
TÁC ĐỘNG CỦA MỨC ĐỘ KHÔNG ĐỒNG NHẤT GIỮA ESG VÀ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM QUỐC GIA ĐẾN DÒNG VỐN FDI: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC NỀN KINH TẾ CHÂU Á

Hà Văn Dũng

Trường Đại học Ngân hàng thành phố Hồ Chí Minh

Email: dunghv@hub.edu.vn

Nguyễn Vũ Thân*

Trường Đại học Tài chính – Marketing

Email: nguyenthan@ufm.edu.vn

Mã bài báo: JED-2681

Ngày nhận: 29/09/2025

Ngày nhận bản sửa: 28/10/2025

Ngày duyệt đăng: 08/01/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.2681

Tóm tắt:

Nghiên cứu kiểm định tác động tuyến tính của mức độ không đồng nhất giữa chỉ số ESG và xếp hạng tín nhiệm quốc gia đối với dòng vốn FDI tại 28 nền kinh tế châu Á giai đoạn 2000–2023. Trên cơ sở khung lý thuyết tín hiệu, thể chế và các bên liên quan, nghiên cứu xây dựng thước đo $DISCREP = ESG - SCR$ (và các biến chênh lệch theo trụ cột E, S, G) cùng bộ biến kiểm soát vĩ mô tiêu chuẩn. Mô hình được ước lượng bằng Bayesian Ridge Regression với hiệu ứng cố định quốc gia và năm, sử dụng dữ liệu từ World Bank và Moody's. Kết quả cho thấy $DISCREP$ có hệ số âm với độ tin cậy hậu nghiệm cao, hàm ý rằng sự thiếu đồng bộ giữa tín hiệu bền vững và tín hiệu tín dụng làm giảm FDI vào các nước châu Á; trong phân rã trụ cột, G (Quản trị) âm mạnh và ổn định, trong khi E (môi trường) và S (xã hội) dương. Kết quả củng cố vai trò của tính đồng bộ ESG-SCR đối với niềm tin nhà đầu tư và gợi ý các hàm ý chính sách: ưu tiên cải thiện quản trị, minh bạch, chuẩn hóa dữ liệu ESG, và duy trì mở cửa thương mại nhằm nâng cao khả năng thu hút FDI.

Từ khóa: Châu Á, ước lượng Bayes, sự không đồng nhất, ESG, FDI, xếp hạng tín nhiệm quốc gia.

Mã JEL: D02, E02.

The impact of ESG-sovereign credit ratings discrepancy on FDI inflows: Evidence from Asian economies

Abstract:

This study examines the linear impact of the discrepancy between ESG scores and sovereign credit ratings (SCR) on foreign direct investment (FDI) inflows across 28 Asian economies during 2000–2023. Drawing on signaling, institutional, and stakeholder theories, the research constructs the measure $DISCREP = ESG - SCR$ (together with pillar-level discrepancies in E, S, and G) alongside standard macroeconomic control variables. The model is estimated using Bayesian Ridge Regression with country and year fixed effects, based on data from the World Bank and Moody's. The results reveal that $DISCREP$ carries a negative and statistically significant coefficient, implying that inconsistency between sustainability and credit signals reduces FDI inflows into Asian countries. At the pillar level, G (governance) exhibits a strong and robust negative effect, while E (environment) and S (social) show positive signs. The findings underscore the importance of ESG–SCR consistency in maintaining investor confidence and suggest key policy implications of strengthening governance quality, enhancing the transparency and standardization of ESG data, and sustaining trade openness to improve FDI attractiveness.

Keywords: Asia, Bayesian, discrepancy, ESG, FDI, sovereign credit ratings.

JEL Codes: D02, E02.

1. Giới thiệu

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) đóng vai trò then chốt trong thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, chuyển giao công nghệ và hội nhập quốc tế của các nền kinh tế đang phát triển. Đối với khu vực châu Á, FDI là nguồn lực quan trọng bổ sung vốn và nâng cao năng lực cạnh tranh trong bối cảnh toàn cầu hóa ngày càng sâu rộng. Vì vậy, việc nhận diện các nhân tố ảnh hưởng đến FDI luôn là chủ đề được quan tâm trong cả nghiên cứu lý thuyết lẫn thực tiễn hoạch định chính sách.

Trong số các yếu tố được xem xét, xếp hạng tín nhiệm quốc gia (Sovereign credit ratings - SCR) được coi là chỉ báo phản ánh mức độ rủi ro và khả năng trả nợ, từ đó tác động đến quyết định của nhà đầu tư quốc tế (Busse & Hefeker, 2007; Bénassy-Quéré & cộng sự, 2007; Walch & Wörz, 2012). Song song đó, chỉ số môi trường, xã hội và quản trị (ESG) nổi lên như một công cụ thể hiện cam kết phát triển bền vững và uy tín quốc gia, có khả năng định hướng dòng vốn FDI dài hạn (Ioannou & Serafeim, 2015; Khan & cộng sự, 2016). Tuy nhiên, giữa SCR và ESG không phải lúc nào cũng đồng nhất. Một nền kinh tế có thể được đánh giá cao về tín nhiệm tài chính nhưng lại chưa đạt chuẩn mực ESG, hoặc ngược lại. Sự không đồng nhất giữa ESG và SCR có thể tạo ra tín hiệu nhiễu cho nhà đầu tư, dẫn đến thay đổi trong kỳ vọng và quyết định phân bổ FDI (Christensen & cộng sự, 2022; Semet & cộng sự, 2021). Đây chính là khoảng trống mà các nghiên cứu trước chưa xem xét đầy đủ, chủ yếu mới dừng ở phân tích tác động riêng rẽ của SCR hoặc ESG đến FDI. Trên cơ sở đó, nghiên cứu tập trung làm rõ tác động của sự không đồng nhất giữa ESG và SCR đến FDI tại 28 nền kinh tế châu Á trong giai đoạn 2000-2023. Nghiên cứu sử dụng phương pháp Bayesian Ridge Regression nhằm ước lượng tác động này và bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho các lý thuyết hiện có.

2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

Theo Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF), FDI là khoản đầu tư mà nhà đầu tư nước ngoài nắm tối thiểu 10% quyền biểu quyết, qua đó hình thành mối quan hệ lâu dài và quyền kiểm soát đáng kể. Tổ chức Hợp tác và Phát triển Kinh tế (OECD) và Ngân hàng Thế giới (World Bank) mở rộng định nghĩa, coi FDI bao gồm vốn góp ban đầu, tái đầu tư lợi nhuận và các giao dịch vay nội bộ giữa công ty mẹ và công ty con. Hội nghị Liên Hợp Quốc về Thương mại và Phát triển (UNCTAD) nhấn mạnh thêm vai trò của FDI như một kênh chuyển giao công nghệ, kỹ năng quản trị và mở rộng thị trường.

Xếp hạng tín nhiệm quốc gia phản ánh khả năng và mức độ sẵn sàng thực hiện nghĩa vụ tài chính của một quốc gia, do các tổ chức như Moody's, S&P, Fitch công bố. Moody's đánh giá dựa trên bốn trụ cột gồm sức mạnh kinh tế, thể chế, tài khóa và độ nhạy cảm trước rủi ro sự kiện, kết quả quy đổi về thang điểm từ Aaa đến C, trong đó từ Baa3 trở lên được xếp hạng đầu tư.

Bộ chỉ số ESG được Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC) định nghĩa như khung đánh giá phi tài chính nhằm nhận diện rủi ro và cơ hội dài hạn. Ở cấp quốc gia, World Bank cung cấp các chỉ tiêu cho ba trụ cột: môi trường (CO₂, năng lượng tái tạo, diện tích rừng), xã hội (giáo dục, y tế, nhân lực), và quản trị (WGI về tham nhũng, quản trị, chất lượng điều tiết). Các chỉ tiêu này được chuẩn hóa và tổng hợp thành chỉ số ESG phục vụ phân tích định lượng.

Nghiên cứu dựa trên một số lý thuyết nền tảng để giải thích mối quan hệ giữa FDI, SCR và chỉ số ESG. (i) Lý thuyết tín hiệu (Signaling theory), theo Spence (1978) và Stiglitz (1975), trong bối cảnh thông tin bất cân xứng, các tín hiệu đóng vai trò quan trọng giúp nhà đầu tư đưa ra quyết định. Đối với FDI, SCR được coi là tín hiệu về mức độ rủi ro và năng lực tài chính, trong khi các chỉ số ESG phản ánh tín hiệu về cam kết phát triển bền vững. Khi hai loại tín hiệu này đồng nhất, chúng củng cố niềm tin cho nhà đầu tư; ngược lại, sự không đồng nhất có thể gây nhiễu và làm thay đổi quyết định phân bổ vốn. (ii) Lý thuyết thể chế (Institutional theory), theo North (1990), thể chế là “luật chơi” của xã hội, quyết định chi phí giao dịch và hiệu quả phân bổ nguồn lực. Lý thuyết này nhấn mạnh chất lượng thể chế và quản trị có ảnh hưởng trực tiếp đến dòng vốn quốc tế. Trong bối cảnh nghiên cứu này, SCR phản ánh ổn định tài chính và thể chế vĩ mô,

trong khi trụ cột quản trị của ESG thể hiện mức độ minh bạch và hiệu quả điều hành. Như vậy, cả SCR và ESG đều có thể được xem là thước đo năng lực thể chế quốc gia trong việc thu hút FDI. (iii) Lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder theory), theo Freeman (2010), doanh nghiệp và nhà đầu tư không chỉ quan tâm đến lợi ích của cổ đông mà còn phải cân nhắc lợi ích của các bên liên quan khác như người lao động, cộng đồng và môi trường. Ở cấp độ quốc gia, ESG trở thành công cụ để thể hiện cam kết với các chuẩn mực quốc tế và lợi ích cộng đồng, qua đó nâng cao uy tín và khả năng thu hút dòng vốn FDI bền vững. Ba lý thuyết nền tảng trên – tín hiệu, thể chế và các bên liên quan – cung cấp cơ sở để giải thích cơ chế mà qua đó sự không đồng nhất ESG-SCR có thể tác động đến quyết định và quy mô dòng vốn FDI.

Các nghiên cứu trước đây nhất quán khẳng định xếp hạng tín nhiệm quốc gia là yếu tố then chốt trong việc thu hút dòng vốn FDI, chủ yếu thông qua kênh ổn định thể chế và mức độ tin cậy của môi trường đầu tư. Cụ thể, Busse & Hefeker (2007) chứng minh rằng SCR ảnh hưởng đáng kể đến FDI thông qua tính ổn định chính trị - thể chế, trong khi Bénassy-Quéré & cộng sự (2007) cho thấy SCR cùng với thể chế là những biến quyết định đối với dòng vốn FDI xuyên quốc gia. Ở châu Âu, Walch & Wörz (2012) cũng khẳng định các quốc gia có SCR cao hơn sẽ thu hút được FDI nhiều hơn trong bối cảnh hội nhập Liên minh châu Âu (EU), qua đó cho thấy việc cải thiện tín nhiệm quốc gia góp phần giảm rủi ro thể chế và tăng niềm tin của nhà đầu tư quốc tế.

Các nghiên cứu sau này tiếp tục mở rộng bằng chứng trong nhiều bối cảnh khác nhau. Cai & cộng sự (2018), với mô hình hấp dẫn và dữ liệu bảng, cho thấy SCR đóng vai trò quyết định trong phân bổ FDI giữa các nền kinh tế phát triển và đang phát triển. Tại Nam Phi, Meyer & Mothibi (2021) sử dụng ARDL và kiểm định Granger đã phát hiện mối quan hệ hai chiều giữa SCR và FDI, gợi ý tính tương hỗ giữa tín nhiệm và dòng vốn đầu tư. Trong khi đó, Arogundade & cộng sự (2022) sử dụng dữ liệu bảng động và phương pháp IV-GMM cho thấy SCR có tác động tích cực rõ rệt đến FDI ở châu Phi sau khủng hoảng tài chính toàn cầu, nhấn mạnh vai trò của SCR trong giai đoạn kinh tế bất ổn. Nhìn chung, các bằng chứng quốc tế cho thấy mối quan hệ dương và bền vững giữa SCR và FDI, thông qua cơ chế giảm rủi ro quốc gia, chi phí vốn và bất định chính sách.

Song song với SCR, các nghiên cứu về yếu tố ESG ngày càng thu hút sự quan tâm, đặc biệt trong bối cảnh chuyển dịch đầu tư sang hướng bền vững. Capelle-Blancard & Petit (2019) cho rằng ESG có ảnh hưởng yếu hơn SCR trong việc quyết định chi phí vốn quốc gia, hàm ý rằng tín hiệu tín nhiệm vẫn chiếm ưu thế trong đánh giá rủi ro. Tuy nhiên, các nghiên cứu gần đây như Berg & cộng sự (2022) và Christensen & cộng sự (2022) đã chỉ ra rằng sự khác biệt giữa các thang đo ESG có thể gây nhiễu thông tin, làm giảm niềm tin của nhà đầu tư và gia tăng chi phí vốn. Tương tự, Gibson Brandon & cộng sự (2021) chứng minh rằng bất đồng trong đánh giá ESG khiến nhà đầu tư trở nên thận trọng hơn và ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận chứng khoán, gợi ý rằng sự không đồng nhất ở cấp quốc gia giữa ESG và SCR cũng có thể làm suy yếu niềm tin đầu tư.

Một nhánh nghiên cứu khác tập trung phân tích tác động riêng của từng trụ cột ESG. Khan & cộng sự (2016) cho thấy các vấn đề ESG mang tính trọng yếu có ảnh hưởng tích cực rõ rệt đến kết quả tài chính, trong khi các yếu tố không trọng yếu thì không, hàm ý rằng mức độ lệch pha giữa từng thành phần E, S, G với SCR có thể tạo ra tín hiệu khác biệt cho nhà đầu tư. Cùng hướng này, Semet & cộng sự (2021) khi so sánh thị trường trái phiếu chính phủ và SCR nhận thấy các yếu tố môi trường và quản trị được phản ánh mạnh mẽ hơn trong định giá thị trường so với đánh giá tín nhiệm, cho thấy ESG và SCR không hoàn toàn đồng bộ trong cách phản ánh rủi ro - bền vững. Ở góc độ khu vực, nghiên cứu của Nguyễn Vũ Thân (2025) trên 28 quốc gia châu Á giai đoạn 2000-2023 bằng mô hình PVAR và các phương pháp hồi quy bảng nâng cao cho thấy SCR không có tác động trực tiếp đáng kể đến FDI trong ngắn hạn, nhưng có tác động gián tiếp dài hạn thông qua các yếu tố vĩ mô, phản ánh tính phức tạp của kênh truyền dẫn giữa tín nhiệm và đầu tư.

Tổng hợp lại, SCR và ESG đều đóng vai trò quan trọng trong thu hút FDI, nhưng các bằng chứng hiện nay

chủ yếu xem xét từng yếu tố riêng rẽ, trong khi sự không đồng nhất (discrepancy) giữa ESG và SCR – tức mức độ lệch pha giữa tín hiệu bền vững và tín hiệu tín nhiệm – vẫn chưa được nghiên cứu rõ ràng. Khoảng trống này đặc biệt có ý nghĩa trong bối cảnh các nền kinh tế châu Á đang mở rộng FDI và gia tăng cam kết ESG, nơi độ lệch tín hiệu có thể ảnh hưởng đáng kể đến niềm tin và hành vi đầu tư quốc tế. Đây chính là vấn đề trọng tâm mà nghiên cứu này hướng tới, nhằm phân tích tác động của sự không đồng nhất ESG - SCR đến FDI tại 28 nền kinh tế châu Á giai đoạn 2000-2023.

Giả thuyết nghiên cứu

Từ cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm, giả thuyết nghiên cứu được đề xuất như sau:

Theo lý thuyết tín hiệu (Spence, 1978; Stiglitz, 1975), ESG và SCR là hai tín hiệu chủ yếu gửi đến nhà đầu tư quốc tế. Sự đồng bộ giữa hai tín hiệu này giúp củng cố niềm tin của cho nhà đầu tư, trong khi sự lệch pha tạo ra tín hiệu nhiễu và làm gia tăng bất định. Bằng chứng thực nghiệm của Christensen & cộng sự (2022) cũng cho thấy sự bất đồng giữa các chỉ số ESG có thể làm suy giảm niềm tin của nhà đầu tư quốc tế. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết:

H1: Sự không đồng nhất giữa ESG và SCR có tác động tiêu cực đến FDI tại các nền kinh tế châu Á.

Từ lý thuyết thể chế (North, 1990) và lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 2010), sự không đồng nhất ở từng trụ cột ESG có thể tạo ra tín hiệu nhiễu, phản ánh mức độ thiếu đồng bộ giữa tín nhiệm quốc gia và việc thực hành ESG. Những sai lệch này làm gia tăng rủi ro thông tin, chi phí giao dịch và giảm niềm tin của

Bảng 1. Mô tả dữ liệu

STT	Dữ liệu	Đơn vị đo lường	Nguồn
1	Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài	%/GDP	World Bank
2	Xếp hạng tín nhiệm quốc gia	Chuẩn hóa từ 0-20	Moody's
3	E: bao gồm (i) lượng phát thải CO ₂ bình quân đầu người, (ii) tỷ trọng năng lượng tái tạo trong tổng tiêu thụ năng lượng và (iii) tỷ lệ rừng trên diện tích đất	Chỉ số trung bình	World Bank
	S: bao gồm (i) tỷ lệ nhập học đại học, (ii) lực lượng lao động chất lượng cao và (iii) tuổi thọ trung bình	Chỉ số trung bình	World Bank
	G: bao gồm (i) chỉ số kiểm soát tham nhũng, (ii) hiệu quả quản trị nhà nước và (iii) chất lượng điều tiết	Chỉ số trung bình	World Bank
4	Độ mở thương mại	%/GDP	World Bank
5	Tín dụng trong nước	%/GDP	World Bank
6	Thu nhập bình quân đầu người	USD/người/năm	World Bank
7	Lạm phát	%	World Bank
8	Lãi suất thực	%	World Bank

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.
 nhà đầu tư nước ngoài. Do đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết:

H2: Sự không đồng nhất ở từng trụ cột ESG (E, S, G) và SCR có tác động tiêu cực đến FDI tại các nền kinh tế châu Á.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu bao gồm 28 nền kinh tế châu Á trong giai đoạn 2000-2023 (Bảng 1).

Các dữ liệu ESG tổng hợp thành ba chỉ số E, S, G và một chỉ số ESG tổng hợp với trọng số bằng nhau. Cách gán trọng số bằng nhau được lựa chọn dựa trên quan điểm phát triển bền vững cân bằng giữa ba trụ cột môi trường, xã hội và quản trị theo khung ESG của Liên Hợp Quốc và OECD. Nghiên cứu đã tiến hành kiểm định độ bền bằng chỉ số ESG_PCA, trong đó trọng số ba trụ cột được xác định bằng phân tích thành phần chính, cho thấy dấu và ý nghĩa thống kê nhất quán với mô hình cơ sở. Tất cả dữ liệu được xử lý và

chuẩn hóa (z-score) nhằm đảm bảo tính phù hợp trong đo lường biến số mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR (DISCREP = ESG-SCR) và ước lượng Bayes.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết, nghiên cứu xây dựng mô hình định lượng nhằm kiểm định tác động tuyến tính của sự không đồng nhất ESG-SCR đến dòng vốn FDI tại các nền kinh tế châu Á như sau:

Mô hình 1: Tác động tuyến tính tổng thể

$$FDI_{it} = \alpha + \beta_1 DISCREP_{it} + \gamma' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Mô hình 2: Tác động tuyến tính theo từng trụ cột

$$FDI_{it} = \alpha + \beta_1 DIS_E_{it} + \beta_2 DIS_S_{it} + \beta_3 DIS_G_{it} + \gamma' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

DISCREP: Mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR.

DIS_E, DIS_S, DIS_G: Mức độ không đồng nhất theo từng trụ cột (E, S, G) so với SCR, đo lường tương tự: DIS_K = K - SCR, với $K \in \{E, S, G\}$

i: quốc gia, t: năm;

X_{it} : vector các biến kiểm soát (OTR, CRE, INF, GPC, INTER);

μ_i : hiệu ứng quốc gia;

λ_t : hiệu ứng năm;

ε_{it} : sai số ngẫu nhiên.

Kỳ vọng dấu:

DISCREP: kỳ vọng âm (-);

DIS_E (-), DIS_S (-), DIS_G (-);

INTER (-); OTR/CRE/GPC (+); INF (-).

Việc đưa μ_i và λ_t sẽ giúp các hệ số β_i được nhận dạng chủ yếu từ biến thiên “trong quốc gia theo thời gian” của các biến chênh lệch, sau khi đã kiểm soát đặc trưng cố hữu quốc gia và cú sốc năm, điều này làm tăng độ tin cậy thực chứng của kết quả.

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, phương pháp Bayes được áp dụng với thiết lập normalprior(1), tức giả định phân phối chuẩn $N(0,1)$ cho toàn bộ các hệ số hồi quy. Thiết lập này mang tính “ridge”, giúp xử lý hiện tượng đa cộng tuyến và ổn định ước lượng trong dữ liệu bảng. Phương sai sai số σ^2 được gán tiên nghiệm Inverse-Gamma(0,01; 0,01), phản ánh một prior yếu thông tin. Quá trình ước lượng được thực hiện bằng mô phỏng MCMC sử dụng thuật toán Random-Walk Metropolis-Hastings, tổng cộng 208.000 vòng lặp, trong đó 8.000 vòng đầu tiên (3,85%) được loại bỏ làm *burn-in*, nằm trong phạm vi khuyến nghị 3-10% (Gelman & cộng sự, 1995). Sau giai đoạn *burn-in*, 200.000 vòng hậu nghiệm được giữ lại để phân tích, vượt ngưỡng 50.000 vòng thường được đề xuất trong các nghiên cứu Bayes, giúp đảm bảo sai số Monte Carlo thấp và kết quả ước lượng ổn định (Robert & Casella, 2010). Nghiên cứu đặt *thin* = 1, tức giữ lại toàn bộ các vòng sau *burn-in*, phù hợp khuyến nghị rằng *thinning* không cần thiết khi chuỗi đủ dài và đã hội tụ (Link & Eaton, 2012; MacEachern & Berliner, 2013). Thiết kế này vừa bảo đảm hiệu quả tính toán, vừa duy trì độ tin cậy thống kê cao cho các tham số hậu nghiệm.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Mô tả biến

(Xem Bảng 2)

Bảng 2. Mô tả biến

Biến		Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài		672	4,10	6,80	-37,17	55,07
Xếp hạng tín nhiệm quốc gia		672	11,72	4,54	0,00	20,50
Thu nhập bình quân đầu người		672	15.941,95	19.964,25	279,62	108.470,40
Độ mở thương mại		672	96,22	65,29	19,56	437,33
Lạm phát		672	6,05	14,04	-4,86	221,34
Tín dụng trong nước		672	63,30	41,02	3,53	286,56
Lãi suất thực		672	4,09	8,77	-20,50	47,90
G	Chỉ số kiểm soát tham nhũng	672	-0,13	0,84	-1,60	2,30
	Hiệu quả quản trị nhà nước	672	0,17	0,76	-1,58	2,47
	Chất lượng điều tiết	672	0,12	0,69	-1,18	2,31
E	Lượng phát thải CO ₂ bình quân đầu người	672	167,58	209,50	-82,96	1.712,76
	Tỷ trọng năng lượng tái tạo trong tổng tiêu thụ năng lượng	672	13,66	17,37	0,00	64,20
	Tỷ lệ rừng trên diện tích đất	672	22,84	22,91	0,00	68,49
S	Tỷ lệ nhập học đại học	672	43,91	24,88	2,39	103,28
	lực lượng lao động chất lượng cao	672	63,56	9,92	36,40	87,58
	Tuổi thọ trung bình	672	74,08	5,51	61,90	84,56

Nguồn: Kết quả từ Stata.

4.2. Kiểm định tính dừng

Kết quả từ Bảng 3 cho thấy toàn bộ các biến nghiên cứu trong mô hình đều đạt tính dừng. Mặc dù kiểm định Levin–Lin–Chu (LLC) giả định không có phụ thuộc chéo giữa các quốc gia, giả định này có thể bị vi phạm trong dữ liệu vĩ mô. Do đó, nghiên cứu đã kiểm tra thêm bằng Pesaran CD test và CIPS (thế hệ 2) để đánh giá độ bền, kết quả cho thấy kết luận về tính dừng không thay đổi, đảm bảo độ tin cậy của mô hình.

Bảng 3. Kết quả kiểm định tính dừng (LLC) cho các biến trong mô hình

Biến	Xu hướng	Giá trị-p	Kết luận
Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài	Không	0,0000	Dừng
Xếp hạng tín nhiệm quốc gia	Không	0,0000	Dừng
Thu nhập bình quân đầu người	Không	0,0000	Dừng
Độ mở thương mại	Không	0,0000	Dừng
Lạm phát	Không	0,0023	Dừng
Tín dụng trong nước	Không	0,0001	Dừng
Lãi suất thực	Không	0,0000	Dừng
Mức độ không đồng nhất ESG-SCR	Có	0,0004	Dừng
Mức độ không đồng nhất trụ cột E-SCR	Không	0,0333	Dừng
Mức độ không đồng nhất trụ cột S-SCR	Có	0,0095	Dừng
Mức độ không đồng nhất trụ cột G-SCR	Có	0,0151	Dừng

Nguồn: Kết quả từ Stata 17.

4.3. Kiểm định tính tương quan và đa cộng tuyến (VIF)

Chẩn đoán VIF khẳng định không tồn tại đa cộng tuyến đáng kể (Mean VIF = 1,38). Như vậy, bộ biến trong mô hình 1 đáp ứng đầy đủ điều kiện đưa vào ước lượng Bayes.

Kết quả Bảng 5 cho thấy các chỉ số VIF ở mức vừa phải do và Mean VIF = 2,75, song vẫn thấp hơn ngưỡng cảnh báo, các biến trong mô hình 2 đáp ứng điều kiện sử dụng trong ước lượng Bayes.

4.4. Kết quả ước lượng Bayes

Kết quả ước lượng Bayes từ mô hình 1 cho thấy mức độ không đồng nhất ESG-SCR có hệ số âm và có độ tin cậy hậu nghiệm cao. Phát hiện này phù hợp với giả thuyết H1, theo đó sự thiếu đồng bộ giữa tín hiệu

Bảng 4. Kết quả kiểm định tính tương quan và đa cộng tuyến mô hình 1

Biến	Giá trị-p	VIF
Thu nhập bình quân đầu người	0,3024	2,00
Tín dụng trong nước	0,8543	1,43
Lạm phát	0,8118	1,12
Độ mở thương mại	0,0000	1,14
Lãi suất thực	0,7022	1,04
Mức độ không đồng nhất ESG-SCR	0,7353	1,56
<i>Mean VIF = 1,38</i>		

Nguồn: Kết quả từ Stata 17.

Bảng 5. Kết quả kiểm định tính tương quan và đa cộng tuyến mô hình 2

Biến	Giá trị-p	VIF
Thu nhập bình quân đầu người	0,3024	5,55
Tín dụng trong nước	0,8543	1,59
Lạm phát	0,8118	1,17
Độ mở thương mại	0,0000	1,40
Lãi suất thực	0,7022	1,07
Mức độ không đồng nhất trụ cột E-SCR	0,0245	7,12
Mức độ không đồng nhất trụ cột S-SCR	0,9861	2,43
Mức độ không đồng nhất trụ cột G-SCR	0,0008	1,71
<i>Mean VIF = 2,75</i>		

Nguồn: Kết quả từ Stata 17.

Bảng 6. Kết quả ước lượng Bayes mô hình 1

Biến	Trung bình hậu nghiệm	Độ lệch chuẩn	Sai số MCSE	Khoảng tin cậy 95 %
Thu nhập bình quân đầu người	-0,2435	0,0391	0,0022	[-0,3219; -0,1668]
Tín dụng trong nước	-0,0949	0,0349	0,0019	[-0,1647; -0,0269]
Lạm phát	-0,0456	0,0294	0,0007	[-0,1030; 0,0119]
Độ mở thương mại	0,4201	0,0323	0,0013	[0,3585; 0,4854]
Lãi suất thực	-0,0625	0,0294	0,0011	[-0,1188; -0,0040]
Mức độ không đồng nhất ESG-SCR	-0,1646	0,0477	0,0023	[-0,2578; -0,0716]

Nguồn: Kết quả từ Stata 17.

phát triển bền vững và xếp hạng tín nhiệm quốc gia gây nhiễu thông tin, làm gia tăng bất định và khiến nhà đầu tư quốc tế thận trọng hơn. Đối với các biến kiểm soát, độ mở thương mại tác động dương mạnh mẽ và ổn định, cho thấy các nền kinh tế mở cửa hơn thường thu hút nhiều FDI hơn. Ngược lại, thu nhập bình quân đầu người và tín dụng trong nước đều mang dấu âm có ý nghĩa, phản ánh tác động hạn chế đến FDI, trong khi lãi suất thực cũng có tác động âm như kỳ vọng. Riêng lạm phát có hệ số âm nhỏ, nhưng chưa đủ chắc chắn về mặt thống kê.

Kết quả ước lượng Bayes cho mô hình 2 với các trụ cột ESG cho thấy sự khác biệt đáng chú ý giữa các thành phần trong ESG. Mức độ không đồng nhất trụ cột G-SCR có hệ số âm rất mạnh, cho thấy sự không đồng nhất giữa ESG và SCR ở khía cạnh quản trị làm suy giảm đáng kể khả năng thu hút FDI. Ngược lại, cả mức độ không đồng nhất ở trụ cột môi trường và xã hội lại mang hệ số dương có ý nghĩa thống kê, hàm ý rằng sự khác biệt ở hai khía cạnh này có thể mang tín hiệu tích cực đối với dòng vốn FDI, có khả năng phản ánh sự quan tâm ngày càng lớn của nhà đầu tư đến các yếu tố phát triển bền vững, phát hiện này ngược lại với giả thuyết H2 đã đưa ra.

4.5. Kiểm định độ tin cậy và độ phù hợp mô hình

Bảng 7. Kết quả ước lượng Bayes mô hình 2

Biến	Trung bình hậu nghiệm	Độ lệch chuẩn	Sai số MCSE	Khoảng tin cậy 95 %
Thu nhập bình quân đầu người	-0,1136	0,0248	0,0013	[-0,1600; -0,0632]
Tín dụng trong nước	-0,1169	0,0326	0,0019	[-0,1752; -0,0474]
Lạm phát	-0,0724	0,0208	0,0011	[-0,1133; -0,0320]
Độ mở thương mại	0,4253	0,0324	0,0020	[0,3633; 0,4834]
Lãi suất thực	-0,0455	0,0308	0,0016	[-0,1081; 0,0120]
Mức độ không đồng nhất trụ cột E-SCR	0,1371	0,0288	0,0016	[0,0814; 0,1898]
Mức độ không đồng nhất trụ cột S-SCR	0,1703	0,0642	0,0042	[0,0627; 0,2974]
Mức độ không đồng nhất trụ cột G-SCR	-0,4594	0,0481	0,0027	[-0,5527; -0,3682]

Nguồn: Kết quả từ Stata 17.

Bảng 8. Kết quả kiểm định kích thước mẫu hiệu quả ESS mô hình 1

Biến	ESS
Thu nhập bình quân đầu người	310,22
Tín dụng trong nước	354,71
Lạm phát	1947,78
Độ mở thương mại	609,19
Lãi suất thực	670,93
Mức độ không đồng nhất ESG-SCR	441,73

Nguồn: Kết quả từ Stata 17.

Bảng 9. Kết quả kiểm định kích thước mẫu hiệu quả ESS mô hình 2

Biến	ESS
Thu nhập bình quân đầu người	355,49
Tín dụng trong nước	287,07
Lạm phát	359,11
Độ mở thương mại	249,93
Lãi suất thực	359,25
Mức độ không đồng nhất trụ cột E-SCR	311,47
Mức độ không đồng nhất trụ cột S-SCR	228,76
Mức độ không đồng nhất trụ cột G-SCR	326,34

Nguồn: Kết quả từ Stata 17.

Kết quả cho thấy kích thước mẫu hiệu quả (ESS) của các tham số trong mô hình 1 và 2 dao động ở ngưỡng > 200 đủ đảm bảo cho việc suy luận thống kê. Để bổ sung cho kiểm định chỉ số ESS, nghiên cứu sử dụng thêm các biểu đồ chuẩn đoán hội tụ, kết quả cho thấy chuỗi MCMC của các tham số dao động ổn định quanh giá trị trung bình, không xuất hiện xu hướng trôi dạt. Biểu đồ mật độ hậu nghiệm cho thấy phân phối đơn đỉnh và mượt, phản ánh tính ổn định của ước lượng. Các đồ thị tự tương quan cho thấy mức độ phụ thuộc giữa các mẫu giảm nhanh và dao động quanh 0 sau một số độ trễ nhỏ, phản ánh chuỗi MCMC đã hội tụ.

4.6. Thảo luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy sự không đồng nhất giữa ESG và SCR có tác động tiêu cực đến FDI, trong đó khác biệt về quản trị thể hiện ảnh hưởng rõ rệt nhất. Phát hiện này củng cố giả thuyết rằng khi các tín hiệu phát triển bền vững và xếp hạng tín nhiệm không đồng bộ, nhà đầu tư quốc tế có xu hướng thận trọng hơn, qua đó làm giảm dòng vốn FDI vào các nền kinh tế châu Á. Ngược lại, sự chênh lệch ở các trụ cột môi trường và xã hội lại cho thấy những tín hiệu tích cực, phản ánh khả năng các quốc gia trong khu vực đang tận dụng ưu tiên xanh – xã hội như một cơ hội nâng cấp và thu hút đầu tư. So sánh với các nghiên cứu trước, phát hiện này nhất quán với bằng chứng về vai trò then chốt của SCR trong thu hút FDI (Busse & Hefeker, 2007; Bénassy-Quéré & cộng sự, 2007; Walch & Wörz, 2012) và đồng thời phù hợp với xu hướng gần đây cho thấy sự thiếu nhất quán trong ESG làm suy giảm niềm tin của nhà đầu tư (Christensen & cộng sự, 2022;

Semet & cộng sự, 2021). Điểm khác biệt đáng chú ý là kết quả tích cực ở hai trụ cột E và S, phản ánh động lực chuyển đổi xanh – xã hội đang nổi lên ở khu vực. Một kết quả đáng chú ý là các hệ số của thu nhập bình quân đầu người và tín dụng trong nước mang dấu âm, ngược với kỳ vọng thông thường trong khung lý thuyết vĩ mô. Tuy nhiên, điều này có thể được lý giải bởi đặc điểm FDI định hướng chi phí ở châu Á, khi các quốc gia có thu nhập cao hơn dần mất lợi thế về chi phí lao động, khiến dòng vốn dịch chuyển sang nước có thu nhập bình quân thấp hơn. Đồng thời, mở rộng tín dụng nội địa nhanh có thể gây hiệu ứng lấn át tài chính hoặc làm gia tăng rủi ro hệ thống, ảnh hưởng tiêu cực đến môi trường đầu tư. Các cơ chế lý giải có thể được nhìn nhận qua ba kênh: (i) tín hiệu, khi sự lệch pha tạo ra nhiễu thông tin và gia tăng bất định; (ii) thể chế, khi bất nhất trong quản trị làm gia tăng chi phí giao dịch và rủi ro hợp đồng; và (iii) chuyển dịch cơ cấu, khi khác biệt về E và S được diễn giải như cơ hội đầu tư mới trong tiến trình nâng cấp phát triển. Như vậy, bằng chứng từ nghiên cứu này khẳng định vai trò của sự đồng bộ ESG-SCR trong việc duy trì niềm tin của nhà đầu tư, đồng thời làm rõ những nét đặc thù của châu Á, nơi yếu tố quản trị vẫn là rào cản lớn trong khi các trụ cột môi trường và xã hội đang dần trở thành động lực thu hút FDI.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động của sự không đồng nhất giữa ESG và SCR đến dòng vốn FDI tại 28 nền kinh tế châu Á giai đoạn 2000-2023. Kết quả ước lượng Bayes cho thấy mức độ không đồng nhất ESG-SCR có hệ số âm và có độ tin cậy hậu nghiệm cao, khẳng định rằng sự lệch pha giữa tín hiệu phát triển bền vững và tín dụng quốc gia làm giảm khả năng thu hút FDI. Trong các trụ cột, khác biệt về quản trị thể hiện tác động tiêu cực mạnh mẽ và ổn định nhất, trong khi các trụ cột môi trường và xã hội đôi khi lại mang tín hiệu tích cực, phản ánh đặc thù chuyển đổi xanh – xã hội ở châu Á. Bên cạnh đó, độ mở thương mại được xác nhận là động lực thúc đẩy FDI, trong khi một số yếu tố vĩ mô khác như tín dụng trong nước, thu nhập bình quân đầu người và lãi suất thực có tác động ngược chiều đến FDI.

5.2. Hàm ý chính sách

Kết quả nghiên cứu nhấn mạnh rằng sự đồng bộ giữa ESG và SCR là điều kiện then chốt để nâng cao khả năng thu hút FDI tại châu Á. Vì vậy, các chính phủ cần triển khai các giải pháp chính sách theo ba hướng chủ đạo:

Thứ nhất, cần tăng cường cải thiện trụ cột quản trị – yếu tố được phát hiện có tác động tiêu cực rõ rệt nhất khi xuất hiện lệch pha với SCR. Điều này đòi hỏi các quốc gia phải đẩy mạnh cải cách thể chế, nâng cao tính minh bạch và trách nhiệm giải trình, cũng như củng cố khung pháp lý bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư. Việc cải thiện chất lượng điều tiết, hiệu quả quản trị công và kiểm soát tham nhũng không chỉ giúp nâng xếp hạng ESG ở trụ cột G mà còn trực tiếp cải thiện xếp hạng tín nhiệm quốc gia, qua đó tạo sự đồng bộ và củng cố niềm tin của nhà đầu tư quốc tế.

Thứ hai, đối với các trụ cột môi trường và xã hội, các quốc gia nên coi sự không đồng nhất với SCR như cơ hội chính sách. Việc thúc đẩy các chương trình chuyển dịch năng lượng xanh, giảm phát thải CO₂, bảo vệ rừng, hay nâng cao chất lượng giáo dục, y tế và nguồn nhân lực, sẽ giúp biến các tín hiệu E và S thành lợi thế thu hút dòng vốn xanh, bền vững và có trách nhiệm. Đồng thời, cần đẩy mạnh chuẩn hóa và minh bạch hóa dữ liệu ESG theo chuẩn mực quốc tế, để nhà đầu tư có thể đánh giá chính xác tiềm năng và rủi ro, thay vì bị tác động bởi sự không rõ ràng hay thiếu nhất quán trong báo cáo.

Thứ ba, cần kết hợp chính sách tín hiệu với nền tảng kinh tế vĩ mô ổn định và hội nhập thương mại sâu rộng. Kết quả thực nghiệm cho thấy độ mở thương mại có tác động tích cực mạnh mẽ đến FDI, do đó các quốc gia cần duy trì chính sách mở cửa, tham gia tích cực vào các hiệp định thương mại tự do, đồng thời cải thiện cơ sở hạ tầng thương mại và logistics. Bên cạnh đó, chính sách tín dụng và tăng trưởng cũng cần được điều chỉnh hợp lý: thay vì mở rộng tín dụng quá mức hay gia tăng thu nhập ngắn hạn, cần ưu tiên nâng cao

chất lượng tăng trưởng và hiệu quả phân bổ vốn để không làm giảm hấp dẫn đầu tư dài hạn.

5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu chỉ mới tập trung vào tác động tuyến tính, chưa kiểm định phi tuyến hay bất đối xứng vốn có thể hiện diện trong quan hệ ESG–SCR và FDI, mặt khác, bối cảnh châu Á đa dạng về thể chế và mức độ phát triển có thể ảnh hưởng đến tính khái quát của kết quả. Do đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng sang hướng kiểm định phi tuyến và bất đối xứng, từ đó có thể mang lại bức tranh toàn diện về vai trò của sự đồng nhất ESG–SCR đối với FDI.

Lời thừa nhận/cảm ơn: Nghiên cứu này nhận được sự hỗ trợ từ Trường Đại học Tài chính - Marketing. Các tác giả trân trọng ghi nhận sự hỗ trợ tài chính và các nguồn lực nghiên cứu mà nhà trường đã cung cấp cho nghiên cứu này.

Tài liệu tham khảo

- Arogundade, T.F., Biyase, M. & Eita, J.H. (2022). *Do sovereign credit ratings matter for foreign direct investment? Evidence from Sub-Saharan African countries* (MPRA Paper, No. 115404). University Library of Munich, Germany.
- Bénassy-Quéré, A., Coupet, M. & Mayer, T. (2007). Institutional determinants of foreign direct investment. *The World Economy*, 30(5), 764-782.
- Berg, F., Koelbel, J.F. & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344.
- Busse, M. & Hefeker, C. (2007). Political risk, institutions and foreign direct investment. *European Journal of Political Economy*, 23(2), 397-415.
- Cai, K., Gan, C. & Kim, J.H. (2018). Sovereign credit ratings and foreign direct investment. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 55, 50-64.
- Capelle-Blancard, G. & Petit, A. (2019). Every little helps? ESG news and stock market reaction. *Journal of business ethics*, 157(2), 543-565.
- Christensen, D.M., Serafeim, G. & Sikochi, A. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *Review of Accounting Studies*, 27(3), 559-618.
- Freeman, R.E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
- Gelman, A., Carlin, J.B., Stern, H.S. & Rubin, D.B. (1995). *Bayesian data analysis*. Chapman and Hall/CRC.
- Gibson Brandon, R., Krueger, P. & Schmidt, P.S. (2021). ESG rating disagreement and stock returns. *Financial analysts journal*, 77(4), 104-127.
- Ioannou, I. & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053-1081.
- Khan, M., Serafeim, G. & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724.
- Link, W.A. & Eaton, M.J. (2012). On thinning of chains in MCMC. *Methods in Ecology and Evolution*, 3(1), 112-115.
- MacEachern, S.N. & Berliner, L.M. (2013). Subsampling the Gibbs sampler. *The American Statistician*, 67(4), 226-234.
- Meyer, D.F. & Mothibi, L. (2021). The effect of risk rating agencies decisions on economic growth and investment in a developing country: The case of South Africa. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(7), 288.
- Nguyễn Vũ Thân (2025). Tác động của xếp hạng tín nhiệm quốc gia đến thu hút vốn FDI: nghiên cứu trường hợp các

nước khu vực châu Á. *Tạp chí Kinh tế & Phát triển*, 334(2), 2-11.

North, D.C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press.

Robert, C.P. & Casella, G. (2010). *Introducing Monte Carlo methods with R*. Springer.

Semet, R., Roncalli, T. & Stagnol, L. (2021). ESG and sovereign risk: What is priced in by the bond market and credit rating agencies?. *SSRN Electronic Journal*. <https://ssrn.com/abstract=3940945>

Spence, M. (1978). Job market signaling. In Young, A.R. (Ed.), *Uncertainty in economics* (pp. 281-306). Academic Press.

Stiglitz, J.E. (1975). The theory of “screening” education, and the distribution of income. *The American Economic Review*, 65(3), 283-300.

Walch, N. & Wörz, J. (2012). The Impact of Country Risk Ratings and of the Status of EU Integration on FDI inflows in CESEE Countries. *Focus on European Economic Integration*, 3(8), 26.

*** Tác giả liên hệ: Nguyễn Vũ Thân. Email: nguyenth@ufm.edu.vn**