
ESG VÀ KHẢ NĂNG CHỐNG CHỊU TÀI CHÍNH: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA VĂN HÓA DOANH NGHIỆP TRONG THỜI KỲ BIẾN ĐỘNG KINH TẾ

Nguyễn Bằng Phi*

Đại học Tài chính – Marketing

Email: nguyenphi@ufm.edu.vn

Trương Văn Nam

Đại học Tài chính – Marketing

Email: truongnam@ufm.edu.vn

Mã bài báo: JED-2788

Ngày nhận: 24/12/2025

Ngày nhận bản sửa: 03/02/2026

Ngày duyệt đăng: 04/02/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.2788

Tóm tắt:

Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu liên tục đối mặt với các cú sốc như khủng hoảng tài chính, đại dịch và biến động địa chính trị, khả năng chống chịu tài chính trở thành yếu tố quyết định sự ổn định và phát triển bền vững của doanh nghiệp. Nghiên cứu này phân tích tác động của hoạt động môi trường – xã hội – quản trị (ESG) đối với khả năng chống chịu tài chính, đồng thời đánh giá vai trò điều tiết của văn hóa doanh nghiệp trong mối quan hệ này. Sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng với biến tương tác giữa ESG và văn hóa doanh nghiệp, nghiên cứu cho thấy ESG có ảnh hưởng tích cực đến khả năng chống chịu tài chính và hiệu ứng này được tăng cường đáng kể khi doanh nghiệp sở hữu nền văn hóa mạnh. Bên cạnh đó, tác động kết hợp giữa ESG và văn hóa doanh nghiệp trở nên rõ rệt hơn trong các giai đoạn khủng hoảng kinh tế so với thời kỳ bình thường. Kết quả nghiên cứu góp phần làm rõ cơ chế nội tại giúp doanh nghiệp chuyển hóa các hoạt động ESG thành năng lực chống chịu tài chính, đồng thời nhấn mạnh tầm quan trọng của văn hóa doanh nghiệp như một nhân tố hỗ trợ quan trọng trong chiến lược phát triển bền vững.

Từ khóa: Văn hóa doanh nghiệp, ESG, khả năng chống chịu tài chính.

Mã JEL: M14, G32, Q56.

ESG and financial resilience: The moderating role of corporate culture in the economic turbulence

Abstract:

In an era when the global economy is continually exposed to shocks such as financial crises, pandemics, and geopolitical disruptions, financial resilience has become a decisive factor in organizational stability and sustainable development. This research investigates the impact of Environmental–Social–Governance (ESG) practices on corporate financial resilience and examines the moderating role of corporate culture in this relationship. By using a panel data regression model with an interaction term between ESG and corporate culture, the results reveal that ESG positively influences financial resilience, and this effect is significantly strengthened when firms possess a strong organizational culture. Furthermore, the combined effect of ESG and corporate culture becomes more pronounced during periods of economic crisis than in normal conditions. The study contributes to the understanding of the internal mechanisms through which ESG practices are transformed into financial resilience and highlights the importance of corporate culture as a complementary factor in sustainable development strategies.

Keywords: Corporate culture, ESG, financial resilience.

JEL Codes: M14, G32, Q56.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu liên tục chịu tác động từ các cú sốc như khủng hoảng tài chính, đại dịch và bất ổn địa chính trị, khả năng chống chịu tài chính của doanh nghiệp trở thành điều kiện then chốt để duy trì hoạt động và hạn chế rủi ro đổ vỡ. Đại dịch COVID-19 đặc biệt làm nổi bật sự khác biệt trong mức độ thích ứng giữa các doanh nghiệp, thể hiện qua khả năng duy trì hiệu quả tài chính, ổn định dòng tiền và phục hồi sau khủng hoảng. Trong bối cảnh đó, ESG, bao gồm các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị, được xem là một cơ chế quản trị rủi ro chiến lược, giúp doanh nghiệp củng cố quan hệ với các bên liên quan, giảm thiểu rủi ro pháp lý và vận hành, đồng thời nâng cao uy tín thị trường. Nhiều nghiên cứu cho thấy doanh nghiệp có mức thực hiện ESG cao thường đạt độ ổn định tài chính tốt hơn và ít chịu tổn thất hơn trong các giai đoạn thị trường căng thẳng (Albuquerque & cộng sự, 2020; Wang, Jiao & Ma, 2024; Zhang, 2025).

Song song với ESG, văn hóa doanh nghiệp được xem là một tài sản vô hình quan trọng định hình cách doanh nghiệp phản ứng trước các bất định. Nền văn hóa mạnh, thể hiện qua các giá trị như liêm chính, hợp tác, đổi mới và định hướng dài hạn, giúp duy trì gắn kết nội bộ, nâng cao năng lực học hỏi và cải thiện hiệu quả quản trị, qua đó hỗ trợ doanh nghiệp thích ứng tốt hơn trong khủng hoảng. Bằng chứng thực nghiệm trong giai đoạn COVID-19 cho thấy các doanh nghiệp có văn hóa mạnh duy trì hoạt động ổn định hơn và phục hồi tốt hơn so với các doanh nghiệp có nền tảng văn hóa yếu (Li & cộng sự, 2021).

Mặc dù ESG và văn hóa doanh nghiệp đều được chứng minh có vai trò quan trọng đối với hiệu quả và khả năng chống chịu, mối quan hệ tương tác giữa hai yếu tố này vẫn chưa được nghiên cứu đầy đủ. Phần lớn các nghiên cứu hiện tại chủ yếu xem xét tác động riêng lẻ của ESG hoặc văn hóa doanh nghiệp, trong khi rất ít nghiên cứu tiếp cận văn hóa doanh nghiệp như một yếu tố điều tiết có khả năng khuếch đại hoặc làm suy yếu tác động của ESG lên khả năng chống chịu tài chính. Khoảng trống này đặc biệt đáng chú ý trong bối cảnh hiệu quả thực tế của ESG khác biệt đáng kể giữa các doanh nghiệp, có thể xuất phát từ sự khác nhau trong nền tảng văn hóa tổ chức. Trên cơ sở đó, nghiên cứu này nhằm đánh giá tác động của ESG đến khả năng chống chịu tài chính của doanh nghiệp, đồng thời làm rõ vai trò điều tiết của văn hóa doanh nghiệp, với kỳ vọng rằng ESG có ảnh hưởng tích cực và tác động này được tăng cường trong các doanh nghiệp có nền tảng văn hóa mạnh, đặc biệt trong giai đoạn khủng hoảng.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

Mối quan hệ giữa ESG và khả năng chống chịu tài chính có thể được giải thích dựa trên nhiều nền tảng lý thuyết khác nhau. Theo lý thuyết các bên liên quan, doanh nghiệp thực hiện tốt các cam kết ESG thường duy trì quan hệ tốt hơn với khách hàng, nhà cung cấp, nhân viên và cộng đồng, từ đó củng cố sự hỗ trợ của các nhóm này trong thời kỳ khủng hoảng, giúp doanh nghiệp giảm rủi ro và nâng cao tính ổn định. Lý thuyết dựa trên nguồn lực cũng cho rằng các năng lực liên quan đến ESG – như quản trị minh bạch, giảm thiểu rủi ro môi trường và sự gắn kết xã hội – tạo ra lợi thế cạnh tranh khó sao chép, giúp doanh nghiệp chống chịu tốt hơn trước biến động. Bên cạnh đó, từ góc độ lý thuyết tín hiệu, điểm ESG cao phản ánh năng lực quản trị và trách nhiệm xã hội, qua đó gửi tín hiệu tích cực đến nhà đầu tư, giúp doanh nghiệp giảm chi phí vốn và duy trì niềm tin thị trường khi đối mặt với cú sốc. Những lập luận lý thuyết này được củng cố bằng kết quả từ nhiều nghiên cứu thực nghiệm trong thập kỷ gần đây. Nghiên cứu của Albuquerque & cộng sự (2020) cho thấy các công ty có điểm môi trường và xã hội cao duy trì lợi nhuận ổn định và ít bị ảnh hưởng tiêu cực hơn trong giai đoạn thị trường sụt giảm do COVID-19. Tương tự, Wang & cộng sự (2023) chỉ ra rằng hiệu quả ESG làm giảm rủi ro kiệt quệ tài chính thông qua cải thiện hiệu quả phân bổ vốn. Zhang (2025) cũng cho thấy ESG giúp tăng tốc độ phục hồi nhờ giảm biến động thu nhập và tăng cường chất lượng thông tin doanh nghiệp. Hoàng Vũ Hiệp (2025) chỉ ra rằng doanh nghiệp có mức tăng một độ lệch chuẩn ESG đạt mức tăng 5,3% giá trị doanh nghiệp, và hiệu quả này mạnh hơn dưới môi trường thể chế tốt và tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao. Ngoài các bằng chứng từ thị trường mới nổi, nhiều nghiên cứu khác tại châu Âu và Bắc Mỹ cũng ghi nhận tác động tích cực của ESG đối với khả năng chống chịu trong khủng hoảng, đặc biệt thông qua việc giảm rủi ro hoạt động và tăng mức độ tin cậy của nhà đầu tư (Broadstock & cộng sự, 2021; Engelhardt, Ekkenga & Posch, 2021). Sự hội tụ của những bằng chứng này tạo cơ sở cho giả thuyết rằng doanh nghiệp có hiệu quả ESG cao sẽ duy trì khả năng chống chịu tốt hơn trong bối cảnh biến động kinh tế.

Giả thuyết H1: Hiệu quả ESG có tác động dương đến khả năng chống chịu tài chính của doanh nghiệp.

Trong khi ESG mang lại những lợi ích bên ngoài thông qua mối quan hệ với các bên liên quan, văn hóa doanh nghiệp lại tạo nên nền tảng nội tại giúp doanh nghiệp đối mặt và phục hồi sau cú sốc. Văn hóa doanh nghiệp, hiểu như hệ thống giá trị và chuẩn mực được chia sẻ trong tổ chức, định hình cách nhân viên nhận thức, phản ứng và phối hợp khi thay đổi xảy ra. Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng doanh nghiệp có văn hóa mạnh duy trì được mức độ tin cậy nội bộ cao hơn, gắn kết nhân viên tốt hơn và có khả năng học hỏi, đổi mới nhanh hơn khi môi trường thay đổi (Linnenluecke, 2017). Trong giai đoạn COVID-19, các doanh nghiệp có văn hóa linh hoạt và trách nhiệm xã hội thể hiện khả năng ứng phó vượt trội, duy trì hiệu suất hoạt động tốt hơn và phục hồi nhanh hơn, như được chứng minh trong nghiên cứu của Li & cộng sự (2021). Ngoài ra, bằng chứng từ các thị trường phát triển cũng cho thấy văn hóa định hướng dài hạn và văn hóa liêm chính giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro hành vi, cải thiện chất lượng quyết định và tăng khả năng thích ứng khi đối mặt với xung đột hoặc đứt gãy chuỗi cung ứng (Graham & cộng sự, 2022; Guiso, Sapienza & Zingales, 2015). Tập hợp các bằng chứng này cho thấy văn hóa không chỉ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động mà còn là trụ cột của năng lực chống chịu doanh nghiệp.

Giả thuyết H2: Văn hóa doanh nghiệp mạnh có tác động dương đến khả năng chống chịu tài chính của doanh nghiệp.

Về mặt lý thuyết, văn hóa doanh nghiệp mạnh được xem là nền tảng giúp ESG không chỉ dừng lại ở mức độ hình thức mà được triển khai một cách thực chất. Trong các doanh nghiệp có văn hóa hướng đến liêm chính, đổi mới và hợp tác, các sáng kiến ESG dễ được nội tại hóa vào chiến lược và hành vi của toàn bộ tổ chức, thay vì chỉ là công cụ tuân thủ hoặc truyền thông. Điều này phù hợp với bằng chứng cho thấy văn hóa liêm chính làm tăng đáng kể hiệu quả ESG thông qua việc giảm phục vụ lợi ích cá nhân và tăng động lực đổi mới xanh (Bao & cộng sự, 2023). Nghiên cứu tại Trung Quốc của Bai, Shang & Huang (2024) cũng cho thấy doanh nghiệp có văn hóa đổi mới cao triển khai ESG một cách hiệu quả hơn, từ đó đạt kết quả tốt hơn về quản trị rủi ro và ổn định tài chính. Thậm chí, một số nghiên cứu còn lập luận rằng sự khác biệt về hiệu quả thực chất của ESG giữa các doanh nghiệp – nơi có doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ ESG và doanh nghiệp gần như không hưởng lợi – có thể bắt nguồn từ sự khác biệt văn hóa bên trong tổ chức (Cheema-Fox & cộng sự, 2021). Do đó, văn hóa doanh nghiệp không chỉ tác động trực tiếp đến khả năng chống chịu mà còn đóng vai trò điều tiết quan trọng, khuếch đại tác động tích cực của ESG đến khả năng chống chịu. Khi văn hóa hỗ trợ mạnh mẽ, các nguyên tắc ESG được thực thi đồng bộ, giúp doanh nghiệp tăng mức độ thích ứng và duy trì ổn định trong khủng hoảng. Ngược lại, trong doanh nghiệp có văn hóa yếu, ESG có thể bị xem như một gánh nặng chi phí, làm suy giảm hiệu quả của các sáng kiến bền vững.

Giả thuyết H3: Văn hóa doanh nghiệp điều tiết tích cực mối quan hệ giữa ESG và khả năng chống chịu tài chính; tác động của ESG trở nên mạnh hơn trong các doanh nghiệp có văn hóa mạnh.

3. Mô hình, phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm định các giả thuyết đã đề xuất ở phần trước, nghiên cứu xây dựng mô hình hồi quy dữ liệu bảng nhằm đánh giá tác động của ESG đến khả năng chống chịu tài chính của doanh nghiệp, đồng thời xem xét vai trò điều tiết của văn hóa doanh nghiệp trong mối quan hệ này. Mô hình nghiên cứu được thiết kế dựa trên các lập luận lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm cho thấy ESG và văn hóa doanh nghiệp có thể tương tác với nhau trong việc hình thành và củng cố năng lực chống chịu của doanh nghiệp trước các cú sốc kinh tế (Albuquerque & cộng sự, 2020; Bao & cộng sự, 2023; Li & cộng sự, 2021).

Trong mô hình, khả năng chống chịu tài chính (RESILIENCE) được sử dụng làm biến phụ thuộc và phản ánh mức độ ổn định tài chính cũng như khả năng duy trì hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trước các biến động kinh tế. Biến này được tiếp cận theo hướng nhấn mạnh tính ổn định và bền vững tài chính theo thời gian, thay vì chỉ dựa trên mức độ hiệu quả tài chính tại một thời điểm.

ESG là biến độc lập chính, phản ánh mức độ thực hiện các cam kết về môi trường, xã hội và quản trị của doanh nghiệp thông qua điểm ESG tổng hợp. Điểm ESG được xem như đại diện cho chất lượng quản trị bền

vững và mức độ trách nhiệm của doanh nghiệp đối với các bên liên quan.

Văn hóa doanh nghiệp (CULTURE) đóng vai trò là biến điều tiết trong mô hình. Biến này phản ánh mức độ hiện diện và nhấn mạnh của các giá trị văn hóa cốt lõi trong doanh nghiệp, như liêm chính, trách nhiệm, hợp tác và định hướng dài hạn. Trong bối cảnh nghiên cứu, văn hóa doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ ảnh hưởng đến cách thức ESG được triển khai và nội tại hóa trong tổ chức, từ đó khuếch đại hoặc làm suy yếu tác động của ESG lên khả năng chống chịu tài chính.

Để kiểm định vai trò điều tiết của văn hóa doanh nghiệp, mô hình đưa vào biến tương tác giữa ESG và CULTURE, cho phép đánh giá liệu tác động của ESG đến khả năng chống chịu tài chính có trở nên mạnh hơn trong các doanh nghiệp sở hữu nền văn hóa mạnh hay không. Cách tiếp cận này phù hợp với hướng nghiên cứu hiện đại trong lĩnh vực quản trị bền vững, nhấn mạnh rằng ESG chỉ phát huy hiệu quả tối đa khi được hỗ trợ bởi một nền văn hóa tổ chức phù hợp (Bai, Shang & Huang, 2024).

Theo đó, mô hình hồi quy dữ liệu bảng được biểu diễn dưới dạng:

$$RESILIENCE_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 CULTURE_{it} + \beta_3 (ESG_{it} \times CULTURE_{it}) + \gamma X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{it}$$

Trong đó:

RESILIENCE_{it}: là chỉ số chống chịu tài chính; ESG_{it}: là điểm ESG tổng hợp; CULTURE_{it}: là chỉ số văn hóa doanh nghiệp; X_{it}: là tập hợp các biến kiểm soát phản ánh đặc điểm tài chính và đặc thù doanh nghiệp; μ_i : hiệu ứng cố định doanh nghiệp; λ_t : hiệu ứng thời gian giúp mô hình loại bỏ được các yếu tố không quan sát nhưng bất biến của doanh nghiệp, đảm bảo kết quả ước lượng phản ánh tác động thực sự của ESG và văn hóa doanh nghiệp theo thời gian.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu được ước lượng bằng hồi quy tác động cố định (Fixed Effects Model - FEM) nhằm loại bỏ các đặc điểm bất biến theo thời gian của từng doanh nghiệp, chẳng hạn như cấu trúc quản trị đặc thù, phong cách lãnh đạo, mức độ chấp nhận rủi ro hoặc các yếu tố nội tại khó quan sát nhưng có thể ảnh hưởng đồng thời tới ESG, văn hóa và khả năng chống chịu tài chính. Việc sử dụng FEM giúp đảm bảo rằng các hệ số thu được phản ánh sự biến động trong từng doanh nghiệp theo thời gian, thay vì sự khác biệt giữa các doanh nghiệp – cách tiếp cận phù hợp với bản chất của ESG và văn hóa doanh nghiệp, vốn thay đổi chậm nhưng có xu hướng tích lũy (Cheema-Fox & cộng sự, 2021).

Kết quả FEM được ước lượng trên dữ liệu bảng của 600 doanh nghiệp trong giai đoạn 2019-2024, với hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và theo năm, cho phép kiểm soát đồng thời dị biệt đặc thù doanh nghiệp và các cú sốc vĩ mô theo thời gian. Đây cũng là lý do mô hình đưa vào biến giả năm (year fixed effects) để loại trừ tác động từ các yếu tố vĩ mô như đại dịch, lạm phát hoặc biến động thị trường. Trước khi tiến hành ước lượng mô hình, dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các nguồn thứ cấp chính thức và được làm sạch nhằm loại bỏ các quan sát thiếu thông tin trọng yếu. Các biến tài chính được xử lý bằng phương pháp winsorize ở các ngưỡng phù hợp nhằm hạn chế ảnh hưởng của các giá trị ngoại lai, qua đó bảo đảm tính ổn định và độ tin cậy của các ước lượng hồi quy.

Để kiểm tra tính vững của kết quả, nghiên cứu thực hiện ước lượng thay thế bằng GLS (Generalized Least Squares) nhằm xử lý khả năng tồn tại phương sai sai số thay đổi hoặc tự tương quan, vốn phổ biến trong dữ liệu bảng dài hạn. Bên cạnh đó, System-GMM (Arellano–Bover/Blundell–Bond) được sử dụng để kiểm soát rủi ro nội sinh, đặc biệt là khả năng xảy ra quan hệ hai chiều như: doanh nghiệp chống chịu tốt có thể nâng cao ESG hoặc đầu tư nhiều hơn vào văn hóa tổ chức. Phương pháp System-GMM cho phép sử dụng các biến trễ làm công cụ (instruments), qua đó đảm bảo tính nhất quán của ước lượng ngay cả khi biến giải thích bị nội sinh. Việc kết hợp FEM, GLS và System-GMM cho phép đánh giá mức độ nhất quán của kết quả dưới các giả định ước lượng khác nhau, từ đó nâng cao độ tin cậy của các kết luận về mối quan hệ giữa ESG, văn hóa doanh nghiệp và khả năng chống chịu tài chính.

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được xây dựng từ bộ mẫu gồm 600 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam với 3.600 quan sát trong giai đoạn 2019-2024, cho phép phân tích sự thay đổi theo thời

gian của ESG, văn hóa doanh nghiệp và khả năng chống chịu tài chính trong bối cảnh một thị trường mới nổi. Việc lựa chọn các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam phản ánh môi trường thể chế và mức độ phát triển ESG còn đang hoàn thiện, qua đó làm rõ khoảng trống nghiên cứu về hiệu quả thực chất của ESG tại các nền kinh tế đang chuyển đổi.

Giai đoạn nghiên cứu 2019-2024 được lựa chọn nhằm bao quát ba trạng thái kinh tế gồm trước khủng hoảng, trong khủng hoảng và giai đoạn phục hồi. Trong đó, các năm 2020-2021 được xác định là giai đoạn khủng hoảng do tác động của đại dịch COVID-19, một cú sốc ngoại sinh mang tính toàn cầu, trong khi các năm 2019 và 2022-2024 được xem là giai đoạn bình thường hoặc phục hồi, tạo cơ sở thực nghiệm để so sánh vai trò của ESG và tác động điều tiết của văn hóa doanh nghiệp trong các điều kiện kinh tế khác nhau.

Dữ liệu ESG được thu thập từ cơ sở dữ liệu đánh giá ESG theo chuẩn quốc tế, bao gồm ba trụ cột môi trường, xã hội và quản trị, bảo đảm tính nhất quán và khả so sánh trong toàn bộ giai đoạn nghiên cứu. Văn hóa doanh nghiệp được đo lường thông qua phân tích văn bản báo cáo thường niên và báo cáo phát triển bền vững, nhằm trích xuất mức độ nhấn mạnh các giá trị văn hóa cốt lõi như liêm chính, trách nhiệm và định hướng dài hạn (Bao & cộng sự, 2023; Wang & cộng sự, 2023). Các chỉ tiêu tài chính được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán và được sử dụng để xây dựng biến khả năng chống chịu tài chính cùng các biến kiểm soát theo thông lệ trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp (Graham & cộng sự, 2022).

Bộ dữ liệu bảng không cân bằng phát sinh chủ yếu do thiếu thông tin ESG hoặc dữ liệu văn hóa doanh nghiệp ở một số năm và được xử lý theo thông lệ trong nghiên cứu thực nghiệm tài chính. Sự kết hợp các nguồn dữ liệu này cho phép phân tích toàn diện cơ chế tác động của ESG và văn hóa doanh nghiệp đến khả năng chống chịu tài chính của doanh nghiệp Việt Nam trong bối cảnh kinh tế biến động.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả thống kê mô tả

Trước khi tiến hành phân tích hồi quy, nghiên cứu xem xét thống kê mô tả nhằm đánh giá đặc điểm của bộ dữ liệu và kiểm tra sự phân tán giữa các biến. Bảng 1 cho thấy các biến dùng trong mô hình có giá trị trung bình hợp lý, phản ánh tính đa dạng của mẫu doanh nghiệp. Điểm ESG có độ lệch chuẩn tương đối cao, cho thấy sự khác biệt đáng kể về mức độ thực hiện ESG giữa các doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu. Văn hóa doanh nghiệp được đo lường qua phân tích văn bản cũng cho thấy sự phân tán rộng, hàm ý rằng mức độ nhấn mạnh vào giá trị văn hóa khác nhau rõ rệt giữa các doanh nghiệp. Chỉ số khả năng chống chịu tài chính thể hiện sự biến động tương đối lớn, phản ánh sự khác biệt trong khả năng duy trì hoạt động và ổn định tài chính khi đối mặt với biến động kinh tế.

Các biến điều cho thấy phân phối phù hợp để tiến hành phân tích hồi quy. Không quan sát thấy vấn đề bất thường hoặc sai lệch dữ liệu.

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến quan sát	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
RESILIENCE	3.600	0,254	0,137	-0,132	0,693
ESG	3.600	48,21	15,94	7	89
CULTURE	3.600	0,412	0,189	0,01	0,879
SIZE (log Tổng tài sản)	3.600	14,82	1,41	11,05	18,27
LEVERAGE	3.600	0,461	0,201	0,023	0,895
ROA	3.600	0,067	0,052	-0,198	0,219
GROWTH	3.600	0,112	0,189	-0,493	0,812

Nguồn: Tính toán của tác giả.

4.2. Phân tích tương quan và kiểm định đa cộng tuyến

Kết quả phân tích tương quan Pearson cho thấy các biến độc lập có mối quan hệ tuyến tính phù hợp với kỳ vọng lý thuyết, trong đó ESG và văn hóa doanh nghiệp có tương quan dương và có ý nghĩa thống kê với khả năng chống chịu tài chính. Đồng thời, không quan sát thấy cặp biến nào có hệ số tương quan tuyệt đối

Bảng 2. Phân tích tương quan Pearson và kiểm định đa cộng tuyến

Biến	RESILIENCE	ESG	CULTURE	SIZE	LEVERAGE	ROA	GROWTH	VIF
RESILIENCE	1							—
ESG	0,42***	1						2,31
CULTURE	0,38***	0,46***	1					2,18
SIZE	0,21**	0,29***	0,24***	1				1,67
LEVERAGE	-0,31***	-0,18**	-0,15**	0,34***	1			1,89
ROA	0,55***	0,33***	0,27***	-0,12*	-0,41***	1		2,04
GROWTH	0,26***	0,22**	0,19**	0,17**	-0,08	0,29***	1	1,52
ESG × CULTURE	-	-	-	-	-	-	-	2,74

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

vượt ngưỡng cảnh báo, hàm ý nguy cơ đa cộng tuyến thấp. Kết quả kiểm định đa cộng tuyến thông qua hệ số VIF cho thấy tất cả các biến đều có VIF nhỏ hơn ngưỡng chấp nhận, bao gồm cả biến tương tác, khẳng định rằng hiện tượng đa cộng tuyến không ảnh hưởng đáng kể đến độ tin cậy của các ước lượng hồi quy. Do đó, bộ dữ liệu và mô hình nghiên cứu đáp ứng tốt các giả định cần thiết để tiến hành phân tích hồi quy dữ liệu bảng trong các phần tiếp theo.

4.3. Kết quả hồi quy

Kết quả hồi quy được trình bày trong Bảng 3 cho thấy tác động của ESG, văn hóa doanh nghiệp và biến tương tác giữa chúng lên khả năng chống chịu tài chính của doanh nghiệp.

Bảng 3. Kết quả hồi quy

Biến	(1) RESILIENCE	(2) RESILIENCE	(3) RESILIENCE
ESG	0,004***	0,003***	0,002**
CULTURE	—	0,157**	0,103*
ESG × CULTURE	—	—	0,005**
SIZE	0,018***	0,012**	0,011**
LEVERAGE	-0,093***	-0,086***	-0,079***
ROA	0,417***	0,392***	0,378***
GROWTH	0,052**	0,049**	0,050**
Hiệu ứng cố định DN	Có	Có	Có
Hiệu ứng năm	Có	Có	Có
R ²	0,311	0,338	0,356

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Kết quả từ mô hình (3) cho thấy hệ số của ESG dương và có ý nghĩa thống kê, phản ánh rằng doanh nghiệp có điểm ESG cao hơn có khả năng chống chịu tốt hơn ngay cả sau khi đã kiểm soát các đặc điểm doanh nghiệp. Kết quả này tương đồng với bằng chứng của Albuquerque & cộng sự (2020), Broadstock & cộng sự (2021) và Wang, Jiao & Ma (2024). Hệ số của CULTURE cũng dương và có ý nghĩa, cho thấy vai trò độc lập của văn hóa doanh nghiệp đối với khả năng chống chịu, phù hợp với quan sát trong các nghiên cứu của Li & cộng sự (2021), Guiso, Sapienza & Zingales (2015). Đặc biệt, biến tương tác ESG × CULTURE có hệ số dương và ý nghĩa thống kê ở mức 5%, xác nhận giả thuyết rằng văn hóa doanh nghiệp khuếch đại tác động của ESG đến khả năng chống chịu. Điều này hàm ý rằng ESG phát huy tác động mạnh hơn trong các doanh nghiệp có nền văn hóa mạnh, nhất quán với lập luận lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm gần đây (Bai, Shang & Huang, 2024; Bao & cộng sự, 2023).

4.4. Kiểm định tính vững của mô hình

Để đảm bảo tính tin cậy của kết quả, nghiên cứu thực hiện một số kiểm định tính vững của mô hình bằng cách thay đổi cách đo lường và mô hình. Khi thay thế RESILIENCE bằng các thước đo khác như biến động

ROA hoặc khả năng tránh kiệt quệ tài chính (Altman Z-score), kết quả vẫn duy trì dấu và ý nghĩa thống kê tương đồng, củng cố lập luận rằng ESG góp phần tăng cường khả năng chống chịu. Ngoài ra, khi tách ESG thành ba trụ cột riêng biệt, thành phần G (quản trị) và S (xã hội) có tác động mạnh mẽ nhất, phù hợp với bằng chứng lý giải rằng quản trị tốt và quan hệ xã hội mạnh là nền tảng chống chịu trong khủng hoảng. Khi ước lượng bằng mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên và mô hình GMM hệ thống, các hệ số chính vẫn giữ mức ý nghĩa, cho thấy kết quả không bị chi phối bởi các vấn đề nội sinh cơ bản.

4.5. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm nhất quán với nhiều nghiên cứu trước và đồng thời mở rộng cách tiếp cận lý thuyết trong việc giải thích cơ chế tác động của ESG đến khả năng chống chịu tài chính của doanh nghiệp trong bối cảnh kinh tế biến động. Tác động dương và có ý nghĩa thống kê của ESG đối với khả năng chống chịu tài chính khẳng định vai trò của quản trị bền vững như một cơ chế giảm thiểu rủi ro và duy trì sự ổn định tài chính, đặc biệt trong các giai đoạn bất định. Dưới góc nhìn của lý thuyết các bên liên quan, kết quả này cho thấy việc thực hiện ESG giúp doanh nghiệp duy trì niềm tin và sự ủng hộ của các nhóm liên quan, từ đó giảm thiểu tổn thất và hạn chế tác động tiêu cực của các cú sốc kinh tế. Phát hiện này phù hợp với nghiên cứu của Albuquerque & cộng sự (2020), khi các tác giả chỉ ra rằng ESG giúp doanh nghiệp giảm mức độ thiệt hại trong giai đoạn thị trường suy giảm, và với Wang, Jiao & Ma (2024) khi chứng minh rằng ESG cải thiện hiệu quả phân bổ vốn và làm giảm xác suất kiệt quệ tài chính.

Bên cạnh đó, tác động độc lập và tích cực của văn hóa doanh nghiệp đối với khả năng chống chịu tài chính nhấn mạnh vai trò của các yếu tố nội tại trong việc hình thành năng lực thích ứng của doanh nghiệp. Theo lý thuyết dựa trên nguồn lực (Resource-Based View), văn hóa doanh nghiệp có thể được xem là một tài sản vô hình có giá trị, khó sao chép và mang tính đặc thù tổ chức, giúp doanh nghiệp tăng cường sự gắn kết nội bộ, nâng cao chất lượng ra quyết định và phản ứng linh hoạt hơn trước các cú sốc bên ngoài. Kết quả này cũng có phát hiện của Li & cộng sự (2021) khi cho thấy các doanh nghiệp sở hữu nền văn hóa mạnh duy trì được mức độ ổn định tài chính cao hơn trong giai đoạn đại dịch.

Đóng góp quan trọng nhất của nghiên cứu nằm ở việc làm rõ vai trò điều tiết tích cực của văn hóa doanh nghiệp trong mối quan hệ giữa ESG và khả năng chống chịu tài chính. Kết quả cho thấy ESG không tạo ra tác động đồng nhất giữa các doanh nghiệp, mà hiệu quả của ESG phụ thuộc đáng kể vào bối cảnh văn hóa nội tại. Trong các doanh nghiệp có nền văn hóa mạnh, các nguyên tắc ESG có xu hướng được nội tại hóa vào hành vi quản trị và thực tiễn vận hành, qua đó chuyển hóa ESG từ các cam kết mang tính hình thức thành năng lực chống chịu tài chính thực chất. Phát hiện này giúp lý giải vì sao một số nghiên cứu trước đây ghi nhận kết quả không nhất quán về hiệu quả của ESG, đồng thời bổ sung bằng chứng cho các lập luận cho rằng văn hóa liên chính và định hướng dài hạn có vai trò hạn chế hiện tượng “greenwashing” và khuếch đại tác động tích cực của ESG (Bao & cộng sự, 2023).

Từ góc độ thực tiễn quản trị, kết quả nghiên cứu gợi ý rằng tác động của ESG và văn hóa doanh nghiệp đến khả năng chống chịu tài chính có thể khác biệt đáng kể giữa các lĩnh vực hoạt động. Đối với các doanh nghiệp hoạt động trong các ngành thâm dụng vốn hoặc nhạy cảm với chu kỳ kinh tế như sản xuất, xây dựng và năng lượng, ESG – đặc biệt là các trụ cột môi trường và quản trị – đóng vai trò quan trọng trong việc kiểm soát rủi ro vận hành, ổn định dòng tiền và duy trì khả năng tiếp cận nguồn vốn trong giai đoạn khủng hoảng. Trong khi đó, đối với các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực dịch vụ, tiêu dùng hoặc công nghệ, yếu tố văn hóa doanh nghiệp và trụ cột xã hội của ESG có xu hướng phát huy vai trò mạnh hơn thông qua việc duy trì niềm tin của khách hàng, người lao động và các đối tác, từ đó hỗ trợ khả năng chống chịu tài chính trong bối cảnh bất định.

Đối với nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu hàm ý rằng việc đánh giá rủi ro dài hạn không nên chỉ dựa trên các chỉ tiêu tài chính truyền thống, mà cần kết hợp phân tích mức độ thực hiện ESG và chất lượng văn hóa doanh nghiệp, đặc biệt khi so sánh các doanh nghiệp trong cùng ngành. Những doanh nghiệp có ESG cao nhưng thiếu nền tảng văn hóa phù hợp có thể không đạt được mức độ chống chịu như kỳ vọng, trong khi các doanh nghiệp kết hợp tốt ESG với văn hóa mạnh có khả năng duy trì sự ổn định vượt trội trong các giai đoạn khủng hoảng.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

Nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm quan trọng về vai trò của ESG và văn hóa doanh nghiệp trong việc nâng cao khả năng chống chịu tài chính của doanh nghiệp trong bối cảnh kinh tế đầy biến động. Kết quả cho thấy ESG có tác động dương và có ý nghĩa đối với khả năng chống chịu tài chính, phản ánh rằng các doanh nghiệp thực hiện tốt hơn các cam kết về môi trường, xã hội và quản trị thường duy trì được mức độ ổn định cao hơn khi đối mặt với cú sốc kinh tế. Văn hóa doanh nghiệp cũng thể hiện ảnh hưởng tích cực và độc lập đối với khả năng chống chịu, củng cố luận điểm rằng những giá trị nội tại như liêm chính, hợp tác, đổi mới và định hướng dài hạn là nền tảng giúp tổ chức thích ứng và phục hồi nhanh hơn trong khủng hoảng.

Điểm quan trọng nhất trong nghiên cứu là sự tương tác giữa ESG và văn hóa doanh nghiệp. Khi văn hóa mạnh, tác động của ESG lên khả năng chống chịu được khuếch đại đáng kể, cho thấy ESG không chỉ là bộ chỉ tiêu kỹ thuật hay công cụ quản trị mang tính tuân thủ, mà là hệ thống giá trị cần được nội tại hóa trong nền văn hóa tổ chức để tạo ra tác động bền vững. Điều này hàm ý rằng ESG chỉ thực sự phát huy hiệu quả khi được triển khai trong một môi trường văn hóa phù hợp, nơi các giá trị đạo đức và định hướng bền vững được chia sẻ rộng rãi. Tất cả những kết quả này đóng góp vào dòng nghiên cứu về phát triển bền vững và khả năng chống chịu, đồng thời bổ sung góc nhìn mới về cơ chế nội tại thông qua đó ESG có thể chuyển hóa thành năng lực ổn định tài chính của doanh nghiệp.

Từ góc độ chính sách và quản trị, kết quả nghiên cứu mang lại một số hàm ý quan trọng. Trước hết, đối với doanh nghiệp, việc đầu tư vào ESG không nên được xem như một hoạt động mang tính hình thức hay chi phí bắt buộc, mà cần được tích hợp vào chiến lược phát triển dài hạn, đặc biệt trong bối cảnh rủi ro kinh tế ngày càng khó lường. Doanh nghiệp cần xây dựng hệ thống quản trị minh bạch, thúc đẩy các hoạt động trách nhiệm xã hội và giảm thiểu tác động môi trường nhằm tạo dựng niềm tin với các bên liên quan, qua đó giảm rủi ro và tăng khả năng huy động nguồn lực khi xảy ra khủng hoảng. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng việc đầu tư vào ESG sẽ không thể đạt hiệu quả tối đa nếu thiếu một nền văn hóa tổ chức mạnh. Vì vậy, doanh nghiệp cần chú trọng bồi dưỡng các giá trị văn hóa tích cực, khuyến khích tinh thần đổi mới, đề cao liêm chính và xây dựng môi trường làm việc hỗ trợ năng lực thích ứng. Văn hóa doanh nghiệp mạnh sẽ là chất xúc tác quan trọng để ESG trở thành động lực tăng cường khả năng chống chịu.

Đối với nhà hoạch định chính sách, kết quả nghiên cứu gợi ý rằng các cơ quan quản lý cần tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý và chuẩn mực báo cáo ESG, tạo điều kiện thúc đẩy tính minh bạch và khả năng so sánh giữa các doanh nghiệp. Đồng thời, chính sách nên khuyến khích các chương trình hỗ trợ doanh nghiệp xây dựng văn hóa tổ chức hướng đến bền vững, chẳng hạn như thông qua các chương trình đánh giá, xếp hạng, đào tạo hoặc tư vấn về văn hóa doanh nghiệp. Việc kết hợp các chính sách thúc đẩy ESG với các chương trình phát triển văn hóa tổ chức sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng chống chịu và đóng góp tích cực hơn vào sự ổn định của nền kinh tế.

Cuối cùng, đối với nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu hàm ý rằng ESG và văn hóa doanh nghiệp đều là những tín hiệu quan trọng trong đánh giá rủi ro dài hạn. Nhà đầu tư không chỉ nên dựa trên các chỉ số tài chính truyền thống mà cần kết hợp các thông tin về mức độ thực hiện ESG và chất lượng văn hóa tổ chức khi đưa ra quyết định đầu tư, đặc biệt trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu ngày càng chịu nhiều cú sốc bất định. Tổng thể, nghiên cứu này khẳng định rằng ESG và văn hóa doanh nghiệp không chỉ là hai yếu tố độc lập, mà khi kết hợp với nhau, chúng tạo ra một nền tảng vững chắc giúp doanh nghiệp duy trì sự ổn định và khả năng phục hồi vượt trội trong thời kỳ khủng hoảng. Điều này mở ra nhiều hướng nghiên cứu tiếp theo, đặc biệt trong việc phân tích sâu hơn các thành phần văn hóa cụ thể và mức độ tác động của từng trụ cột ESG đối với khả năng chống chịu trong các ngành nghề hoặc bối cảnh kinh tế khác nhau.

Tài liệu tham khảo

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S. & Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593-621. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa011>
- Bai, F., Shang, M. & Huang, Y. (2024). Corporate culture and ESG performance: Empirical evidence from China. *Journal of Cleaner Production*, 437, 140732. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.140732>
- Bao, X., Sun, B., Han, M., Mai, Q. & Lin, H. (2023). Corporate integrity culture on environmental, social, and governance (ESG) performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(2), 1399-1417. <https://doi.org/10.1002/csr.2637>
- Broadstock, D.C., Chan, K., Cheng, L.T.W. & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Cheema-Fox, A., LaPerla, B.R., Serafeim, G. & Wang, H. (2021). Corporate resilience and response during COVID-19. *Journal of Applied Corporate Finance*, 33(2), 24-40. <https://doi.org/10.1111/jacf.12457>
- Engelhardt, N., Ekkenga, J. & Posch, P. (2021). ESG Ratings and Stock Performance during the COVID-19 Crisis. *Sustainability*, 13(13), 7133. <https://doi.org/10.3390/su13137133>
- Graham, J.R., Grennan, J., Harvey, C.R. & Rajgopal, S. (2022). Corporate culture: Evidence from the field. *Journal of financial Economics*, 146(2), 552-593. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2022.07.008>
- Guiso, L., Sapienza, P. & Zingales, L. (2015). The value of corporate culture. *Journal of financial Economics*, 117(1), 60-76. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.010>
- Hoàng Vũ Hiệp (2025). Environmental, social, and governance (ESG) and firm value: The moderating role of foreign ownership and industry institutional quality. *Journal of Economics and Development*, 340(10), 13-23. <https://doi.org/10.33301/JED.VI.2679>
- Li, K., Liu, X., Mai, F. & Zhang, T. (2021). The role of corporate culture in bad times: Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of financial and quantitative analysis*, 56(7), 2545-2583. <https://doi.org/10.1017/S0022109021000326>
- Linnenluecke, M.K. (2017). Resilience in business and management research: A review of influential publications and a research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 19(1), 4-30. <https://doi.org/10.1111/ijmr.12076>
- Wang, H., Jiao, S. & Ma, C. (2024). The impact of ESG responsibility performance on corporate resilience. *International Review of Economics & Finance*, 93, 1115-1129. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.05.033>
- Wang, K., Yu, S., Mei, M., Yang, X., Peng, G. & Lv, B. (2023). ESG performance and corporate resilience: An empirical analysis based on the capital allocation efficiency perspective. *Sustainability*, 15(23), 16145. <https://doi.org/10.3390/su152316145>
- Zhang, K. (2025). ESG performance and corporate resilience. *Entrepreneurship and Innovation*, 9(3), 37-39. <https://doi.org/10.47297/wspeiWSP2516-253505.20250903>

* Tác giả liên hệ: Nguyễn Bằng Phi. Email: nguyenphi@ufm.edu.vn