
ẢNH HƯỞNG CỦA MỨC ĐỘ THỰC HÀNH ESG ĐẾN TỐC ĐỘ ĐIỀU CHỈNH CẤU TRÚC VỐN CỦA DOANH NGHIỆP – BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI CÁC QUỐC GIA ĐANG PHÁT TRIỂN KHU VỰC CHÂU Á

Mai Bảo Ngọc

Trường Đại học Tài chính Marketing

Email: mbngoc@ufm.edu.vn

Nguyễn Thị Mỹ Linh*

Trường Đại học Tài chính Marketing

Email: ntmylinh@ufm.edu.vn

Mã bài báo: JED-2834

Ngày nhận: 06/01/2026

Ngày nhận bản sửa: 18/02/2026

Ngày duyệt đăng: 23/02/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.2834

Tóm tắt:

Nghiên cứu xem xét tác động của mức độ thực hành ESG đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại các quốc gia đang phát triển khu vực châu Á, dựa trên khuôn khổ lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn động và mô hình điều chỉnh từng phần. Sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng của 1.168 doanh nghiệp thuộc 8 quốc gia trong giai đoạn 2015-2024 từ Refinitiv Eikon, với kỹ thuật ước lượng GMM, nghiên cứu phân tích vai trò của việc thực hiện các hoạt động ESG trong quá trình doanh nghiệp điều chỉnh đòn bẩy tài chính về mức mục tiêu. Kết quả cho thấy mức độ triển khai ESG có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, hàm ý rằng các doanh nghiệp có ESG cao điều chỉnh đòn bẩy nhanh hơn. Kết quả này nhất quán với cả thước đo đòn bẩy sổ sách và thị trường, qua đó khẳng định tính vững của nghiên cứu và khẳng định đóng góp có ý nghĩa và đáng tin cậy về mặt khoa học và thực tiễn.

Từ khóa: Khu vực Châu Á, ESG, doanh nghiệp niêm yết, tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn.

Mã JEL: G32, G34, O16, Q56.

The impact of ESG ratings on the speed of capital structure adjustment: Empirical evidence from developing countries in Asia

Abstract:

This research examines the impact of ESG implementation on the speed of capital structure adjustment among listed firms in developing Asian economies, within the framework of the dynamic trade-off theory and the partial adjustment model. Using an unbalanced panel of 1,168 firms across eight countries over the period 2015-2024, sourced from Refinitiv Eikon, and employing GMM estimation techniques, the study investigates the role of ESG implementation in firms' adjustments of financial leverage toward target levels. The results indicate that ESG performance exerts a positive and statistically significant effect on the speed of capital structure adjustment, implying that firms with higher ESG performance adjust their leverage more rapidly. These findings are robust across both book-based and market-based leverage measures, thereby confirming the robustness of the results and highlighting the study's meaningful and reliable contributions to both academic and practical aspects.

Keywords: Asian economies, ESG, listed firms, the speed of capital structure adjustment.

JEL Codes: G32, G34, O16, Q56.

1. Giới thiệu

Trong tài chính doanh nghiệp, tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn phản ánh mức độ linh hoạt của doanh nghiệp trong việc đưa tỷ lệ nợ thực tế tiệm cận mức đòn bẩy mục tiêu khi chịu tác động của các chi phí điều chỉnh và ràng buộc từ thị trường vốn. Do sự tồn tại của chi phí phát hành, chi phí tái cấu trúc và bất cân xứng thông tin, quá trình điều chỉnh thường diễn ra từng phần theo thời gian thay vì tức thời. Tốc độ điều chỉnh cao cho thấy doanh nghiệp có khả năng thích ứng tài chính tốt và phản ứng kịp thời trước các cú sốc kinh tế, trong khi tốc độ điều chỉnh thấp hàm ý sự trì hoãn trong tái cân bằng tài chính, kéo theo nguy cơ gia tăng chi phí vốn và rủi ro tài chính.

Trong bối cảnh phát triển bền vững ngày càng được chú trọng, các tiêu chí Môi trường - Xã hội - Quản trị (ESG) đang trở thành một yếu tố quan trọng trong quản trị doanh nghiệp và các quyết định tài chính. Nhiều nghiên cứu quốc tế cho thấy doanh nghiệp có hiệu quả ESG cao thường có chi phí vốn thấp hơn, khả năng tiếp cận nguồn tài trợ tốt hơn và hiệu quả hoạt động dài hạn cao hơn (El Ghoul & cộng sự, 2011; Cheng & cộng sự, 2014). Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu hiện hữu mới tập trung vào mối quan hệ tĩnh giữa ESG và cấu trúc vốn, trong khi các bằng chứng về khía cạnh động, đặc biệt là tác động của ESG đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn về mức mục tiêu vẫn còn hạn chế. Một số nghiên cứu gần đây gợi ý rằng doanh nghiệp có ESG cao điều chỉnh đòn bẩy nhanh hơn nhờ chi phí điều chỉnh thấp hơn (Adeneye & cộng sự, 2023; Xu & cộng sự, 2024), song các bằng chứng này chủ yếu tập trung vào các nền kinh tế phát triển hoặc bối cảnh các quốc gia đơn lẻ. Do đó, các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ này tại các quốc gia đang phát triển ở châu Á vẫn còn tương đối hạn chế.

Trên cơ sở đó, nghiên cứu này tập trung phân tích tác động của mức độ thực hành ESG đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại một số quốc gia đang phát triển ở châu Á trong giai đoạn 2015-2024. Bằng cách áp dụng mô hình điều chỉnh từng phần để ước lượng tốc độ điều chỉnh và xác định đòn bẩy mục tiêu, sau đó xây dựng mô hình hồi quy với biến tương tác giữa ESG và độ lệch khỏi cấu trúc vốn mục tiêu, nghiên cứu làm rõ vai trò của ESG như một yếu tố ảnh hưởng đến động lực điều chỉnh tài chính của doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu không chỉ góp phần mở rộng tài liệu về tài chính bền vững theo góc độ tiếp cận động, mà còn mang lại hàm ý thực tiễn cho doanh nghiệp trong việc tích hợp ESG vào chiến lược cấu trúc vốn, đồng thời cung cấp cơ sở tham khảo cho các nhà hoạch định chính sách trong việc hoàn thiện khung quản trị ESG và thúc đẩy sự phát triển bền vững của thị trường vốn tại các nền kinh tế đang phát triển.

2. Cơ sở lý luận và tổng quan nghiên cứu

Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn động, doanh nghiệp tồn tại một mức đòn bẩy mục tiêu phản ánh sự cân bằng tối ưu giữa lợi ích thuế của việc sử dụng nợ và các chi phí liên quan đến rủi ro tài chính. Tuy nhiên, trong điều kiện thị trường vốn không hoàn hảo, doanh nghiệp không thể điều chỉnh cấu trúc vốn tức thời về mức mục tiêu do phải đối mặt với nhiều loại chi phí điều chỉnh, bao gồm chi phí phát hành chứng khoán, chi phí tái cấu trúc nợ, chi phí giao dịch và các chi phí phát sinh từ bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư (Fischer & cộng sự, 1989; Flannery & Rangan, 2006). Vì vậy, quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn thường diễn ra từng phần theo thời gian, trong đó tốc độ điều chỉnh phản ánh mức độ mà doanh nghiệp có thể thu hẹp khoảng cách giữa đòn bẩy tài chính thực tế và mức đòn bẩy mục tiêu trong mỗi kỳ.

Khi chi phí điều chỉnh cao hoặc khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài bị hạn chế, doanh nghiệp có xu hướng trì hoãn hoặc điều chỉnh cấu trúc vốn với tốc độ chậm hơn, ngay cả khi mức độ sai lệch so với cấu trúc vốn tối ưu là đáng kể. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy hiện tượng này đặc biệt phổ biến tại các nền kinh tế đang phát triển, nơi môi trường thể chế chưa hoàn thiện và rủi ro thông tin trên thị trường vốn còn cao, khiến chi phí phát hành và tái cấu trúc tài trợ gia tăng đáng kể (Öztekın & Flannery, 2012; Chen, 2004; Sbeiti, 2010). Trong bối cảnh đó, các yếu tố có khả năng làm giảm chi phí điều chỉnh hoặc cải thiện khả năng tiếp cận nguồn vốn đóng vai trò then chốt trong việc thúc đẩy tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Trong khuôn khổ này, mức độ triển khai ESG được kỳ vọng có thể làm thay đổi đáng kể chi phí và lợi ích

của quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn. Theo lý thuyết các bên liên quan, doanh nghiệp không chỉ theo đuổi mục tiêu tối đa hóa giá trị cho cổ đông mà còn cần quản trị hiệu quả mối quan hệ với các nhóm liên quan như chủ nợ, người lao động, khách hàng, nhà cung cấp và cộng đồng (Freeman, 2010). Việc triển khai ESG một cách nhất quán phản ánh cam kết của doanh nghiệp trong việc cân bằng lợi ích của các bên liên quan và giảm thiểu các xung đột lợi ích tiềm ẩn. Khi mối quan hệ với các bên liên quan được cải thiện, doanh nghiệp có thể đối mặt với ít trở ngại hơn trong quá trình huy động và tái cấu trúc nguồn vốn, qua đó làm giảm chi phí giao dịch, chi phí đại diện và độ trễ trong điều chỉnh cấu trúc vốn.

Bên cạnh đó, theo lý thuyết tín hiệu, trong điều kiện tồn tại bất cân xứng thông tin, các doanh nghiệp có chất lượng cao có động cơ phát đi những tín hiệu đáng tin cậy nhằm phân biệt mình với các doanh nghiệp chất lượng thấp trên thị trường vốn (Spence, 1978). Việc duy trì mức độ triển khai ESG cao có thể được xem là một tín hiệu phi tài chính phản ánh cam kết dài hạn của doanh nghiệp đối với phát triển bền vững, quản trị rủi ro và trách nhiệm xã hội. Do việc triển khai ESG thường đòi hỏi chi phí đầu tư và tuân thủ đáng kể, chỉ những doanh nghiệp có nền tảng tài chính vững mạnh và triển vọng dài hạn tích cực mới có khả năng phát đi tín hiệu này một cách nhất quán. Tín hiệu ESG tích cực giúp giảm mức độ nghi ngờ của nhà đầu tư và chủ nợ, cải thiện mức độ tin cậy của doanh nghiệp trên thị trường vốn, từ đó nâng cao khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ bên ngoài với chi phí thấp hơn và tạo điều kiện thuận lợi cho các quyết định điều chỉnh cấu trúc vốn khi đòn bẩy tài chính lệch khỏi mức mục tiêu.

Các bằng chứng thực nghiệm gần đây cũng củng cố lập luận rằng ESG đóng vai trò tích cực trong quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn động của doanh nghiệp. Ho & cộng sự (2021), dựa trên mẫu dữ liệu tại 31 quốc gia, cho thấy các doanh nghiệp có mức độ thực hành ESG cao điều chỉnh đòn bẩy tài chính về mức mục tiêu nhanh hơn nhờ giảm bất cân xứng thông tin, chi phí đại diện và chi phí giao dịch. Trong bối cảnh Trung Quốc, Xu & cộng sự (2024) cũng tìm thấy tác động tích cực của ESG đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, đặc biệt đối với các doanh nghiệp nhà nước và các công ty có mức đòn bẩy cao. Tại các quốc gia đang phát triển ở châu Á, Adeneye & cộng sự (2023) và Lin & cộng sự (2021) chỉ ra rằng các doanh nghiệp có mức độ triển khai ESG hoặc CSR cao thường đạt được tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn cao hơn so với các doanh nghiệp còn lại. Hussain & cộng sự (2020), khi phân tích vai trò của công bố thông tin môi trường tự nguyện tại Malaysia, cũng cho thấy các doanh nghiệp có mức độ công bố thông tin môi trường cao điều chỉnh về đòn bẩy mục tiêu nhanh hơn, phản ánh khả năng tiếp cận nguồn vốn bên ngoài thuận lợi hơn và mức độ rủi ro cảm nhận thấp hơn từ phía nhà đầu tư.

Tổng hợp các lập luận lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm cho thấy mức độ triển khai ESG có tiềm năng làm giảm chi phí điều chỉnh cấu trúc vốn thông qua việc cải thiện môi trường thông tin, củng cố uy tín trên thị trường vốn và nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp. Nhờ đó, các doanh nghiệp triển khai ESG hiệu quả được kỳ vọng sẽ điều chỉnh đòn bẩy tài chính về mức mục tiêu nhanh hơn, đặc biệt trong bối cảnh các quốc gia đang phát triển, nơi thị trường vốn còn kém hoàn thiện và các rào cản trong tiếp cận tài trợ bên ngoài vẫn tương đối lớn. Đây cũng chính là cơ sở để nghiên cứu này tiếp tục kiểm định một cách hệ thống tác động của mức độ triển khai ESG đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp. Từ các lập luận trên, nghiên cứu đề xuất giả thuyết nghiên cứu chính thức như sau:

Mức độ triển khai ESG có tác động cùng chiều đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp, nghĩa là các doanh nghiệp có mức độ triển khai ESG cao điều chỉnh đòn bẩy tài chính về mức mục tiêu nhanh hơn so với các doanh nghiệp có mức độ triển khai ESG thấp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ cơ sở dữ liệu Refinitiv Eikon, bao gồm dữ liệu kế toán và chỉ số ESG của các doanh nghiệp niêm yết tại các quốc gia đang phát triển ở châu Á. Mẫu nghiên cứu được xây dựng bằng cách lựa chọn các quốc gia được World Bank xếp vào nhóm nền kinh tế đang phát triển và có mức độ bao phủ dữ liệu ESG đủ lớn trên Refinitiv để bảo đảm độ tin cậy của phân tích thực nghiệm. Cụ thể, mẫu nghiên cứu bao gồm tám quốc gia: Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ, Pakistan, Indonesia, Malaysia, Thái Lan

và Philippines, là những thị trường mà Refinitiv cung cấp thông tin ESG nhất quán cho một số lượng đáng kể doanh nghiệp niêm yết. Chỉ số ESG của Refinitiv được xây dựng trên ba trụ cột Môi trường (E), Xã hội (S) và Quản trị (G), dựa trên hơn 450 chỉ tiêu thành phần được thu thập, chuẩn hóa và tổng hợp theo một phương pháp thống nhất, qua đó bảo đảm độ tin cậy của dữ liệu ESG trong bối cảnh đa quốc gia. Bộ dữ liệu cuối cùng gồm 1.168 doanh nghiệp với 6.405 quan sát trong giai đoạn 2015-2024. Các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính, bao gồm ngân hàng, bảo hiểm và các định chế tài chính khác, được loại khỏi mẫu nhằm tránh sai lệch do đặc thù về quy định, cấu trúc bảng cân đối kế toán và cơ chế tài trợ vốn khác biệt so với các doanh nghiệp phi tài chính. Việc sử dụng dữ liệu đa quốc gia cho phép phản ánh sự khác biệt về thể chế và mức độ phát triển của thị trường tài chính, qua đó nâng cao tính khái quát của kết quả nghiên cứu; bộ dữ liệu có dạng bảng không cân bằng do sự khác biệt về thời điểm công bố thông tin ESG giữa các doanh nghiệp.

3.2. Mô hình và biến nghiên cứu

Trong thị trường hoàn hảo, doanh nghiệp có thể dễ dàng điều chỉnh cơ cấu vốn để đạt mức mục tiêu. Tuy nhiên, trong điều kiện thị trường thực tế, quá trình điều chỉnh bị chi phối bởi kỳ vọng dòng tiền, khả năng tiếp cận tín dụng và nhiều loại chi phí như chi phí đại diện, lựa chọn đối nghịch hay chi phí phát hành (Huang & Ritter, 2009; Öztekin, 2015). Vì vậy, doanh nghiệp chỉ điều chỉnh cơ cấu vốn khi lợi ích vượt qua chi phí điều chỉnh (Flannery & Rangan, 2006). Quan điểm này nhấn mạnh rằng quyết định điều chỉnh luôn là sự cân bằng giữa lợi ích và chi phí. Quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn được mô hình hóa như sau:

$$\Delta LEV_{i,t+1} = LEV_{i,t+1} - LEV_{i,t} = \alpha + \delta(LEV_{i,t+1}^* - LEV_{i,t}) + e_{i,t+1} \quad (1)$$

Trong đó:

LEV: cấu trúc vốn thực tế;

LEV*: cấu trúc vốn mục tiêu;

ΔLEV : mức thay đổi cấu trúc vốn giữa năm t và năm $t + 1$;

δ : Tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn;

Mô hình (1) là mô hình điều chỉnh cấu trúc vốn từng phần, phản ánh quá trình doanh nghiệp điều chỉnh cơ cấu vốn thực tế hướng về mức mục tiêu trong điều kiện tồn tại chi phí điều chỉnh, hệ số δ biểu thị tốc độ điều chỉnh.

Cấu trúc vốn mục tiêu không được quan sát trực tiếp mà được xác định như giá trị tối ưu của mô hình các nhân tố tác động đến cấu trúc vốn, cụ thể như sau:

$$LEV_{i,t+1}^* = \theta X_{i,t} + \mu_i \quad (2)$$

Trong đó:

θ : Hệ số ước lượng của các nhân tố đặc thù công ty tác động đến cấu trúc vốn;

X: Các nhân tố đặc thù công ty tác động đến cấu trúc vốn;

μ : Ảnh hưởng cố định công ty;

Mô hình (2) mô tả cấu trúc vốn mục tiêu tại thời điểm $t+1$, trong đó LEV* phụ thuộc vào các đặc điểm doanh nghiệp. Thành phần θ phản ánh tác động của các biến giải thích X, được lựa chọn dựa trên nền tảng lý thuyết cấu trúc vốn và bằng chứng thực nghiệm. Thay thế cấu trúc vốn mục tiêu trong mô hình (2) vào mô hình (1) ta có:

$$LEV_{i,t+1} - LEV_{i,t} = \alpha + \delta[(\theta X_{i,t} + \mu_i) - LEV_{i,t}] + e_{i,t+1} \quad (3)$$

Đưa $LEV_{i,t}$ sang vế phải, phương trình có thể viết lại như sau:

$$LEV_{i,t+1} = \alpha + (1 - \delta)LEV_{i,t} + \delta\theta X_{i,t} + \delta\mu_i + e_{i,t+1} \quad (4)$$

Ước lượng phương trình (4) cho toàn bộ mẫu dữ liệu để thu được tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn δ , và các hệ số của những nhân tố quyết định đòn bẩy mục tiêu. Dựa trên các ước lượng này và Phương trình (2), nhóm tác giả tính ra mức đòn bẩy mục tiêu LEV*, và từ đó xác định độ lệch so với mức đòn bẩy mục tiêu theo công thức:

$$DLEV_{i,t} = LEV_{i,t+1}^* - LEV_{i,t}$$

Trên nền tảng giả thuyết nghiên cứu mối quan hệ giữa mức độ thực hành ESG và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, tác động của mức độ thực hành ESG đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn được thể hiện thông qua mô hình có dạng như sau:

$$\delta_{i,t} = \beta ESG_{i,t} + \gamma Z_{i,t} \quad (5)$$

Trong đó:

δ : Tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn;

ESG: mức độ thực hành ESG;

Z: Các nhân tố đặc thù công ty tác động tới tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn.

Thay thế công thức của mô hình (5) vào mô hình (1), ta có:

$$\Delta LEV_{i,t+1} = \alpha + \beta(ESG \times DLEV)_{i,t} + \gamma(Z \times DLEV)_{i,t} + e_{i,t+1} \quad (6)$$

Trong đó:

ΔLEV : mức thay đổi cấu trúc vốn giữa năm t và năm t + 1;

$DLEV_{i,t} = LEV_{i,t+1}^* - LEV_{i,t}$: chênh lệch giữa cấu trúc vốn mục tiêu và cấu trúc vốn thực tế;

Dựa trên mô hình (6), nghiên cứu này nhằm kiểm định tác động của ESG đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn thông qua biến tương tác giữa mức độ thực hành ESG và độ chệch khỏi cấu trúc vốn mục tiêu ($ESG \times DLEV$). Trong đó, hệ số ước lượng β phản ánh mức độ mà mức độ triển khai ESG ảnh hưởng đến tốc độ doanh nghiệp điều chỉnh đòn bẩy tài chính trở về mức tối ưu. Cụ thể, nếu β mang giá trị dương (âm), điều đó cho thấy ESG làm gia tăng (làm giảm) tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn khi doanh nghiệp lệch khỏi mức mục tiêu. Bên cạnh đó, mô hình cũng xem xét các biến kiểm soát khác thông qua thành phần tương tác ($Z \times DLEV$), với hệ số γ phản ánh tác động của những yếu tố đặc thù công ty đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Như vậy, mô hình (6) cho phép không chỉ xác định vai trò riêng của việc triển khai ESG mà còn đánh giá tác động tương đối của các yếu tố đặc thù công ty đối với tiến trình doanh nghiệp đưa cấu trúc vốn về mức mục tiêu. Các biến của mô hình được tóm lược như Bảng 1.

Bảng 1. Tóm tắt biến nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Công thức tính	Nghiên cứu liên quan
<i>Biến phụ thuộc</i>			
Đòn bẩy sổ sách	BLEV	Tổng nợ/Tổng tài sản	Rajan & Zingales (1995); Flannery & Rangan (2006)
Đòn bẩy thị trường	MLEV	Tổng nợ/(Tổng nợ + Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu)	Fama & French (2002); Öztekin & Flannery (2012)
<i>Biến độc lập</i>			
Mức độ triển khai ESG	ESG	Chỉ số ESG Score của Refinitiv	Buallay (2019)
<i>Biến đặc thù xác định cấu trúc vốn mục tiêu của công ty</i>			
Khả năng sinh lời	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản $\times 100\%$	Rajan & Zingales (1995); Huang & Ritter (2009); Dang & cộng sự (2012)
Cơ hội tăng trưởng	MB	Tobin's Q = (Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu + Giá trị sổ sách nợ)/Tổng tài sản	Myers (1977); Flannery & Rangan (2006); Dang & cộng sự (2012)
Tài sản hữu hình	PPE	Tài sản cố định hữu hình/Tổng tài sản	Harris & Raviv (1991); Frank & Goyal (2009); Drobetz & cộng sự (2015)
Lá chắn thuế phi nợ	DEP	Khấu hao/Tổng tài sản	DeAngelo & Masulis (1980); Titman & Wessels (1988); Rajan & Zingales (1995)
Tỷ lệ nắm giữ tiền mặt	CASH	Tiền mặt và các khoản tương đương tiền/nợ ngắn hạn	Nguyen & cộng sự (2016); Martínez-Sola & cộng sự (2013)

3.3. Phương pháp ước lượng

Phương pháp ước lượng được lựa chọn phù hợp với đặc điểm của từng mô hình và mục tiêu phân tích. Mô hình (4) – mô hình điều chỉnh cấu trúc vốn động dùng để xác định cấu trúc vốn mục tiêu và tốc độ điều chỉnh cơ bản – được ước lượng bằng Generalized Method of Moments (GMM) nhằm xử lý vấn đề nội sinh phát sinh từ sự xuất hiện của biến phụ thuộc trễ, cũng như khả năng tương quan hai chiều giữa cấu trúc vốn và các đặc điểm doanh nghiệp. Cách tiếp cận này cho phép kiểm soát sai lệch ước lượng và đảm bảo tính nhất quán của các hệ số trong bối cảnh dữ liệu bảng động. Trong khi đó, mô hình (6) – mô hình mở rộng nhằm kiểm định tác động của ESG đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn thông qua các biến tương tác ESG \times DLEV và Z \times DLEV – được ước lượng bằng Pooled OLS. Việc sử dụng OLS là phù hợp do DLEV là biến được tạo ra từ bước ước lượng trước và mô hình tập trung vào việc đánh giá mối quan hệ tương tác, đồng thời sai số chuẩn được hiệu chỉnh phù hợp để đảm bảo độ tin cậy của kết quả.

Nghiên cứu này nhận diện khả năng tồn tại vấn đề nội sinh trong mô hình, chủ yếu xuất phát từ dị biệt không quan sát được giữa các doanh nghiệp cũng như mối quan hệ nhân quả tiềm ẩn giữa mức độ thực hành ESG và tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn. Để hạn chế các nguồn nội sinh này, mô hình (6) được ước lượng với các tác động cố định theo quốc gia, ngành và năm, qua đó kiểm soát các đặc điểm thể chế bất biến theo quốc gia, các động thái đặc thù theo ngành và các cú sốc vĩ mô chung theo thời gian. Bên cạnh đó, nghiên cứu sử dụng giá trị trễ của các biến độc lập, đặc biệt là biến tương tác giữa ESG và độ lệch khỏi cấu trúc vốn mục tiêu, nhằm hạn chế khả năng tác động theo chiều ngược lại từ tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn đến mức độ thực hành ESG.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả và tương quan các biến

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ESG	6.405	49,10	17,08	0,88	92,96
BLEV	6.405	0,49	0,20	0,00	0,97
MLEV	6.405	0,36	0,27	0,00	0,95
MB	6.405	2,51	2,58	0,12	14,76
ROA	6.405	0,06	0,09	-1,67	0,89
PPE	6.405	0,27	0,22	0,0000046	0,81
DEP	6.405	0,02	0,02	0,00000024	0,19
CASH	6.405	0,09	0,11	0,0000019	2,27

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

Kết quả thống kê mô tả cho thấy các biến trong mẫu nghiên cứu có mức độ phân tán tương đối lớn, phản ánh sự khác biệt đáng kể về đặc điểm tài chính và mức độ thực hành ESG giữa các doanh nghiệp tại các quốc gia đang phát triển. Chỉ số ESG có giá trị trung bình 49,10 với độ lệch chuẩn 17,08, cho thấy mức độ thực hành ESG ở mức trung bình nhưng phân hóa rõ rệt giữa các doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính đo bằng giá trị sổ sách và thị trường lần lượt đạt trung bình 0,49 và 0,36, hàm ý mức sử dụng nợ ở mức vừa phải nhưng khác biệt đáng kể trong chính sách tài trợ vốn. Các biến đặc trưng doanh nghiệp như MB, ROA, PPE, DEP và CASH cũng cho thấy mức độ biến thiên lớn, phản ánh sự không đồng nhất về cơ hội tăng trưởng, khả năng sinh lời, cấu trúc tài sản và chính sách nắm giữ tiền mặt.

Bảng tương quan cho thấy mối quan hệ giữa các biến nhìn chung ở mức thấp đến trung bình, hàm ý rủi ro đa cộng tuyến không nghiêm trọng. ESG chỉ có tương quan rất nhỏ với các biến tài chính, cho thấy mức độ thực hành ESG tương đối độc lập với cấu trúc vốn và đặc điểm doanh nghiệp. Trong khi đó, BLEV và MLEV có tương quan dương tương đối cao, phản ánh tính nhất quán giữa hai thước đo đòn bẩy. MB có tương quan âm với đòn bẩy và tương quan dương với ROA, phù hợp với lập luận rằng doanh nghiệp có cơ hội tăng trưởng và khả năng sinh lời cao thường sử dụng nợ ở mức thấp hơn. PPE và DEP có tương quan

đương khá cao, phản ánh mối liên hệ tự nhiên giữa tài sản hữu hình và khấu hao. Tổng thể, các kết quả này cho thấy bộ dữ liệu phù hợp để tiếp tục phân tích hồi quy.

Bảng 3. Bảng tương quan giữa các biến

Biến	ESG	BLEV	MLEV	MB	ROA	PPE	DEP	CASH
ESG	1							
BLEV	0,050	1						
MLEV	0,027	0,614	1					
MB	0,028	-0,241	-0,610	1				
ROA	0,036	-0,297	-0,419	0,409	1			
PPE	-0,068	0,026	0,040	-0,043	-0,033	1		
DEP	-0,017	-0,009	-0,093	0,092	-0,006	0,654	1	
CASH	0,039	-0,138	-0,120	0,048	-0,008	-0,190	-0,015	1

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

4.2. Kết quả hồi quy

Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng tác động của mức độ thực hành ESG đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp theo mô hình điều chỉnh từng phần, được xây dựng trên cơ sở phương trình (6). Trong đó, tốc độ điều chỉnh được phản ánh thông qua các biến tương tác giữa độ lệch khỏi cấu trúc vốn mục tiêu (DLEV) và mức độ thực hành ESG, đồng thời kiểm soát các đặc điểm đặc thù doanh nghiệp như giá trị thị trường, khả năng sinh lời, tài sản hữu hình và khả năng thanh khoản. Mô hình (1) sử dụng đòn bẩy sổ sách (BLEV) và mô hình (2) sử dụng đòn bẩy thị trường (MLEV) làm thước đo cấu trúc vốn.

Bảng 4. Kết quả ước lượng sự tác động của ESG tới tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn

Biến		BLEV (1)	MLEV (2)
ESGxDLEV	Coefficient	0,00038***	0,00046***
	z-value	4,05	5,99
MBxDLEV	Coefficient	-0,00052	-0,00466***
	z-value	-0,59	-5,87
ROAxDLEV	Coefficient	0,065*	-0,019
	z-value	1,86	-0,56
PPExDLEV	Coefficient	0,037***	0,045***
	z-value	3,84	3,76
DEPxDLEV	Coefficient	-0,02	-0,02
	z-value	-0,22	-0,15
CASHxDLEV	Coefficient	0,031*	0,091***
	z-value	1,67	3,92
Hằng số	Coefficient	0,038***	0,034***
	z-value	5,69	5,64
Fixed effects		CIY	CIY

Ghi chú: * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$.

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

Kết quả hồi quy trong Bảng 4 cho thấy mức độ triển khai ESG có vai trò kinh tế quan trọng trong việc thúc đẩy tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của doanh nghiệp tại các quốc gia đang phát triển ở châu Á. Hệ số dương và có ý nghĩa thống kê của biến tương tác ESG \times DLEV trên cả hai thước đo đòn bẩy cho thấy ESG không chỉ gắn với mức đòn bẩy quan sát được tại một thời điểm, mà còn ảnh hưởng trực tiếp đến cách thức doanh nghiệp phản ứng trước các sai lệch khỏi cấu trúc vốn mục tiêu. Về mặt kinh tế, kết quả này hàm ý rằng với cùng một mức độ chênh lệch so với đòn bẩy mục tiêu, các doanh nghiệp có mức độ thực hành ESG cao điều chỉnh đòn bẩy nhanh hơn trong mỗi kỳ, phản ánh khả năng thu hẹp khoảng cách tới trạng thái tối ưu với chi phí điều chỉnh thấp hơn.

Trong khuôn khổ lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn động, tốc độ điều chỉnh phản ánh mức độ mà doanh

nghiệp có thể vượt qua các chi phí phát hành, chi phí tái cấu trúc và các ràng buộc từ thị trường vốn. Việc ESG làm gia tăng tốc độ điều chỉnh cho thấy các hoạt động ESG có thể giúp doanh nghiệp cải thiện môi trường thông tin, nâng cao uy tín trên thị trường vốn và giảm mức độ bất cân xứng thông tin giữa doanh nghiệp với nhà đầu tư và chủ nợ. Những yếu tố này góp phần làm giảm chi phí giao dịch và chi phí đại diện, từ đó rút ngắn độ trễ trong các quyết định điều chỉnh cấu trúc vốn khi đòn bẩy tài chính lệch khỏi mức mục tiêu.

Trong bối cảnh các nền kinh tế đang phát triển ở châu Á, nơi thị trường vốn còn kém hoàn thiện và doanh nghiệp thường đối mặt với chi phí huy động vốn cao, các kết quả thực nghiệm cho thấy ESG có thể đóng vai trò như một yếu tố giúp doanh nghiệp nới lỏng các ràng buộc tài chính trong quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn. Thay vì chỉ phản ánh mức độ tuân thủ các chuẩn mực phát triển bền vững, việc triển khai ESG góp phần cải thiện khả năng tiếp cận nguồn tài trợ và nâng cao mức độ chủ động của doanh nghiệp trong các quyết định tái cấu trúc nợ và vốn chủ sở hữu. Qua đó, ESG tác động đến hành vi tài trợ vốn theo hướng động, thúc đẩy doanh nghiệp điều chỉnh đòn bẩy tài chính về mức mục tiêu nhanh hơn khi xuất hiện các sai lệch. Các phát hiện này mở rộng bằng chứng thực nghiệm hiện có khi cho thấy tác động tích cực của ESG đối với tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn vẫn được duy trì trong môi trường thể chế còn nhiều hạn chế, khẳng định rằng vai trò của ESG không chỉ đặc trưng cho các thị trường phát triển mà còn có ý nghĩa kinh tế rõ ràng tại các nền kinh tế đang phát triển.

Mặc dù hệ số của biến tương tác ESG×DLEV mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê cao trong cả hai mô hình, cho thấy tác động thúc đẩy tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của ESG là nhất quán bất kể cách đo lường đòn bẩy, các biến kiểm soát lại cho thấy sự khác biệt rõ rệt giữa đòn bẩy sổ sách (BLEV) và đòn bẩy thị trường (MLEV). Cụ thể, cơ hội tăng trưởng (MB) không có ý nghĩa thống kê trong mô hình sử dụng đòn bẩy sổ sách, nhưng lại mang hệ số âm và có ý nghĩa cao trong mô hình đòn bẩy thị trường, hàm ý rằng đối với các doanh nghiệp có triển vọng tăng trưởng cao, quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn theo giá trị thị trường chịu ảnh hưởng mạnh từ biến động giá cổ phiếu và kỳ vọng của nhà đầu tư, qua đó làm chậm tốc độ điều chỉnh quan sát được. Ngược lại, khả năng sinh lời (ROA) chỉ có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đối với tốc độ điều chỉnh đòn bẩy sổ sách, trong khi không có ý nghĩa trong mô hình đòn bẩy thị trường. Kết quả này phản ánh vai trò của dòng tiền nội bộ trong việc hỗ trợ doanh nghiệp chủ động điều chỉnh các nghĩa vụ nợ được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán, song tác động này bị làm mờ khi cấu trúc vốn được đo lường theo giá trị thị trường, vốn chịu chi phối nhiều hơn bởi các yếu tố định giá bên ngoài. Bên cạnh đó, tài sản hữu hình (PPE) có tác động dương và có ý nghĩa thống kê cao trong cả hai mô hình, cho thấy khả năng thế chấp đóng vai trò quan trọng đối với tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, bất kể cách đo lường đòn bẩy. Trong khi đó, khấu hao (DEP) không có ý nghĩa thống kê trong cả hai trường hợp, hàm ý rằng tác động của yếu tố này đối với quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn là hạn chế. Cuối cùng, tiền mặt (CASH) chỉ có ý nghĩa ở mức 10% trong mô hình đòn bẩy sổ sách, nhưng lại có tác động dương và có ý nghĩa cao trong mô hình đòn bẩy thị trường. Điều này cho thấy vai trò của tiền mặt trong việc hỗ trợ quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn được thị trường ghi nhận rõ ràng hơn so với các điều chỉnh kế toán nội bộ, qua đó nhấn mạnh sự khác biệt về cơ chế điều chỉnh giữa hai thước đo đòn bẩy.

5. Kết luận và hàm ý

Dựa trên kết quả thực nghiệm, nghiên cứu cho thấy mức độ thực hành ESG có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại các quốc gia đang phát triển ở châu Á. Các doanh nghiệp có mức độ thực hành ESG cao điều chỉnh đòn bẩy tài chính về mức mục tiêu nhanh hơn, phản ánh chi phí điều chỉnh thấp hơn và mức độ linh hoạt tài chính cao hơn. Các kết quả thực nghiệm của nghiên cứu được xác nhận trên cả hai thước đo đòn bẩy tài chính dựa trên giá trị sổ sách và giá trị thị trường. Tính nhất quán này củng cố độ tin cậy của các phát hiện và cho thấy tác động tích cực của mức độ triển khai ESG đối với tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn không phụ thuộc vào cách tiếp cận đo lường đòn bẩy tài chính, mà phản ánh một cơ chế kinh tế nền tảng liên quan đến chi phí điều chỉnh và khả năng tiếp cận nguồn vốn của doanh nghiệp.

Từ góc độ lý thuyết, kết quả nghiên cứu phù hợp với khuôn khổ lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn động, theo đó doanh nghiệp tồn tại một mức đòn bẩy mục tiêu nhưng chỉ điều chỉnh cấu trúc vốn từng phần theo thời gian do sự hiện diện của các chi phí điều chỉnh và ràng buộc tài chính. Mức độ thực hành ESG góp phần làm giảm chi phí điều chỉnh, qua đó giúp doanh nghiệp điều chỉnh đòn bẩy về mức mục tiêu nhanh hơn. Từ góc độ thực tiễn, kết quả nghiên cứu hàm ý rằng ESG không chỉ mang ý nghĩa trách nhiệm xã hội mà còn là một yếu tố quan trọng trong chiến lược tài chính doanh nghiệp, hỗ trợ quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn và nâng cao khả năng thích ứng trước các biến động kinh tế. Đối với các quốc gia đang phát triển, việc khuyến khích và nâng cao chất lượng thực hành ESG có thể góp phần cải thiện hiệu quả vận hành của thị trường vốn và hỗ trợ mục tiêu phát triển bền vững trong dài hạn.

Tài liệu tham khảo

- Adeneye, Y.B., Kammoun, I. & Ab Wahab, S.N.A. (2023). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(5), 945-977.
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98-115. <https://doi.org/10.1108/meq-12-2017-0149>.
- Chen, J.J. (2004). Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. *Journal of Business Research*, 57(12), 1341-1351. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(03\)00070-5](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(03)00070-5).
- Cheng, B., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23.
- Dang, V.A., Kim, M. & Shin, Y. (2012). Asymmetric capital structure adjustments: New evidence from dynamic panel threshold models. *Journal of Empirical Finance*, 19(4), 465-482. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2012.04.004>.
- DeAngelo, H. & Masulis, R.W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3-29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7).
- Drobetz, W., Schilling, D.C. & Schröder, H. (2015). Heterogeneity in the speed of capital structure adjustment across countries and over the business cycle. *European Financial Management*, 21(5), 936-973. <https://doi.org/10.1111/eufm.12048>.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C. & Mishra, D.R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of banking & finance*, 35(9), 2388-2406.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.1.1>.
- Fischer, E.O., Heinkel, R. & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *Journal of Finance*, 44(1), 19-40. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x>.
- Flannery, M.J. & Rangan, K.P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. *Journal of Financial Economics*, 79(3), 469-506. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.03.004>.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>.
- Freeman, R.E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press.
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>.

-
- Ho, L., Bai, M., Lu, Y. & Qin, Y. (2021). The effect of corporate sustainability performance on leverage adjustments. *The British Accounting Review*, 53(5), 100989.
- Huang, R. & Ritter, J.R. (2009). Testing theories of capital structure and estimating the speed of adjustment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 237-271. <https://doi.org/10.1017/S0022109009090152>.
- Hussain, H.I., Kot, S., Thaker, H.M.T. & Turner, J.J. (2020). Environmental reporting and speed of adjustment to target leverage: Evidence from a dynamic regime switching model. *Organizacija*, 53(1), 21-35.
- Lin, H.P., Pujiastuti, A. & Hsieh, T.Y. (2021). CSR, adjustment speed of capital structure, and firm performance: Evidence from ASEAN nations with ESG performance data. *International Review of Accounting, Banking, and Finance*, 13(3), 1-27.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P.J. & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170, <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.595696>.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0).
- Nguyen, T.L.H., Nguyen, L.N.T. & Le, T.P.V. (2016). Firm value, corporate cash holdings and financial constraint: A study from a developing market. *Australian Economic Papers*, 55(4), 368-385. <https://doi.org/10.1111/1467-8454.12082>.
- Öztekin, Ö. (2015). Capital structure decisions around the world: Which factors are reliably important?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(3), 301-323. <https://doi.org/10.1017/s0022109014000660>.
- Öztekin, Ö. & Flannery, M.J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 88-112. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.014>.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>.
- Sbeiti, W. (2010). The determinants of capital structure: Evidence from the GCC countries. *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, 56-82.
- Spence, M. (1978). Job Market Signaling. In Diamond, P. & Rothschild, M. (Eds.), *Uncertainty in Economics* (pp. 281-306). Academic Press.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>.
- Xu, X., Gao, J. & Cui, Y. (2024). *The impact of enterprise ESG performance on dynamic adjustment of capital structure* (Working Paper No. 4920760). SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4920760>.

* Tác giả liên hệ: Nguyễn Thị Mỹ Linh. Email: ntmylinh@ufm.edu.vn