
TÁC ĐỘNG CỦA MỨC ĐỘ KHÔNG ĐỒNG NHẤT GIỮA ESG VÀ XẾP HẠNG TÍN NHIỆM QUỐC GIA ĐẾN BIẾN ĐỘNG DÒNG VỐN DANH MỤC TẠI CÁC NỀN KINH TẾ MỚI NỔI CHÂU Á

Nguyễn Vũ Thân

Trường Đại học Tài chính-Marketing

Email: nguyenthao@ufm.edu.vn

Mã bài báo: JED-2793

Ngày nhận: 25/12/2025

Ngày duyệt đăng: 30/03/2026

Mã DOI: 10.33301/JED.VI.2793

Tóm tắt:

Nghiên cứu phân tích tác động của mức độ không đồng nhất giữa ESG và xếp hạng tín nhiệm quốc gia (SCR) đến biến động dòng vốn danh mục tại các nền kinh tế mới nổi châu Á giai đoạn 2000-2023. Nghiên cứu sử dụng mô hình Bayesian ridge regression trên dữ liệu đã được chuẩn hóa và loại bỏ trung bình theo quốc gia nhằm kiểm soát hiệu ứng cố định và hiện tượng đa cộng tuyến. Kết quả cho thấy mức độ không đồng nhất ESG-SCR có tác động âm lên biến động dòng vốn danh mục, phản ánh xu hướng nhà đầu tư danh mục trở nên thận trọng hơn trong bối cảnh tín hiệu thể chế thiếu nhất quán. Khi phân rã theo từng trụ cột ESG, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng hậu nghiệm rõ ràng, hàm ý rằng tác động quan sát được chủ yếu mang tính tổng hợp. Kết quả nghiên cứu góp phần làm rõ vai trò của tính nhất quán giữa các tín hiệu thể chế trong việc định hình biến động dòng vốn danh mục.

Từ khóa: Châu Á, Bayesian ridge regression, không đồng nhất ESG-SCR, biến động dòng vốn danh mục.

Mã JEL: D02, E02.

The impact of ESG-Sovereign credit rating discrepancy on portfolio capital flow volatility in emerging Asian economies

Abstract:

This research analyzes the impact of the degree of discrepancy between ESG scores and sovereign credit ratings (SCR) on portfolio capital flow volatility in emerging Asian economies over the period 2000–2023. The analysis employs Bayesian Ridge Regression on standardized data with country-level transformation to control fixed effects and multicollinearity. The results indicate that a greater ESG–SCR discrepancy exerts a negative effect on portfolio flow volatility, reflecting more cautious portfolio behavior by investors in the presence of inconsistent institutional signals. When the discrepancy is decomposed by individual ESG pillars, the study finds no clear posterior evidence, suggesting that the observed effect is primarily aggregated in nature. Overall, the findings highlight the role of institutional signal consistency in shaping portfolio capital flow volatility.

Keywords: Asia, Bayesian Ridge Regression, ESG-SCR discrepancy, portfolio capital flow volatility.

JEL Codes: D02, E02.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh hội nhập tài chính quốc tế ngày càng sâu rộng, dòng vốn danh mục đóng vai trò quan trọng đối với các nền kinh tế mới nổi, đặc biệt tại khu vực châu Á. Tuy nhiên, khác với đầu tư trực tiếp nước ngoài, dòng vốn danh mục có đặc điểm di chuyển nhanh và phản ứng mạnh với các thay đổi về thông tin và kỳ vọng thị trường, qua đó khiến biến động dòng vốn trở thành một nguồn rủi ro đáng kể đối với ổn định tài chính vĩ mô (Forbes & Warnock, 2012).

Nhiều nghiên cứu cho thấy biến động dòng vốn danh mục chịu ảnh hưởng lớn từ các yếu tố toàn cầu như chu kỳ tài chính quốc tế, mức độ chấp nhận rủi ro của nhà đầu tư và điều kiện tiền tệ tại các nền kinh tế phát triển. Các cú sốc rủi ro toàn cầu thường kích hoạt những đợt biến động cực đoan của dòng vốn, bao gồm các giai đoạn dòng vốn tăng vọt hoặc đảo chiều đột ngột (Forbes & Warnock, 2012; Ghosh & cộng sự, 2014). Tuy nhiên, các yếu tố trong nước cũng đóng vai trò quan trọng trong việc quyết định mức độ và tính bền vững của các làn sóng dòng vốn, đặc biệt tại các thị trường mới nổi (Ghosh & cộng sự, 2014; Neumann & cộng sự, 2009).

Trong những năm gần đây, các chỉ báo phản ánh rủi ro và chất lượng thể chế ở cấp quốc gia ngày càng được nhà đầu tư danh mục quan tâm. Xếp hạng tín nhiệm quốc gia (SCR) được sử dụng rộng rãi như một tín hiệu tổng hợp về khả năng trả nợ và mức độ an toàn tài chính của một quốc gia, qua đó ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định phân bổ danh mục quốc tế (Forbes & Warnock, 2012). Đồng thời, bộ chỉ số môi trường - xã hội - quản trị (ESG) ngày càng được xem là thước đo bổ sung, phản ánh chất lượng thể chế, mức độ bền vững và các rủi ro dài hạn của môi trường đầu tư (Claessens & Ghosh, 2013).

Tuy nhiên, các nghiên cứu gần đây cho thấy ESG và SCR không phải lúc nào cũng cung cấp tín hiệu nhất quán. Trong nhiều trường hợp, một quốc gia có thể cải thiện đáng kể các chỉ số ESG trong khi xếp hạng tín nhiệm phản ứng chậm hơn, hoặc ngược lại. Sự không đồng nhất giữa các tín hiệu này có thể làm gia tăng mức độ bất định thông tin, khiến nhà đầu tư trở nên thận trọng hơn và hạn chế các điều chỉnh danh mục mang tính ngắn hạn (Ahmed & cộng sự, 2016; Luo & Tan, 2024). Các nghiên cứu về hành vi nhà đầu tư cũng chỉ ra rằng chính quá trình tái phân bổ danh mục, hơn là thay đổi nền tảng kinh tế cơ bản, là nguồn gốc quan trọng của các dao động ngắn hạn trong dòng vốn danh mục (Ahmed & cộng sự, 2016; Kacperczyk & cộng sự, 2025).

Mặc dù vai trò riêng lẻ của SCR và ESG đối với dòng vốn quốc tế đã được đề cập trong nhiều nghiên cứu nhưng bằng chứng thực nghiệm về tác động của mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR đến biến động dòng vốn danh mục vẫn còn hạn chế. Phần lớn các nghiên cứu trước đây tập trung vào mức dòng vốn hoặc các cú sốc dòng vốn cực đoan, thay vì đo lường trực tiếp biến động dòng vốn theo thời gian (Forbes & Warnock, 2012; Neumann & cộng sự, 2009; Pagliari & Hannan, 2024). Đặc biệt, các nghiên cứu chuyên sâu về nhóm thị trường mới nổi châu Á vẫn còn tương đối ít. Từ khoảng trống này, nghiên cứu này phân tích tác động của mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR đến biến động dòng vốn danh mục tại các thị trường mới nổi châu Á. Nghiên cứu sử dụng mô hình Bayesian ridge regression nhằm đánh giá tác động tổng thể của mức độ không đồng nhất ESG-SCR cũng như vai trò của từng trụ cột ESG trong việc giải thích biến động dòng vốn danh mục.

2. Cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Cơ sở lý thuyết

Xếp hạng tín nhiệm quốc gia là một chỉ báo tổng hợp phản ánh mức độ rủi ro tín dụng của một quốc gia. Theo Moody's, SCR thể hiện khả năng và mức độ sẵn sàng của chính phủ trong việc thực hiện đầy đủ và đúng hạn các nghĩa vụ nợ, qua đó cung cấp thông tin cốt lõi cho nhà đầu tư về mức độ an toàn tài chính của nền kinh tế. Các tổ chức xếp hạng tín nhiệm lớn như Standard & Poor's và Fitch Ratings cũng xem SCR là một tín hiệu tài chính quan trọng, ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí vay nợ và quyết định phân bổ vốn quốc tế.

Theo Tổ chức Tài chính Quốc tế (IFC), ESG bao gồm các yếu tố phi tài chính liên quan đến quản trị, trách nhiệm xã hội và bền vững môi trường, có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả kinh tế và mức độ rủi ro trong dài hạn. World Bank cũng nhấn mạnh rằng các chỉ số ESG phản ánh năng lực quản trị công và chất lượng

thể chế, qua đó tác động gián tiếp đến ổn định tài chính và khả năng thu hút vốn quốc tế của một quốc gia.

Biến động dòng vốn danh mục đề cập đến mức độ dao động của dòng vốn đầu tư danh mục quốc tế theo thời gian, phản ánh tính không ổn định của các quyết định phân bổ danh mục xuyên biên giới. Các nghiên cứu kinh điển cho thấy dòng vốn danh mục, đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi, thường mang tính chu kỳ và nhạy cảm với các cú sốc tài chính toàn cầu (Forbes & Warnock, 2012).

Nghiên cứu này được thực hiện chủ yếu dựa trên lý thuyết tín hiệu và lý thuyết bất cân xứng thông tin trong tài chính, kết hợp với cách tiếp cận hành vi trong phân bổ danh mục quốc tế. Theo lý thuyết tín hiệu do Spence (1978) đề xuất, trong bối cảnh thông tin không hoàn hảo, các chủ thể kinh tế dựa vào các tín hiệu quan sát được để suy luận về những đặc điểm không quan sát được, trong đó tính nhất quán của tín hiệu đóng vai trò quan trọng trong việc giảm bất định thông tin. Trong tài chính quốc tế, các chỉ báo tổng hợp ở cấp quốc gia như SCR và ESG có thể được xem là những tín hiệu phản ánh mức độ rủi ro và chất lượng thể chế của nền kinh tế. Lý thuyết bất cân xứng thông tin, phát triển bởi Akerlof (1978) và mở rộng trong các nghiên cứu sau này, cho rằng khi thông tin không đầy đủ hoặc không nhất quán, chi phí xử lý thông tin tăng lên và hành vi ra quyết định trở nên thận trọng và ngắn hạn hơn. Do đó, sự không đồng nhất giữa các tín hiệu đánh giá quốc gia có thể làm suy yếu vai trò định hướng của thông tin đối với nhà đầu tư.

Bên cạnh đó, nghiên cứu cũng tiếp cận từ góc độ lý thuyết phân bổ danh mục và hành vi nhà đầu tư. Theo khuôn khổ danh mục của Markowitz (1952) và các phát triển sau này trong tài chính hành vi, nhà đầu tư liên tục điều chỉnh danh mục để phản ứng với thay đổi về rủi ro và kỳ vọng. Trong bối cảnh tín hiệu rủi ro không nhất quán, các quyết định điều chỉnh danh mục có xu hướng diễn ra thường xuyên hơn, làm gia tăng mức độ dao động của dòng vốn danh mục theo thời gian.

Từ các lập luận trên, nghiên cứu xem mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR như một biểu hiện của bất cân xứng, bất định thông tin ở cấp độ quốc gia. Sự không đồng nhất này được kỳ vọng ảnh hưởng đến hành vi phân bổ danh mục của nhà đầu tư quốc tế, qua đó tạo nền tảng lý thuyết cho việc phân tích biến động dòng vốn danh mục tại các thị trường mới nổi châu Á.

2.2. Các nghiên cứu thực nghiệm

Các nghiên cứu thực nghiệm về biến động dòng vốn danh mục, đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi, có mức độ biến động cao và chịu ảnh hưởng mạnh từ các điều kiện tài chính toàn cầu. Forbes & Warnock (2012) phân loại các giai đoạn biến động cực đoan của dòng vốn và cho thấy các cú sốc rủi ro toàn cầu có mối liên hệ chặt chẽ với các đợt dòng vốn tăng vọt và đảo chiều đột ngột, trong khi các yếu tố kinh tế vĩ mô trong nước có vai trò hạn chế trong việc dự báo thời điểm xảy ra các cú sốc này. Các kết quả này hàm ý rằng biến động dòng vốn danh mục không chỉ phản ánh sự thay đổi của các yếu tố cơ bản, mà còn phản ánh phản ứng của nhà đầu tư trước môi trường rủi ro toàn cầu.

Bên cạnh các yếu tố toàn cầu, một số nghiên cứu nhấn mạnh vai trò của cấu trúc thị trường và mức độ mở tài chính trong việc định hình biến động dòng vốn. Neumann & cộng sự (2009) cho thấy tự do hóa tài chính có thể ảnh hưởng khác nhau đến mức độ biến động của các dòng vốn, trong đó dòng vốn danh mục thường nhạy cảm hơn so với các dòng vốn mang tính dài hạn. Các kết quả này cho thấy đặc điểm thể chế và cấu trúc tài chính trong nước có thể làm gia tăng hoặc giảm bớt mức độ biến động dòng vốn trước các cú sốc bên ngoài.

Ở hướng tiếp cận hành vi, nhiều nghiên cứu cho rằng biến động dòng vốn danh mục chủ yếu xuất phát từ các quyết định tái phân bổ danh mục của nhà đầu tư trước các thay đổi về thông tin và kỳ vọng. Ahmed & cộng sự (2016) chỉ ra rằng các dao động ngắn hạn của dòng vốn danh mục thường gắn với các quyết định tái phân bổ chủ động, hơn là sự thay đổi của nền tảng kinh tế dài hạn. Các nghiên cứu gần đây tiếp tục củng cố lập luận này khi cho thấy rủi ro toàn cầu và mức độ bất định thông tin có thể kích hoạt các điều chỉnh danh mục đồng loạt, làm gia tăng biến động dòng vốn, đặc biệt tại các thị trường mới nổi (Luo & Tan, 2024; Kacperczyk & cộng sự, 2025).

Một số nghiên cứu tập trung vào vai trò của tín hiệu thể chế và chất lượng thông tin ở cấp quốc gia đối với dòng vốn quốc tế. Các nghiên cứu cho thấy SCR ảnh hưởng đến chi phí vốn và quyết định phân bổ danh mục

thông qua vai trò như một tín hiệu tổng hợp về rủi ro tín dụng quốc gia (Emara & El Said, 2021). Trong khi đó, các nghiên cứu về ESG cho rằng các chỉ số bền vững phản ánh chất lượng thể chế và rủi ro dài hạn, từ đó ảnh hưởng đến cách nhà đầu tư quốc tế đánh giá môi trường đầu tư (Berg & cộng sự, 2022). Các nghiên cứu chỉ ra rằng sự khác biệt trong phương pháp đo lường và đánh giá ESG có thể tạo ra các tín hiệu không đồng nhất, làm gia tăng mức độ bất định thông tin đối với nhà đầu tư (Christensen & cộng sự, 2022). Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu hiện có vẫn xem xét vai trò của ESG và SCR một cách riêng lẻ, trong khi mối liên hệ giữa các tín hiệu thể chế và biến động dòng vốn danh mục vẫn chưa được phân tích một cách hệ thống.

Các lược khảo trên cho thấy các nghiên cứu về biến động dòng vốn danh mục chủ yếu tập trung vào cú sốc rủi ro toàn cầu và hành vi tái phân bổ, trong khi vai trò của sự không nhất quán giữa các tín hiệu thể chế ở cấp quốc gia vẫn chưa được làm rõ. Ngược lại, các nghiên cứu về ESG hoặc SCR thường xem xét tác động lên mức dòng vốn hoặc chi phí vốn, hơn là biến động dòng vốn danh mục. Với khoảng trống này, nghiên cứu thực hiện phân tích tác động của mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR đến biến động dòng vốn danh mục tại các thị trường mới nổi châu Á trong giai đoạn 2000-2023.

2.3. Giả thuyết nghiên cứu

Theo lý thuyết tín hiệu và lý thuyết bất cân xứng thông tin (Spence, 1978; Akerlof, 1978), ESG và SCR là các tín hiệu tổng hợp phản ánh rủi ro và chất lượng thể chế của một quốc gia. Sự nhất quán giữa các tín hiệu này giúp giảm bất định thông tin, trong khi sự không đồng nhất làm suy yếu vai trò định hướng của thông tin đối với nhà đầu tư quốc tế. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy biến động dòng vốn danh mục phản ánh mạnh phản ứng của nhà đầu tư trước các cú sốc rủi ro và thông tin ở cấp quốc gia (Forbes & Warnock, 2012; Luo & Tan, 2024). Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết:

H1: Mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR có tác động tiêu cực đến biến động dòng vốn danh mục tại các nền kinh tế mới nổi châu Á.

Mở rộng lập luận trên, lý thuyết tín hiệu cho rằng hiệu quả của ESG không chỉ phụ thuộc vào mức độ nhất quán tổng thể với SCR, mà còn phụ thuộc vào sự đồng thuận giữa các trụ cột cấu thành ESG. Sự không đồng nhất giữa các trụ cột ESG và SCR có thể tạo ra tín hiệu phân mảnh, làm gia tăng bất định thông tin và hạn chế khả năng diễn giải rủi ro quốc gia của nhà đầu tư. Thực nghiệm gần đây cũng cho thấy sự bất đồng trong đánh giá ESG làm suy yếu phản ứng của nhà đầu tư quốc tế trước thông tin mới (Christensen & cộng sự, 2022; Berg & cộng sự, 2022). Do đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết:

H2: Mức độ không đồng nhất giữa các trụ cột E, S, G và SCR có tác động tiêu cực đến biến động dòng vốn danh mục tại các nền kinh tế mới nổi châu Á.

3. Mô hình nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu với 12 nền kinh tế mới nổi châu Á được phân loại theo FTSE (Financial times stock exchange) trong giai đoạn 2000-2023 như Bảng 1.

Biến động dòng vốn danh mục đo lường bằng độ lệch chuẩn cuộn 5 năm đầu tư danh mục ròng/GDP. Cách đo lường này phản ánh mức độ dao động của dòng vốn danh mục theo thời gian và đã được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu về biến động dòng vốn tại các nền kinh tế mới nổi (Opperman & Adjasi, 2017; Pagliari & Hannan, 2024). Dữ liệu ESG được tổng hợp từ ba chỉ số E, S, G 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; kết quả 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 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 của mức

Bảng 1. Mô tả dữ liệu

STT	Dữ liệu	Đơn vị đo lường	Nguồn
1	Biến động dòng vốn danh mục (độ lệch chuẩn cuộn 5 năm đầu tư danh mục ròng/GDP)	Chỉ số	World Bank
2	Xếp hạng tín nhiệm quốc gia	Chuẩn hóa từ 0-20	Moody's
3	ESG 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 S: bao gồm (i) tỷ lệ nhập học đại học, (ii) lực lượng lao động chất lượng cao và (iii) tuổi thọ trung bình 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.

độ không đồng nhất ESG-SCR đến biến động dòng vốn danh mục dòng tại các nền kinh tế mới nổi châu Á như sau:

Mô hình tổng thể:

$$PFI_{it} = \alpha + \beta_1 DISCREP_{it} + \gamma' X_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Mô hình theo từng trụ cột E, S, G:

$$PFI_{it} = \alpha + \beta_1 DIS_E_{it} + \beta_2 DIS_S_{it} + \beta_3 DIS_G_{it} + \gamma' X_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó:

PFI: Biến động dòng vốn danh mục

DISCREP: Mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR: $DISCREP_{it} = ESG_{it} - SCR_{it}$

DIS_E, DIS_S, DIS_G: Mức độ không đồng nhất theo từng trụ cột (E, S, G) và SCR:

$DIS_{K,it} = K_{it} - SCR_{it}$, $K \in \{E, S, G\}$

i: quốc gia

t: năm

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

μ_i : hiệu ứng quốc gia

ε_{it} : sai số ngẫu nhiên

Kỳ vọng dấu:

DISCREP: (-)

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

INTER/CRE/GPC: (-); INF (+); OTR (\pm)

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu áp dụng mô hình Bayesian ridge regression, trong đó cơ chế co rút giúp giảm ảnh hưởng của hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến giải thích. Cách tiếp cận Bayes cho phép kết hợp thông tin tiên nghiệm với dữ liệu quan sát, qua đó cung cấp khung phân tích linh hoạt hơn trong bối cảnh mẫu hữu hạn và các biến có mức độ tương quan cao (Gelman & cộng sự, 1995). Trước khi tiến hành ước lượng, các biến trong mô hình được chuẩn hóa theo z-score và tiếp tục được biến đổi theo phương pháp loại bỏ trung bình theo quốc gia (within transformation), bằng cách loại bỏ giá trị trung bình theo thời gian của từng quốc gia.

Cách tiếp cận này giúp loại trừ các yếu tố đặc thù bất biến theo quốc gia khỏi phương trình hồi quy, tương đương với việc kiểm soát hiệu ứng cố định quốc gia trong mô hình dữ liệu bảng.

Trên tập dữ liệu đã được xử lý, nghiên cứu triển khai Bayesian ridge regression với prior phân phối chuẩn cho các hệ số hồi quy nhằm thực hiện cơ chế co rút, và prior Inverse-Gamma yếu cho phương sai sai số nhằm hạn chế áp đặt thông tin tiên nghiệm mạnh và phản ánh mức độ không chắc chắn trong ước lượng. Quá trình suy luận hậu nghiệm được thực hiện thông qua phương pháp Monte Carlo chuỗi Markov (Markov Chain Monte Carlo – MCMC) trong phần mềm Stata. Tính hội tụ của các chuỗi Markov được đánh giá thông qua kích thước mẫu hiệu quả (ESS) và chỉ số hội tụ Gelman-Rubin (Rc). Bayesian ridge regression trong nghiên cứu này có một số ưu điểm nổi bật: (i) kiểm soát các đặc trưng không quan sát được nhưng bất biến theo quốc gia; (ii) xử lý hiệu quả hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến liên quan đến mức độ không đồng nhất ESG-SCR; và (iii) cung cấp thông tin hậu nghiệm chi tiết, cho phép đánh giá mức độ chắc chắn của các tác động ước lượng đối với biến phụ thuộc.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Mô tả biến

Bảng 2. Mô tả biến

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Biến động dòng vốn danh mục	276	0,04	0,08	0,00	0,53
Xếp hạng tín nhiệm quốc gia	288	12,56	4,13	2,00	18,00
Thu nhập bình quân đầu người	288	16.184,13	21.809,20	404,03	108.470,40
Độ mở thương mại	288	89,40	46,60	21,46	220,41
Lạm phát	288	4,09	4,07	-4,86	30,77
Tín dụng trong nước	288	66,13	40,42	3,53	194,67
Lãi suất thực	288	2,81	8,90	-20,50	43,18
G Chỉ số kiểm soát tham nhũng	288	-0,13	0,62	-1,18	1,56
Hiệu quả quản trị nhà nước	288	0,20	0,54	-0,83	1,60
Chất lượng điều tiết	288	0,01	0,48	-1,05	1,10
E Lượng phát thải CO ₂ bình quân đầu người	288	256,72	241,10	51,89	1.712,76
Tỷ trọng năng lượng tái tạo trong tổng tiêu thụ năng lượng	288	18,90	17,55	0,00	57,70
Tỷ lệ rừng trên diện tích đất	288	22,63	20,39	0,00	59,93
S Tỷ lệ nhập học đại học	288	33,28	17,77	2,39	79,61
Lực lượng lao động chất lượng cao	288	66,77	10,11	47,89	87,58
Tuổi thọ trung bình	288	73,66	5,26	61,90	83,19

Ghi chú: Số quan sát của biến Biến động dòng vốn danh mục thấp hơn do biến này được tính bằng độ lệch chuẩn cuộn 5 năm của tỷ lệ đầu tư danh mục ròng/GDP.

Nguồn: Kết quả từ Stata.

Bảng 3. Kết quả ước lượng Bayes mô hình 1

Biến	Trung bình hậu nghiệm	Độ lệch chuẩn	Khoảng tin cậy hậu nghiệm 95%
Thu nhập bình quân đầu người	-0,26	0,13	(-0,51; -0,01)
Tín dụng trong nước	-0,41	0,08	(-0,56; -0,25)
Lạm phát	0,18	0,05	(0,08; 0,27)
Độ mở thương mại	-0,25	0,14	(-0,53; 0,04)
Lãi suất thực	-0,11	0,04	(-0,19; -0,03)
Mức độ không đồng nhất ESG-SCR	-0,34	0,14	(-0,62; -0,06)

Ghi chú: Các biến được chuẩn hóa bằng phương pháp loại bỏ trung bình theo quốc gia (within transformation). Kết quả được ước lượng từ 4 chuỗi MCMC độc lập, với 80.000 lượt lấy mẫu sau giai đoạn loại bỏ ban đầu (burn-in) 5.000 lượt.

Nguồn: Kết quả từ Stata 17.

4.2. Kết quả ước lượng Bayes

Nghiên cứu không thực hiện kiểm định tính dừng cho các chuỗi dữ liệu vì nghiên cứu sử dụng ước lượng mô hình panel tĩnh và biến phụ thuộc Biến động dòng vốn, được đo lường bằng độ lệch chuẩn cuộn 5 năm có cấu trúc được xem là có tính dừng về mặt thực hành trong các nghiên cứu về biến động dòng vốn.

Kết quả ước lượng Bayes mô hình 1 cho thấy mức độ không đồng nhất giữa ESG và xếp hạng tín nhiệm quốc gia có mối quan hệ ngược chiều rõ ràng với biến động dòng vốn danh mục. Phân phối hậu nghiệm của hệ số tập trung chủ yếu ở miền âm và khoảng tin cậy hậu nghiệm 95% không bao hàm giá trị 0, cho thấy tồn tại bằng chứng hậu nghiệm nhất quán rằng khi mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR gia tăng thì biến động dòng vốn danh mục có xu hướng giảm.

Đối với các biến kiểm soát, kết quả hậu nghiệm cho thấy thu nhập bình quân đầu người, tín dụng trong nước và lãi suất thực đều có tác động âm rõ ràng lên biến động dòng vốn danh mục, trong khi lạm phát thể hiện tác động dương nhất quán, do các khoảng tin cậy hậu nghiệm 95% của các hệ số này không chứa 0. Riêng độ mở thương mại chưa có bằng chứng hậu nghiệm đủ mạnh.

Bảng 4. Kết quả ước lượng Bayes mô hình 2

Biến	Trung bình hậu nghiệm	Độ lệch chuẩn	Khoảng tin cậy hậu nghiệm 95%
Thu nhập bình quân đầu người	-0,27	0,13	(-0,52; -0,02)
Tín dụng trong nước	-0,41	0,08	(-0,56; -0,26)
Lạm phát	0,17	0,05	(0,07; 0,26)
Độ mở thương mại	-0,18	0,15	(-0,48; 0,12)
Lãi suất thực	-0,11	0,04	(-0,19; -0,03)
Mức độ không đồng nhất trụ cột E-SCR	-0,48	0,29	(-1,06; 0,09)
Mức độ không đồng nhất trụ cột S-SCR	0,21	0,22	(-0,22; 0,64)
Mức độ không đồng nhất trụ cột G-SCR	-0,14	0,15	(-0,42; 0,15)

Ghi chú: Các biến được chuẩn hóa bằng phương pháp loại bỏ trung bình theo quốc gia (within transformation). Kết quả được ước lượng từ 4 chuỗi MCMC độc lập, với 80.000 lượt lấy mẫu sau giai đoạn loại bỏ ban đầu (burn-in) 5.000 lượt.

Nguồn: Kết quả từ Stata 17.

Kết quả ước lượng Bayes mô hình 2 cho thấy mức độ không đồng nhất giữa các trụ cột E (môi trường), S (xã hội), G (quản trị) và xếp hạng tín nhiệm quốc gia với các hệ số có trung bình hậu nghiệm khác nhau về dấu, song khoảng tin cậy hậu nghiệm 95% của cả ba biến đều bao hàm giá trị 0. Điều này hàm ý rằng, mặc dù phân phối hậu nghiệm của các hệ số gợi ý những xu hướng tác động nhất định, bằng chứng hậu nghiệm về ảnh hưởng của mức độ không đồng nhất theo từng trụ cột ESG đối với biến động dòng vốn danh mục chưa đủ mạnh để khẳng định mối quan hệ có ý nghĩa theo tiêu chuẩn tin cậy hậu nghiệm 95%.

Đối với các biến kiểm soát, dấu và mức độ tập trung của các phân phối hậu nghiệm nhìn chung không thay đổi so với mô hình 1, cho thấy mối liên hệ giữa các yếu tố vĩ mô truyền thống và biến động dòng vốn danh mục là ổn định trước việc phân rã mức độ không đồng nhất ESG-SCR theo trụ cột.

Bảng 5. Chẩn đoán hội tụ MCMC (ESS và Rc) cho các mô hình

Mô hình	ESS tối thiểu	ESS trung bình	Rc tối đa	Kết luận
Mô hình 1	4.196	6.377	1,002	Hội tụ tốt
Mô hình 2	5.184	10.634	1,001	Hội tụ tốt

Nguồn: Kết quả từ Stata 17.

Kết quả Bảng 5 cho thấy kích thước mẫu hiệu quả (ESS) ở cả hai mô hình đều ở mức cao, với ESS tối thiểu vượt xa ngưỡng khuyến nghị. Đồng thời, chỉ số Gelman-Rubin (Rc) của tất cả các tham số đều thấp hơn ngưỡng 1,1, cho thấy các chuỗi Markov đã hội tụ ổn định. Các kết quả này xác nhận rằng các phân phối hậu nghiệm được ước lượng là đáng tin cậy và phù hợp để phân tích và diễn giải kết quả nghiên cứu.

4.3. Thảo luận

Kết quả ước lượng Bayes cho thấy mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR có tác động âm rõ ràng lên biến động dòng vốn danh mục, phù hợp với kỳ vọng đầu của nghiên cứu. Kết quả này không hàm ý môi trường đầu tư trở nên thuận lợi hơn, mà phản ánh xu hướng nhà đầu tư danh mục trở nên thận trọng hơn và hạn chế tái phân bổ danh mục trong bối cảnh tín hiệu thể chế thiếu nhất quán, từ đó làm giảm mức độ dao động của dòng vốn theo thời gian. Kết quả này nhất quán với lý thuyết tín hiệu (Spence, 1978) và bất cân xứng thông tin (Akerlof, 1978): khi các tín hiệu ở cấp quốc gia thiếu đồng bộ, nhà đầu tư khó phân tích đúng trạng thái rủi ro dài hạn, từ đó điều chỉnh kỳ vọng và hành vi phân bổ danh mục. Ở góc độ tài chính quốc tế, phát hiện này cũng phù hợp với các nghiên cứu nhấn mạnh biến động dòng vốn danh mục chịu tác động mạnh bởi cơ chế kỳ vọng và định giá rủi ro trong bối cảnh bất định (Forbes & Warnock, 2012; Ahmed & cộng sự, 2016); đồng thời, tương thích với các nghiên cứu xem các chỉ báo quốc gia như xếp hạng tín nhiệm là tín hiệu quan trọng trong đánh giá rủi ro (Emara & El Said, 2021). Kết quả cũng phù hợp với quan điểm ESG đóng vai trò như một tín hiệu về chất lượng thể chế và rủi ro dài hạn trong quyết định phân bổ vốn (Christensen & cộng sự, 2022). Đồng thời, việc nhấn mạnh “không đồng nhất” giữa các tín hiệu cũng đồng điệu với các khác biệt trong đo lường và cách thị trường diễn giải thông tin bền vững (Berg & cộng sự, 2022). Khi phân rã theo trụ cột (E, S, G), nghiên cứu không ghi nhận bằng chứng hậu nghiệm rõ ràng ở từng trụ cột riêng lẻ, qua đó gợi ý rằng tác động quan sát được ở biến tổng hợp có thể phản ánh hiệu ứng tổng hợp của bộ tín hiệu ESG, phù hợp với lập luận trong các nghiên cứu cho rằng dòng vốn và biến động thị trường ở các nền kinh tế mới nổi còn chịu ảnh hưởng bởi kỳ vọng và bối cảnh rủi ro (Luo & Tan, 2024; Pagliari & Hannan, 2024; Kacperczyk & cộng sự, 2025). Đối với các biến kiểm soát, dấu tác động quan sát được nhìn chung tương thích với các nghiên cứu về vai trò của các yếu tố vĩ mô trong nước và điều kiện vĩ mô đối với biến động dòng vốn tại các nền kinh tế mới nổi (Claessens & Ghosh, 2013; Ghosh & cộng sự, 2014; Opperman & Adjasi, 2017), qua đó củng cố rằng kết quả của biến mức độ không đồng nhất ESG và SCR là ổn định khi kiểm soát các đặc trưng vĩ mô cơ bản.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Nghiên cứu này phân tích tác động của mức độ không đồng nhất giữa ESG và SCR đối với biến động dòng vốn danh mục tại các nền kinh tế châu Á, sử dụng phương pháp Bayes nhằm khai thác đầy đủ thông tin hậu nghiệm và đảm bảo độ tin cậy của suy luận. Kết quả thực nghiệm cho thấy mức độ không đồng nhất ESG-SCR có tác động âm rõ ràng lên biến động dòng vốn danh mục, phản ánh sự điều chỉnh hành vi theo hướng thận trọng hơn của nhà đầu tư danh mục. Kết quả này, nhấn mạnh vai trò của tính nhất quán giữa các tín hiệu thể chế trong việc định hình kỳ vọng và hành vi của nhà đầu tư quốc tế.

Khi phân rã mức độ không đồng nhất theo từng trụ cột môi trường, xã hội và quản trị, nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng hậu nghiệm rõ ràng ở cấp độ trụ cột riêng lẻ. Kết quả này gợi ý rằng tác động quan sát được ở cấp tổng thể phản ánh hiệu ứng tổng hợp của bộ tín hiệu ESG, thay vì xuất phát từ một thành phần đơn lẻ, đồng thời củng cố lập luận rằng nhà đầu tư thường tiếp cận ESG như một chỉ báo tổng hợp về chất lượng thể chế và rủi ro dài hạn ở cấp quốc gia.

Về mặt học thuật, nghiên cứu góp phần mở rộng tài liệu thực nghiệm về dòng vốn danh mục bằng cách đưa vào khái niệm không đồng nhất giữa các tín hiệu quốc gia, kết hợp giữa góc nhìn bền vững và tín nhiệm quốc gia trong một khuôn khổ thống nhất. Về mặt thực tiễn, kết quả cho thấy việc cải thiện và hài hòa hóa các tín hiệu thể chế, đặc biệt giữa chính sách bền vững và nền tảng tín nhiệm quốc gia, có thể đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định dòng vốn tài chính quốc tế tại các nền kinh tế mới nổi.

5.2. Hàm ý chính sách

Trước hết, kết quả nghiên cứu cho thấy tính nhất quán giữa tín hiệu ESG và SCR đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định dòng vốn danh mục. Do đó, các cơ quan hoạch định chính sách cần chú trọng đồng bộ hóa chiến lược phát triển bền vững với các nền tảng kinh tế vĩ mô và tài khóa nhằm cải thiện đồng thời cả chất lượng ESG và mức độ tín nhiệm quốc gia. Việc thúc đẩy các cam kết bền vững nhưng thiếu sự hỗ trợ

từ nền tảng tài chính - kinh tế vĩ mô có thể làm gia tăng mức độ không đồng nhất tín hiệu, từ đó ảnh hưởng bất lợi đến niềm tin của nhà đầu tư quốc tế.

Thứ hai, kết quả phân tích theo trụ cột cho thấy tác động của ESG đối với biến động dòng vốn danh mục chủ yếu mang tính tổng hợp, thay vì xuất phát từ một trụ cột riêng lẻ. Điều này hàm ý rằng các chính sách liên quan đến ESG nên được thiết kế theo cách tiếp cận toàn diện, tránh triển khai rời rạc hoặc thiên lệch vào một khía cạnh đơn lẻ như môi trường hay xã hội, trong khi bỏ qua vai trò nền tảng của quản trị quốc gia. Một khuôn khổ chính sách ESG đồng bộ và nhất quán sẽ giúp tăng độ tin cậy của tín hiệu quốc gia trên thị trường tài chính quốc tế.

Thứ ba, từ góc độ quản lý dòng vốn, kết quả nghiên cứu gợi ý rằng ổn định các điều kiện vĩ mô cơ bản, đặc biệt là kiểm soát lạm phát, điều hành tín dụng trong nước và lãi suất thực, vẫn là yếu tố quan trọng nhằm hạn chế biến động dòng vốn danh mục. Các chính sách vĩ mô thận trọng, kết hợp với cải thiện chất lượng thông tin và minh bạch hóa tín hiệu quốc gia, có thể giúp giảm thiểu các phản ứng điều chỉnh danh mục mang tính ngắn hạn của nhà đầu tư nước ngoài.

Thứ tư, nghiên cứu nhấn mạnh vai trò của minh bạch thông tin và truyền thông chính sách trong việc giảm thiểu bất cân xứng thông tin giữa quốc gia tiếp nhận vốn và nhà đầu tư quốc tế. Việc công bố nhất quán, đáng tin cậy và có thể so sánh quốc tế về các chỉ số ESG, cùng với sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan liên quan đến tài khóa, tiền tệ và phát triển bền vững, sẽ góp phần củng cố niềm tin thị trường và hướng dòng vốn danh mục theo hướng ổn định và bền vững hơn.

5.3. Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Mặc dù vậy, nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế liên quan đến phạm vi mẫu. Đây cũng là hướng gợi mở cho các nghiên cứu tiếp theo, như mở rộng sang các khu vực khác, hoặc phân tích sâu hơn các kênh truyền dẫn giữa tín hiệu thể chế và hành vi đầu tư quốc tế.

Phụ lục. Các nền kinh tế mới nổi châu Á (phân loại theo FTSE)

STT	Các nền kinh tế mới nổi
1	Ả Rập Xê Út
2	Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất
3	Ấn Độ
4	Indonesia
5	Kuwait
6	Malaysia
7	Pakistan
8	Philippines
9	Qatar
10	Thái Lan
11	Trung Quốc
12	Việt Nam

Lời thừa nhận/cảm ơn:

Nghiên cứu này nhận được sự hỗ trợ từ Trường Đại học Tài chính - Marketing. 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

- Ahmed, S., Curcuru, S., Warnock, F. & Zlate, A. (2016, September). *Decomposing international portfolio flows*. Paper presented at the SUERF/PSE/CEPII Conference “Rethinking Capital Controls and Capital Flows”.
- Akerlof, G.A. (1978). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. In *Uncertainty in economics* (pp. 235-251). Academic Press.
- Berg, F., Koelbel, J.F. & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1334.
- Christensen, D.M., Serafeim, G. & Sikochi, A. (2022). Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, 97(1), 147-175.
- Claessens, S. & Ghosh, S.R. (2013). Capital flow volatility and systemic risk in emerging markets: The policy toolkit. In Acharya, V., Canuto, O., Cavallari, M., Claessens, S., Ghosh, S., Harris, R.E., Lee, J.K., Mihet, R., Shin, H.S. & da Silva, L.A.P. (Eds.). *Dealing with the challenges of macro financial linkages in emerging markets* (pp. 91-118). World Bank.
- Emara, N. & El Said, A. (2021). Sovereign ratings, foreign direct investment and contagion in emerging markets: Does being a BRICS country matter?. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5217-5234.
- Forbes, K.J. & Warnock, F.E. (2012). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of international economics*, 88(2), 235-251.
- Gelman, A., Carlin, J.B., Stern, H.S. & Rubin, D.B. (1995). *Bayesian data analysis*. Chapman and Hall/CRC.
- Ghosh, A.R., Qureshi, M.S., Kim, J.I. & Zalduendo, J. (2014). Surges. *Journal of International Economics*, 92(2), 266-285.
- Kacperczyk, M., Nosal, J. & Wang, T. (2025). Global volatility and firm-level capital flows. *Journal of Financial Economics*, 169, 104078.
- Luo, H. & Tan, J. (2024). The “Butterfly effect” of volatility in net international capital flows: An analysis of co-movement characteristics and influencing factors. *Sustainability*, 16(17), 7302.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Neumann, R.M., Penl, R. & Tanku, A. (2009). Volatility of capital flows and financial liberalization: Do specific flows respond differently?. *International review of economics & finance*, 18(3), 488-501.
- Opperman, P. & Adjasi, C.K.D. (2017). The determinants of private capital flow volatility in Sub-Saharan African countries. *Research in International Business and Finance*, 42, 312-320.
- Pagliari, M.S. & Hannan, S.A. (2024). The volatility of capital flows in emerging markets: Measures and determinants. *Journal of International Money and Finance*, 145, 103095.
- Spence, M. (1978). Job market signaling. In *Uncertainty in economics* (pp. 281-306). Academic Press.