
KHÁM PHÁ TÁC ĐỘNG CỦA PHÁT TRIỂN BỀN VỮNG ĐẾN HIỆU SUẤT TÀI CHÍNH: NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM TRÊN CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM - GÓC NHÌN TỪ BỘ CHỈ SỐ CSI

Đinh Phương Hà

Đại học Kinh tế quốc dân

Email: hadp11005@gmail.com

Nguyễn Minh Phương*

Học viện Ngân hàng

Email: phuongnm@hvn.edu.vn

Bùi Huy Quang

Đại học Kinh tế quốc dân

Email: quangneu@neu.edu.vn

Mã bài: JED-2298

Ngày nhận bài: 26/02/2024

Ngày nhận bài sửa: 19/03/2025

Ngày duyệt đăng: 08/05/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2298

Tóm tắt

Nghiên cứu đánh giá tác động của phát triển bền vững đến hiệu suất tài chính của doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2016-2023. Mẫu nghiên cứu gồm 2194 quan sát từ 102 doanh nghiệp trong bảng xếp hạng CSI kể từ khi bộ chỉ số lần đầu tiên được áp dụng năm 2016 và 185 doanh nghiệp đối chứng chưa từng được công nhận danh hiệu doanh nghiệp bền vững, đồng thời chia các doanh nghiệp trên thành hai nhóm chính là doanh nghiệp sản xuất và cung cấp dịch vụ. Kết quả nghiên cứu chỉ ra tác động tích cực giữa việc được công nhận danh hiệu doanh nghiệp bền vững tới tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Nhóm tác giả cũng đánh giá sự khác biệt trong tác động này giữa các doanh nghiệp thuộc các ngành khác nhau, từ đó đưa ra khuyến nghị phù hợp cho từng ngành. Ngoài ra, nghiên cứu xem xét các yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến hiệu suất tài chính bao gồm quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ lạm phát và tăng trưởng GDP.

Từ khóa: CSI, ESG, doanh nghiệp bền vững, hiệu suất tài chính, ngành, phát triển bền vững.

Mã JEL: F65, G02, O16, P33

Exploring the impact of sustainable development on financial performance: an empirical study on listed firms in Vietnam - perspectives from the CSI index

Abstract

This study evaluates how sustainable development affected the financial performance of Vietnam's listed companies between 2016 and 2023. The study sample consists of 2194 observations from 102 enterprises that have been ranked in the CSI since the index's inception, and 185 control businesses that have never been identified as sustainable businesses, by dividing the aforementioned businesses into two primary categories—manufacturing businesses and service providers. Empirical findings indicate a positive correlation between the rate of return on equity and an organization's recognition as a sustainable business. To provide suitable recommendations for each industry, the authors also evaluated how this influence varied throughout businesses in various sectors. The study also considers other variables, including business size, inflation rate, and GDP growth, that may impact financial performance.

Keywords: CSI, ESG, financial performance, industry, sustainable business, sustainable development.

JEL Codes: F65, G02, O16, P33

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh hội nhập quốc tế toàn diện, sâu rộng, linh hoạt giữa các quốc gia trên thế giới, phát triển kinh tế nhanh gắn liền với phát triển xã hội bền vững là một xu hướng tất yếu, hơn nữa còn mang tính cấp thiết trong tình trạng biến đổi khí hậu và sự khan hiếm tài nguyên hiện nay (Nguyễn Việt Lợi, 2018). Các nghiên cứu đi trước đã chỉ ra rằng việc tham gia vào các sáng kiến phát triển bền vững (PTBV) có thể cải thiện uy tín và hình ảnh của doanh nghiệp, từ đó tác động tích cực đến hiệu suất tài chính thông qua các yếu tố như tăng trưởng doanh thu, giảm chi phí, và thu hút sự đầu tư (Ameer & Othman, 2012). Tuy nhiên, trong bối cảnh hiện nay của Việt Nam, kiểm chứng mối quan hệ giữa PTBV và hiệu suất tài chính còn khó khăn do thiếu các thang đo phù hợp. Trước tình hình đó, việc khai thác *Bộ chỉ số Doanh nghiệp Bền vững* (CSI - Corporate Sustainable Index) được coi là tiêu chuẩn đánh giá hợp lý bởi việc một doanh nghiệp được xếp hạng trong danh sách 100 doanh nghiệp bền vững (CSI) hàng năm là minh chứng rõ nét cho những nỗ lực bền bỉ và cam kết mạnh mẽ của doanh nghiệp về môi trường, xã hội và quản trị.

Nghiên cứu sẽ tập trung phân tích tác động của PTBV đến hiệu suất tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam thuộc hai ngành kinh tế trọng yếu là sản xuất và dịch vụ trong giai đoạn 2016-2023 căn cứ bộ chỉ số CSI do VCCI cung cấp, kết hợp với bộ dữ liệu WIDATA để thu thập dữ liệu tài chính.

Kết cấu của bài nghiên cứu gồm 5 phần chính, cụ thể như sau: Phần 1 giới thiệu chủ đề nghiên cứu; phần 2 trình bày lý thuyết nền tảng và tổng quan nghiên cứu; phần 3 mô tả phương pháp nghiên cứu; phần 4 là kết quả nghiên cứu và thảo luận; phần 5 đưa ra kết luận và khuyến nghị.

2. Lý thuyết nền tảng và tổng quan nghiên cứu

2.1. Lý thuyết nền tảng

Một số lý thuyết nền tảng giúp giải thích động lực và tác động của PTBV trong doanh nghiệp gồm Lý thuyết các bên liên quan, Lý thuyết hợp pháp và Lý thuyết tín hiệu.

2.1.1. Lý thuyết các bên liên quan (Stakeholders Theory)

Trong bối cảnh doanh nghiệp ngày càng gắn kết với xã hội, mục tiêu không chỉ dừng lại ở việc tối đa hóa lợi ích cho cổ đông mà còn phải cân nhắc lợi ích của tất cả các bên liên quan (Jensen, 2001). Lý thuyết các bên liên quan nhấn mạnh rằng việc duy trì mối quan hệ tích cực với các bên liên quan có thể giúp doanh nghiệp tạo ra lợi thế cạnh tranh (Freeman & cộng sự, 2004). Việc cải thiện hiệu suất ESG được xem là yếu tố quan trọng giúp doanh nghiệp tạo ra giá trị bền vững và giảm thiểu rủi ro trong dài hạn (Alsayegh & cộng sự, 2020).

2.1.2. Lý thuyết hợp pháp (Legitimacy Theory)

Theo Lý thuyết hợp pháp, doanh nghiệp cần đảm bảo hoạt động của mình phù hợp với các quy tắc, giá trị và chuẩn mực xã hội để duy trì sự chấp nhận từ cộng đồng (Suchman, 1995). Việc cải thiện các hoạt động liên quan đến môi trường, xã hội và quản trị giúp doanh nghiệp tạo dựng lòng tin của công chúng, thể hiện sự cam kết đối với PTBV, đồng thời giảm thiểu sự bất cân xứng thông tin giữa các bên liên quan (Alsayegh & cộng sự, 2020). Điều này giúp doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận các nguồn lực quan trọng, nâng cao vị thế trên thị trường.

2.1.3. Lý thuyết tín hiệu (Signaling Theory)

Ngoài ra, theo Lý thuyết tín hiệu, hiệu suất ESG cũng đóng vai trò quan trọng trong việc thể hiện cam kết PTBV của doanh nghiệp (KPMG, 2021). Việc liên tục cải thiện hiệu suất ESG không chỉ giúp doanh nghiệp gia tăng giá trị dài hạn mà còn giảm thiểu rủi ro đặc thù (Reber & cộng sự, 2021).

2.2. Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Nhiều nghiên cứu chỉ ra rằng PTBV có tác động tích cực đến hiệu suất tài chính. Alshehhi & cộng sự (2018) kết luận rằng các yếu tố PTBV có ảnh hưởng tích cực đến hiệu suất tài chính, đặc biệt khi được tích hợp vào chiến lược kinh doanh dài hạn. Tương tự, Rahi (2024) phân tích hơn 200 nghiên cứu và nhận định rằng tác động tích cực của ESG đến hiệu suất tài chính có thể bị ảnh hưởng bởi các yếu tố thể chế và quy định pháp lý.

Tuy nhiên, một số nghiên cứu lại cho thấy PTBV có thể tác động tiêu cực đến hiệu suất tài chính do chi phí tuân thủ cao hoặc sự xung đột lợi ích giữa các bên liên quan. Arayssi & cộng sự (2016) phân tích dữ liệu từ chỉ số FTSE 350 và phát hiện mối quan hệ tiêu cực có ý nghĩa thống kê giữa công bố ESG và hiệu quả

hoạt động của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Birindelli & cộng sự (2018) đối với các tổ chức tài chính niêm yết tại Hoa Kỳ và châu Âu cũng đưa ra kết luận tương tự.

Một số nghiên cứu đề xuất mối quan hệ phi tuyến giữa PTBV và hiệu suất tài chính. Agarwala & cộng sự (2024) nghiên cứu 305 công ty sản xuất niêm yết tại Ấn Độ giai đoạn 2012–2020 và kết luận rằng ESG có mối quan hệ phi tuyến với hiệu suất tài chính, trong đó đầu tư vào ESG có thể làm giảm lợi nhuận trong ngắn hạn nhưng mang lại lợi ích dài hạn. Phát hiện này cũng được Pulino & cộng sự (2022) xác nhận với dữ liệu từ 232 doanh nghiệp Trung Quốc.

Nhìn chung, chưa có nhiều nghiên cứu được thực nghiệm tại Việt Nam để đánh giá được tác động của PTBV lên hiệu suất tài chính của các doanh nghiệp. Bên cạnh đó, các nghiên cứu hiện có chưa đạt được sự đồng thuận về tác động của PTBV đối với hiệu suất tài chính của doanh nghiệp. Hơn nữa, dựa trên lý thuyết các bên liên quan, nghiên cứu cho thấy rằng các doanh nghiệp có xếp hạng PTBV cao có thể nâng cao sự gắn kết với các bên liên quan, từ đó cải thiện hiệu quả hoạt động (Ahmad & cộng sự, 2021). Việc thực hiện tốt trách nhiệm môi trường, xã hội và quản trị (ESG) giúp tăng niềm tin của cổ đông, nâng cao sự gắn bó của nhân viên và cải thiện hình ảnh doanh nghiệp, dẫn đến doanh thu cao hơn (Shaikh, 2022). Vì vậy, giả thuyết đầu tiên được đưa ra:

H1: Các doanh nghiệp được công nhận là doanh nghiệp bền vững theo bộ chỉ số CSI có hiệu suất tài chính tốt hơn các doanh nghiệp chưa được công nhận

Các ngành công nghiệp có tác động lớn đến môi trường thường đối mặt với các quy định nghiêm ngặt từ chính phủ và chi phí môi trường trong các ngành này có ảnh hưởng đáng kể đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Ruan và Liu (2021) phát hiện rằng tại Trung Quốc, ESG có mối quan hệ tiêu cực với hiệu quả doanh nghiệp, đặc biệt đối với các doanh nghiệp tư nhân và những ngành không nhạy cảm với môi trường, do các chi phí gia tăng liên quan đến ESG có thể làm giảm hiệu quả hoạt động. Ngoài ra nghiên cứu của Maji & Lohia (2023) cũng chỉ ra rằng tác động của PTBV lên hiệu suất tài chính có xu hướng lớn hơn ở các ngành sản xuất. Dựa trên các yếu tố này, giả thuyết thứ hai như sau:

H2: Tác động của PTBV đến hiệu suất tài chính giữa các ngành là khác nhau

Theo lý thuyết tín hiệu, việc doanh nghiệp thực hiện các hoạt động PTBV không chỉ mang lại lợi ích trực tiếp mà còn giúp giảm thiểu bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và các bên liên quan, qua đó nâng cao mức độ minh bạch và tín nhiệm trên thị trường. Các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng các doanh nghiệp quy mô lớn có xu hướng chú trọng hơn đến PTBV do mức độ hiện diện xã hội cao và khả năng chịu áp lực lớn hơn từ các bên liên quan (Ting, 2021). Ngược lại, mặc dù các doanh nghiệp quy mô nhỏ có thể có chuyên môn trong việc thực hiện các hoạt động PTBV, họ thường gặp phải hạn chế về nguồn lực tài chính và nhân sự, từ đó làm giảm khả năng thực hiện PTBV. Do đó, giả thuyết thứ ba được đề xuất:

H3: Quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến khả năng đạt được danh hiệu doanh nghiệp bền vững.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ các báo cáo CSI của Liên đoàn Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI) trong khoảng thời gian từ năm 2016 đến năm 2023. Báo cáo CSI là một nguồn dữ liệu rất quan trọng để nghiên cứu về PTBV của các doanh nghiệp Việt Nam, được công bố hàng năm nhằm đánh giá và xếp hạng doanh nghiệp dựa trên các tiêu chí kinh tế, xã hội và môi trường. Sở dĩ bộ báo cáo này được tiếp cận và khai thác bởi lẽ tại Việt Nam, việc đánh giá và xếp hạng doanh nghiệp PTBV còn gặp nhiều hạn chế do thiếu hụt bộ tiêu chí và cơ sở dữ liệu được quốc tế công nhận như Bloomberg hay các nền tảng chấm điểm khác. Sau khi cân nhắc, nhóm nghiên cứu thấy đây là một nguồn dữ liệu đáng tin cậy trong bối cảnh hiện nay của Việt Nam. Ngoài ra, nghiên cứu kết hợp với bộ dữ liệu WIDATA - là nền tảng chuyên cung cấp tích hợp dữ liệu tài chính liên quan đến các chỉ số, báo cáo phân tích và nhiều loại dữ liệu khác.

3.2. Quy trình nghiên cứu

Nghiên cứu thực hiện quy trình như sau:

Bước 1: Tập hợp danh sách top 100 doanh nghiệp bền vững trong các năm từ 2016 - 2023 do tại thời điểm tiến hành nghiên cứu, đây là bộ dữ liệu cập nhật nhất. Kết quả thu được 102 doanh nghiệp niêm yết đã được vinh danh là doanh nghiệp bền vững trong khoảng thời gian nghiên cứu.

Bước 2: Lọc ra các công ty niêm yết trong danh sách đã thu thập. Sau khi hoàn thành việc thu thập danh sách top 100 doanh nghiệp bền vững qua các năm, nhóm nghiên cứu tiến hành sàng lọc để chọn ra những công ty niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán như HOSE, HNX và UPCoM. Phương pháp lọc sẽ dựa trên thông tin từ các sàn giao dịch, kết hợp với dữ liệu từ các hệ thống quản lý thông tin doanh nghiệp như FiinPro, Bloomberg hoặc WIDATA. Qua đó, những công ty niêm yết sẽ được chọn lọc nhằm phục vụ cho việc phân tích định lượng về hiệu suất tài chính trong các giai đoạn tiếp theo.

Bước 3: Chọn mẫu cho các doanh nghiệp đối chứng không nằm trong “Top 100 doanh nghiệp bền vững”. Để đảm bảo tính khách quan, đại diện trong quá trình chọn mẫu, nghiên cứu đã áp dụng quy trình chọn mẫu ngẫu nhiên phân tầng (Stratified Random Sampling). Phương pháp này giúp giảm thiểu sai lệch, đồng thời đảm bảo mẫu nghiên cứu phản ánh đầy đủ các đặc điểm của tổng thể. Quy trình thực hiện bao gồm các bước sau:

(i) *Xác định khung mẫu:* Khung mẫu ban đầu bao gồm toàn bộ danh sách các doanh nghiệp thuộc hai ngành kinh tế chính là sản xuất và dịch vụ. Trong đó, ngành sản xuất được chia thành các lĩnh vực nhỏ như thép, luyện kim, thực phẩm, trong khi ngành dịch vụ bao gồm các lĩnh vực như ngân hàng, bảo hiểm, bán lẻ. Việc xác định rõ ràng các ngành giúp đảm bảo rằng mẫu nghiên cứu sẽ có sự cân bằng giữa các ngành nghề khác nhau, đáp ứng yêu cầu về tính đại diện.

Bảng 1. Ý nghĩa các biến được lựa chọn sử dụng

Loại biến	Tên biến	Ký hiệu	Cách tính	Kỳ vọng	Tác giả
Biến phụ thuộc	Lợi nhuận trên tổng tài sản	ROA	$\frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$	+	Penman (2013), Zhang (2024), Jewel & Mankin (2011)
	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ROE	$\frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$	+	Atan & cộng sự (2018), Nguyễn Minh Phương & cộng sự (2024)
Biến giải thích	Doanh nghiệp bền vững	Sustainability_TOP	Doanh nghiệp bền vững được công nhận bởi bộ chỉ số CSI = 1 Doanh nghiệp chưa từng được công nhận bởi bộ chỉ số CSI = 0	+	Nguyễn Minh Phương & cộng sự (2024), Wong & cộng sự (2021)
Biến kiểm soát	Tương tác ngành	Industry x Sustainability_TOP	Ngành sản xuất = 1 Ngành dịch vụ = 0 Doanh nghiệp bền vững được công nhận bởi bộ chỉ số CSI = 1 Doanh nghiệp chưa từng được công nhận bởi bộ chỉ số CSI = 0	+	Trump & Guenther (2015), Li & cộng sự (2024)
	Quy mô doanh nghiệp	ln_Firmsize	Logarit cơ số tự nhiên của Tổng tài sản	+	Ferry & Jones (1979), Jensen & Meckling (1976), Hirdinis (2019)
	Hệ số nợ	Debt_equity	$\text{Debt_Equity} = \frac{\text{Tổng nợ phải trả}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$	+	Higgins (2017)
	Yếu tố ngành	Industry	Ngành sản xuất = 1 Ngành dịch vụ = 0	+	Porter (1980)
	Tăng trưởng kinh tế	GDP		+	Hong & Abdul Razak (2015), Bansal & Roth (2000)
	Tỷ lệ lạm phát	INF		-	Fischer & Dornbusch (1997), Barro (1995), Blanchard (2000)

(ii) *Gán số ngẫu nhiên*: Để đảm bảo tính ngẫu nhiên trong việc lựa chọn, hàm RAND() trong Excel được sử dụng để gán số ngẫu nhiên cho từng doanh nghiệp trong mỗi ngành. Hàm RAND() tạo ra các giá trị ngẫu nhiên trong khoảng từ 0 đến 1, đảm bảo quá trình chọn mẫu không chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố chủ quan từ người thực hiện. Sau khi gán số ngẫu nhiên, danh sách các doanh nghiệp trong từng ngành được sắp xếp theo thứ tự tăng dần của số ngẫu nhiên. Dựa trên danh sách đã sắp xếp, khoảng 50% số doanh nghiệp đầu tiên đã được lựa chọn trong từng ngành nhỏ. Tỷ lệ 50% này được áp dụng đồng nhất trên tất cả các ngành, nhằm đảm bảo rằng mỗi ngành nghề đều được đại diện đầy đủ và đồng đều trong mẫu nghiên cứu. Việc duy trì tỷ lệ này không chỉ đảm bảo tính đại diện mà còn hỗ trợ việc so sánh chéo giữa các ngành một cách chính xác và khách quan.

Bước 4: Phân loại doanh nghiệp theo ngành nghề. Đây là một bước quan trọng để nhóm nghiên cứu có thể so sánh sự khác biệt giữa các ngành trong việc thực hiện các chính sách PTBV.

Bước 5: Xử lý dữ liệu ngoại lai được tiến hành. Tuy nhiên, do một số dữ liệu ngoại lai liên quan đến các doanh nghiệp phần lớn nằm trong Top 100 doanh nghiệp bền vững nên chúng tôi đã cân nhắc việc loại trừ một cách phù hợp.

Bước 6: Thu thập dữ liệu tài chính từ WIDATA 2024. Nhóm nghiên cứu đã trích xuất các chỉ số tài chính quan trọng như Debt-to-Equity, ROE, ROA... Ngoài các chỉ số tài chính, nhóm cũng tìm kiếm các chỉ số phi tài chính liên quan đến PTBV, chẳng hạn như các báo cáo về môi trường, các chỉ số liên quan đến tác động xã hội và chất lượng quản trị. Dữ liệu này sẽ giúp làm rõ mối quan hệ giữa hoạt động PTBV và hiệu suất tài chính, từ đó đưa ra các kết luận về tác động của PTBV đối với các doanh nghiệp niêm yết.

Trên cơ sở bộ số liệu, 3 mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 (\text{Sustainability_TOP}) + \beta_2 (\text{Industry}) + \beta_3 (\text{Industry} \times \text{Sustainability_TOP}) + \beta_4 (\ln_Firm\text{size}) + \beta_5 (\text{Debt_equity}) + \beta_6 (\text{GDP}) + \beta_7 (\text{Inflation}) + \epsilon \quad (1)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 (\text{Sustainability_TOP}) + \beta_2 (\text{Industry}) + \beta_3 (\text{Industry} \times \text{Sustainability_TOP}) + \beta_4 (\ln_Firm\text{size}) + \beta_5 (\text{Debt_equity}) + \beta_6 (\text{GDP}) + \beta_7 (\text{Inflation}) + \epsilon \quad (2)$$

$$\text{Sustainability_TOP} = \beta_0 + \beta_1 (\ln_Firm\text{size}) + \beta_2 (\text{Industry}) + \beta_3 (\text{Industry} \times \text{Sustainability_TOP}) + \beta_4 (\text{Debt_equity}) + \beta_5 (\text{GDP}) + \beta_6 (\text{Inflation}) + \epsilon \quad (3)$$

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 thể hiện với 2194 quan sát, biến phụ thuộc ROA có giá trị trung bình bằng 0,0048 với độ lệch chuẩn là 0,115. Giá trị nhỏ nhất của biến phụ thuộc ở mức -2,546 cùng với giá trị lớn nhất bằng 0,599. Biến phụ thuộc tiếp theo được sử dụng là ROE với giá trị trung bình bằng 0.105 cùng giá trị lớn nhất và nhỏ nhất lần lượt là -4.026 và 8.299.

Để làm tăng tính chính xác của kết quả hồi quy, nhóm nghiên cứu tiến hành kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến khi có mối tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình. Hiện tượng đa cộng tuyến có khả năng

Bảng 2. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	2194	,048	,115	-2,546	,599
ROE	2194	,105	,277	-4,026	8,299
Sustainability_TOP	2194	,366	,482	0	1
Industry	2194	,555	,497	0	1
Industry x Sustainability_TOP	2194	,25	,433	0	1
Firmsize	2194	31.590	165.500	10.050	2.301.000
Debt Equity	2194	1,89	5,501	-16,144	162,308
GDP	2194	,059	,02	,026	,081
INF	2194	,03	,005	,018	,035

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ phần mềm Stata 19.

cao xảy ra khi giá trị tuyệt đối của hệ số tương quan lớn hơn 0,8. Bảng 3 trình bày mối tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình. Giá trị tuyệt đối của các hệ số tương quan đều nhỏ hơn 0,8 nên có thể kết luận rằng các biến giải thích trong mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan giữa các biến

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) ROA	1								
(2) ROE	0,156 (0,000)	1							
(3) Sustainability_TOP	0,149 (0,000)	0,090 (0,000)	1						
(4) Industry	0,028 (0,184)	0,010 (0,652)	0,196 (0,000)	1					
(5) Industry x Sustainability_TOP	0,171 (0,000)	0,081 (0,000)	0,760 (0,000)	0,517 (0,000)	1				
(6) Firmsize	-0,040 (0,062)	0,033 (0,117)	0,205 (0,000)	-0,167 (0,000)	-0,079 (0,000)	1			
(7) Debt_Equity	-0,090 (0,000)	-0,293 (0,000)	0,077 (0,000)	-0,125 (0,000)	-0,104 (0,000)	0,340 (0,000)	1		
(8) GDP	0,017 (0,433)	-0,014 (0,512)	-0,001 (0,957)	-0,003 (0,876)	-0,002 (0,929)	0,017 (0,426)	0,019 (0,370)	1	
(9) INF	-0,001 (0,967)	0,012 (0,574)	0,002 (0,941)	0,002 (0,932)	0,001 (0,978)	-0,003 (0,887)	-0,006 (0,795)	-0,126 (0,000)	1

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ phần mềm Stata 19.

4.2. Kết quả hồi quy

4.2.1. Kiểm định tính vững

Đối với mô hình hồi quy (1) có biến phụ thuộc là Tỷ suất lợi nhuận/Tổng tài sản, sau khi tiến hành thực hiện mô hình Pooled OLS, nhóm nghiên cứu kiểm tra tính vững thông qua kiểm định phương sai sai số (PSSS) thay đổi (Bảng 4).

Bảng 4. Kết quả kiểm định White Test và kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian

Loại kiểm định	Thống kê Chi2	Pro > Chi 2	Kết quả kiểm định
White Test	106.64	0.000	Có hiện tượng PSSS thay đổi
Breusch and Pagan Lagrangian	900.29	0.000	Có hiện tượng tự tương quan bậc nhất

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp từ phần mềm Stata 29.

Kết quả từ Bảng 4 cho thấy hai kiểm định có p-value (0.000) nhỏ hơn mức ý nghĩa 0.05, chứng tỏ bằng chứng thống kê rất mạnh về hiện tượng PSSS thay đổi (heteroskedasticity) và tự tương quan bậc nhất trong mô hình OLS. Do mô hình bị khuyết tật nên nhóm tác giả tiến hành hồi quy thông qua hiệu ứng tác động cố định và hiệu ứng tác động ngẫu nhiên. Tuy nhiên, kết quả của mô hình tác động cố định đều loại bỏ các biến Sustainability_TOP, Industry, và biến tương tác Industry_x_Sustainability_TOP do cả ba biến này đều là biến không thay đổi theo thời gian. Vì vậy, mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) tiếp tục được sử dụng để ước lượng tác động của các biến này lên ROA. Dù vậy, nghiên cứu tiếp tục gặp phải vấn đề mô hình tác động ngẫu nhiên có hiện tượng tự tương quan và PSSS thay đổi. Do đó, mô hình FGLS được đề xuất để khắc phục các hiện tượng nêu trên với kết quả được tổng hợp trong Bảng 5.

Tương tự, đối với mô hình hồi quy (2) có biến phụ thuộc là ROE, sau khi tiến hành kiểm định mô hình Pooled OLS, nhóm kiểm tra tính vững về PSSS thay đổi và tự tương quan song mô hình cũng gặp phải các khuyết tật không mong muốn, do đó nhóm sử dụng mô hình REM (bởi lẽ mô hình FEM cũng đã bị loại bỏ một số biến không thay đổi theo thời gian). Nhóm tiến hành kiểm định tính vững của mô hình REM thì nhận thấy chỉ có hiện tượng PSSS thay đổi và không có bằng chứng đối với hiện tượng tự tương quan bậc nhất trong phần dư của mô hình, vì vậy, nhóm sử dụng phương pháp PSSS chuẩn mạnh để khắc phục khuyết tật này (Bảng 5).

Bảng 5. Kết quả mô hình hồi quy (1) và (2)

	ROA	ROE
Sustainability TOP	-0,011*** (-2,72)	0,061*** (2,91)
Industry	-0,01*** (-4,23)	-0,004 (-0,25)
Industry x Sustainability_TOP	0,054*** (10,37)	-0,03 (-1,05)
Debt Equity	-0,001*** (-6,56)	-0,017*** (-3,40)
GDP	0,001 (0,06)	-0,118 (-0,48)
INF	-0,277*** (-4,05)	0,503 (0,55)
Ln_Firmsize	0,004*** (0,001)	0,014*** (3,90)
Constant	-0,067*** (6,21)	-0,279*** (-2,74)

Chú thích: *** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$.

4.2.2. Kết quả mô hình hồi quy

Kết quả mô hình hồi quy cho thấy:

Biến Sustainability_TOP: Việc được vinh danh trong top 100 doanh nghiệp bền vững trong ngắn hạn có tác động ngược chiều ROA với mức độ tin cậy trên 99% và hệ số hồi quy -0.011 nhưng tác động cùng chiều với ROE trong ngắn hạn với hệ số hồi quy 0.061 và mức ý nghĩa thống kê 1% (Bảng 5). Trong mô hình ROA, Sustainability_TOP có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê, cho thấy việc nằm trong top bền vững có thể làm giảm hiệu quả sử dụng tài sản trong ngắn hạn, có thể do chi phí đầu tư ban đầu vào các hoạt động bền vững rất lớn. Tuy nhiên, đối với ROE, Sustainability_TOP lại có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê. Điều này có thể được giải thích bằng ảnh hưởng của Sustainability_TOP lên cấu trúc vốn của công ty, cụ thể là thông qua việc tăng đòn bẩy tài chính. Việc được đánh giá cao về bền vững có thể giúp công ty tiếp cận vốn vay dễ dàng hơn hoặc với lãi suất ưu đãi hơn, từ đó làm tăng hệ số đòn bẩy tài chính và tác động dương đến ROE, đủ để bù đắp cho tác động tiêu cực lên ROA. Kết quả này thống nhất với nghiên cứu của Agarwala & cộng sự (2024). Do đó, giả thuyết H1 được chấp nhận.

Industry: Theo kết quả hồi quy, biến Industry không có tác động đáng kể đến ROE ($\beta = -0,004$, $p > 0,1$), tuy nhiên lại có tác động ngược chiều và đạt ý nghĩa thống kê đối với ROA ($\beta = -0,01$, $p < 0,001$). Điều này cho thấy mặc dù tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) không chịu ảnh hưởng trực tiếp từ ngành mà công ty hoạt động, nhưng tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) lại bị ảnh hưởng đáng kể. Cụ thể, hệ số âm của biến Industry trong mô hình ROA cho thấy các doanh nghiệp trong ngành sản xuất thường có ROA thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành dịch vụ. Điều này có thể được giải thích bởi đặc điểm của ngành sản xuất, nơi các doanh nghiệp thường cần đầu tư lớn vào tài sản cố định, làm tăng tổng tài sản, nhưng chi phí vận hành và khấu hao tài sản có thể ảnh hưởng đến khả năng sinh lời. Ngược lại, ngành dịch vụ có thể áp dụng mô hình kinh doanh linh hoạt hơn với ít chi phí tài sản cố định hơn, từ đó cải thiện tỷ suất lợi nhuận trên tài sản. Những kết quả này phù hợp với nghiên cứu của Ruan và Liu (2021). Bên cạnh đó, Industry x Sustainability_TOP là biến tương tác giữa việc được công nhận và vinh danh là doanh nghiệp bền vững và ngành. Đối với ROA, hệ số của Industry và Sustainability_TOP là dương (0.054) và có ý nghĩa thống kê cao ($p < 0.001$). Điều này cho thấy có một tác động tương hỗ đáng kể giữa cam kết bền vững và ngành lên

ROA. Cụ thể, tác động của Sustainability_TOP lên ROA có xu hướng lớn hơn ở các ngành sản xuất so với các ngành dịch vụ (Bảng 5). Kết quả này thống nhất với kết quả nghiên cứu của Maji & Lohia (2023). Do đó, giả thuyết H2 được chấp nhận.

INF: Mỗi quan hệ ngược chiều giữa yếu tố vĩ mô như lạm phát và ROA được chứng minh thông qua hệ số hồi quy -0.277 với ý nghĩa thống kê cao ($p < 0.001$) (Bảng 5). Điều này hàm ý rằng doanh nghiệp thường hoạt động kém hiệu quả hơn khi tỷ lệ lạm phát tăng lên, bởi lẽ do chi phí tài chính, lãi suất vay và giá đầu vào leo thang. Ngược lại, trong mô hình ROE, hệ số INF dương 0.503 nhưng không có ý nghĩa thống kê ($p > 0.1$), cho thấy ảnh hưởng của lạm phát lên ROE không rõ rệt. Kết quả này nhất quán với nghiên cứu của Boyd & cộng sự (2001). Kết quả hồi quy cũng cho thấy một yếu tố vĩ mô khác là GDP tác động không đáng kể đến ROA và ROE bởi ý nghĩa thống kê thấp ($p > 0.1$). Điều này phản ánh mối quan hệ không rõ rệt giữa tăng trưởng kinh tế và khả năng sinh lời của doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Kết quả này đồng nhất với nghiên cứu của Zhang và các cộng sự (2007).

Ln_Firmsize: Nghiên cứu đã kiểm tra tác động dài hạn của quy mô công ty lên khả năng đạt được danh hiệu doanh nghiệp bền vững bằng mô hình Logistic (Bảng 6) với *Ln_Firmsize_Squared* có ý nghĩa thống kê 5% và hệ số tác động là -0.019 trong dài hạn, trong khi đó, *Ln_Firmsize* có hệ số tác động là 1.669 và độ tin cậy 99%. Kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ chữ U ngược giữa quy mô công ty và khả năng được xếp hạng bền vững. Trong phạm vi quy mô của các công ty được nghiên cứu, việc tăng quy mô có tác động tích cực đến khả năng đạt được các tiêu chí bền vững. Do đó, đối với phần lớn các doanh nghiệp Việt Nam, việc tăng trưởng quy mô vẫn là một yếu tố thuận lợi cho việc thực hiện các hoạt động bền vững. Tuy nhiên, kết quả cũng gợi ý rằng nếu các công ty tiếp tục tăng trưởng đến một quy mô cực kỳ lớn, xu hướng này có thể đảo ngược. Kết quả này thống nhất với nghiên cứu của Chen & cộng sự (2023). Như vậy, giả thuyết H3 được chấp nhận.

5. Kết luận

Kết quả từ mô hình hồi quy cho thấy việc được vinh danh trong danh sách Top 100 Doanh nghiệp bền vững hàng năm tạo ra tác động kép đối với hiệu quả tài chính ngắn hạn. Một mặt, thông qua việc gia tăng đòn bẩy tài chính và nâng cao năng lực huy động vốn, các doanh nghiệp có thể cải thiện tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Mặt khác, trong giai đoạn đầu, các doanh nghiệp này ghi nhận sự suy giảm tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) do chi phí đầu tư ban đầu đáng kể vào các hoạt động PTBV. Do đó, sự can thiệp của Nhà nước là cần thiết thông qua các biện pháp hỗ trợ tài chính bao gồm ưu đãi thuế và tín dụng xanh nhằm giúp các doanh nghiệp chuyển đổi sang mô hình PTBV vượt qua những hạn chế tài chính tạm thời. Đồng thời cần thiết lập hệ thống khuyến khích một cách minh bạch cho các doanh nghiệp xuất sắc trong PTBV sẽ thúc đẩy mạnh mẽ hơn nữa quá trình này.

Với tầm nhìn đến năm 2030, Chính phủ đã thể hiện quyết tâm hỗ trợ PTBV trong khu vực doanh nghiệp thông qua Quyết định số 1362/QĐ-TTg năm 2019, phê duyệt chiến lược PTBV cho các doanh nghiệp tư nhân đến năm 2025. Được hỗ trợ bởi các sáng kiến do Bộ Kế hoạch và Đầu tư triển khai, chiến lược này thúc đẩy việc áp dụng các mô hình kinh doanh bền vững và công nghệ sản xuất sạch. Hơn nữa, tác động của PTBV đến ROA khác nhau giữa các ngành, trong đó ngành sản xuất có ảnh hưởng tích cực hơn so với ngành dịch vụ. Các doanh nghiệp, đặc biệt là những doanh nghiệp sản xuất, cần tận dụng lợi thế góp mặt trong bảng vinh danh để nâng cao uy tín thương hiệu, thu hút sự quan tâm của nhà đầu tư cũng như nâng cao vị thế đàm phán với đối tác để nhận các điều khoản thanh toán tốt hơn, đặc biệt là tiếp cận được các thị trường đầu tư yêu cầu các tiêu chuẩn ESG cao.

Nghiên cứu xác định mối quan hệ phi tuyến tính dạng chữ U ngược giữa quy mô doanh nghiệp và khả năng đạt danh hiệu bền vững. Ban đầu, mở rộng quy mô mang lại lợi thế từ các bên liên quan, nhưng khi vượt một ngưỡng nhất định, chi phí tuân thủ và phức tạp trong quản lý khiến tác động này suy giảm. Thực tiễn cho thấy tại Việt Nam, các doanh nghiệp vừa và nhỏ gặp rào cản tài chính do điều kiện vay khó khăn, làm chậm quá trình mở rộng và hạn chế PTBV. Do đó, các tổ chức tài chính cần cung cấp khoản vay ưu đãi, đơn giản hóa thủ tục vay vốn và phát triển quỹ bảo lãnh tín dụng. Doanh nghiệp cũng cần coi PTBV là chiến lược cốt lõi, đầu tư vào công nghệ xanh, AI, nâng cấp thiết bị để tối ưu hóa quy trình, đồng thời mở rộng có kiểm soát, tránh tăng trưởng ồ ạt gây mất cân đối và ảnh hưởng đến tính bền vững.

Mặc dù đã đạt được một số kết quả quan trọng và mới mẻ, tuy nhiên nghiên cứu trên vẫn còn nhiều hạn

chế đến từ mẫu nghiên cứu khi chi tiếp cận các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường Việt Nam, bởi lẽ đó nhóm nghiên cứu chưa khai thác được tác động của PTBV đến hiệu suất tài chính tại các doanh nghiệp chưa niêm yết dẫn đến chưa bao quát được hết thực trạng PTBV hiện nay. Vì vậy, trong tương lai, các nghiên cứu sau có thể làm sáng tỏ hơn về tác động của việc theo đuổi mục tiêu PTBV đến hiệu suất tài chính ở SMEs cũng như công ty chưa niêm yết.

Tài liệu tham khảo

- Agarwala, N., Jana, S., & Sahu, T.N. (2024). ESG disclosures and corporate performance: A non-linear and disaggregated approach. *Journal of Cleaner Production*, 437, 140517.
- Ahmad, N., Mobarek, A., & Roni, N.N. (2021). Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1900500.
- Alsayegh, M.F., Rahman, R.A., & Homayoun, S. (2020). Corporate economic, environmental, and social sustainability performance transformation through ESG disclosure. *Sustainability*, 12(9), 1–20.
- Ameer, R., & Othman, R. (2012). Sustainability practices and corporate financial performance: A study based on the Top Global Corporations. *Journal of Business Ethics*, 108(1), 61-79.
- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2018). The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential. *Sustainability*, 10(2), 494.
- Arayssi, M., Dah, M., & Jizi, M. (2016). Women on boards, sustainability reporting and firm performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(3), 376–401.
- Atan, R., Alam, M.M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182-194.
- Bansal, P., & Roth, K. (2000). Why companies go green: A model of ecological responsiveness. *Academy of Management Journal*, 43(4), 717-736.
- Barro, R.J. (1995). Inflation and Economic Growth. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 77(1), 21-40.
- Birindelli, G., Dell’Atti, S., Iannuzzi, A. P., & Savioli, M. (2018). Composition and activity of the board of directors: Impact on ESG performance in the banking system. *Sustainability*, 10(12), 1–20.
- Blanchard, O. (2000). *Macroeconomics*. Prentice Hall.
- Boyd, J.H., Levine, R., & Smith, B.D. (2001). The impact of inflation on financial sector performance. *Journal of Monetary Economics*, 47(2), 221–248.
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of Environmental Management*, 345, 118829.
- Freeman, R.E., Wicks, A.C., & Parmar, B. (2004). Stakeholder theory and the corporate objective revisited. *Organization Science*, 15(3), 364–369.
- Fischer, S., & Dornbusch, R. (1997). *Macroeconomics*. McGraw-Hill.
- Higgins, R.C. (2017). *Analysis for Financial Management* (11th Ed.). McGraw-Hill Education.
- Hirdinis, M. (2019). The relationship between company size, profitability, and market value: Evidence from Indonesian manufacturing firms. *International Journal of Financial Studies*, 7(2), 25-35.
- Hong, S.C., & Abdul Razak, S.H. (2015). The impact of nominal GDP and inflation on the financial performance of Islamic banks in Malaysia. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 11(1), 158-177.
- Fama, E.F., & French, K.R. (2022). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465.
- Ferry, M., & Jones, W. (1979). Determinants of financial structure: A new methodological approach. *Journal of Finance*, 34(3), 15-23.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

-
- Jensen, M.C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8–21.
- Jewell, J.J., & Mankin, J.A. (2011). What is your ROA? An investigation of the many formulas for calculating return on assets. *Academy of Educational Leadership Journal*, 15(Special Issue), 79-91.
- KPMG. (2021). Signals of change and the risk agenda. *KPMG Advisory*. <https://advisory.kpmg.us/content/dam/advisory/en/pdfs/2021/cae-signals-esg.pdf>.
- Li, Q., Tang, W., & Li, Z. (2024). ESG systems and financial performance in industries with significant environmental impact: A comprehensive analysis. *Frontiers in Sustainability*, 5, 1454822. <https://doi.org/10.3389/frsus.2024.1454822>
- Nguyễn Việt Lợi & Nguyễn Thị Hải Bình (2018). Phát triển kinh tế nhanh, bền vững và những vấn đề đặt ra đối với Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế Tài chính Việt Nam*, Số 3/2018.
- Maji, S.G., & Lohia, P. (2023). Environmental, social and governance (ESG) performance and firm performance in India. *Society and Business Review*, 18(1), 175–194.
- Penman, S.H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5th Ed.). McGraw-Hill.
- Nguyễn Minh Phương, Trần Thúy Anh, Bùi Thị Dạ Lý, Trần Bình Minh, & Đinh Phương Hà (2024). Tác động của công bố thông tin ESG tới khả năng sinh lời của ngân hàng thương mại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 330, 1-10. 10.33301/JED.VI.2063.
- Porter, M.E. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press.
- Pulino, S.C., Ciaburri, M., Magnanelli, B.S., & Nasta, L. (2022). Does ESG disclosure influence firm performance? *Sustainability*, 14(13), 7595.
- Rahi, A. F., Johansson, J., Blomkvist, M., & Hartwig, F. (2024). Corporate sustainability and financial performance: A hybrid literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1-15.
- Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2021). ESG disclosure and idiosyncratic risk in initial public offerings. *Journal of Business Ethics*, 179(3), 1–20.
- Ruan, L., & Liu, H. (2021). Environmental, social, governance activities and firm performance: Evidence from China. *Sustainability*, 13(2), 1–16.
- Shaikh, I. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: An international evidence. *Journal of Business Economics and Management*, 23(1), 218–237.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- Ting, P. H. (2021). Do large firms just talk corporate social responsibility? The evidence from CSR report disclosure. *Finance Research Letters*, 38, 101476.
- Trumpp, C., & Guenther, T. (2015). Too little or too much? Exploring U-shaped relationships between corporate environmental performance and corporate financial performance. *Business Strategy and the Environment*, 26(1), 49–68.
- WCED (World Commission on Environment and Development) (1987). *Our Common Future*. Oxford University Press.
- Wong, W.C., Batten, J.A., Ahmad, A.H., Mohamed-Arshad, S.B., Nordin, S., & Abdul Adzis, A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 101593.
- Zhang, J. (2024). An empirical analysis of ESG scores and firm performance based on the CSI 300 index. *Highlights in Business, Economics and Management*, 36, 448-457.
- Zhang, X., Li, X., & Liu, X. (2007). Economic growth and firm performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Business & Economic Studies*, 13(2), 25–40.
- VCCI (2023). *Danh sách doanh nghiệp bền vững theo bộ chỉ số CSI*. <https://www.vccinews.vn/news/48362/le-cong-bo-cac-doanh-nghiep-ben-vung-tai-viet-nam-nam-2023.html>.

***Tác giả liên hệ: Nguyễn Minh Phương - Email: phuongnm@hvn.edu.vn**