



**Working Paper**

**- Vol. 1 , No. 3**

---

**TÁC ĐỘNG CỦA CÔNG BỐ THÔNG TIN ESG ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM TỪ NĂM 2018 - 2024 :  
VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA HÌNH THỨC SỞ HỮU**

**Nguyễn Phương Dung<sup>1</sup>**

Sinh viên K62 Kinh tế Đối ngoại – Viện KT & KDQT

*Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam*

**Trần Mỹ Dung**

Sinh viên K62 CLC Kinh tế Đối ngoại – Viện KT & KDQT

*Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam*

**Phan Thu An**

Sinh viên K62 Kinh tế Đối ngoại – Viện KT & KDQT

*Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam*

**Vũ Thị Hà Nhi**

Sinh viên K63 CTTT Quản trị Kinh doanh – Khoa Quản trị Kinh doanh

*Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam*

**Bùi Thu Hiền, Hoàng Thị Khánh Ly**

Giảng viên Khoa Quản trị Kinh doanh

*Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam*

---

**Tóm tắt**

Nghiên cứu phân tích tác động của công bố thông tin ESG đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2018–2024 và xem xét vai trò điều tiết của hình thức sở hữu. Sử dụng phương pháp Bayes với thuật toán MCMC, kết quả cho thấy công bố ESG có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính, đồng thời hình

---

<sup>1</sup> Email: k62.2311110059@ftu.edu.vn

thức sở hữu làm thay đổi mức độ tác động này. Tác động của ESG mạnh hơn ở doanh nghiệp tư nhân so với doanh nghiệp nhà nước.

**Keywords:** Công bố ESG, Hiệu quả tài chính, Hình thức sở hữu, Phân tích Bayes, Việt Nam

## THE IMPACT OF ESG DISCLOSURE ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF LISTED COMPANIES IN VIETNAM FROM 2018 TO 2024: THE MODERATING ROLE OF OWNERSHIP STRUCTURE

### Abstract

This study examines the impact of ESG disclosure on the financial performance of listed companies in Vietnam during the period 2018–2024 and investigates the moderating role of ownership structure. Using a Bayesian approach with the Markov Chain Monte Carlo (MCMC) algorithm, the results indicate that ESG disclosure has a positive effect on financial performance. In addition, ownership structure moderates this relationship by altering the magnitude of the impact. Specifically, the effect of ESG disclosure is stronger in privately owned firms than in state-owned enterprises.

**Keywords:** ESG disclosure, Financial performance, Ownership structure, Bayesian analysis, Vietnam.

### 1. Giới thiệu nghiên cứu

Trong những năm gần đây, sự gia tăng của đầu tư bền vững cùng với yêu cầu minh bạch thông tin từ phía nhà đầu tư khiến các thông tin liên quan đến ESG ngày càng có ảnh hưởng lớn đến quyết định phân bổ vốn (Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các doanh nghiệp có mức độ thực hiện ESG cao thường có chi phí vốn thấp hơn, rủi ro thấp hơn và giá trị thị trường cao hơn (Friede và cộng sự, 2015).

Tại Việt Nam, cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán và quá trình hội nhập kinh tế quốc tế, các doanh nghiệp ngày càng chú trọng đến việc công bố thông tin phi tài chính nhằm nâng cao tính minh bạch và uy tín đối với nhà đầu tư.

Bên cạnh đó, hình thức sở hữu được xem là một yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến cơ chế quản trị doanh nghiệp. Trong các nền kinh tế chuyển đổi, sự khác biệt giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân có thể dẫn đến sự khác biệt trong động cơ hoạt động, mức độ giám sát và hiệu quả sử dụng nguồn lực (Shleifer & Vishny, 1997). Những khác biệt này có thể làm thay đổi cách thức doanh nghiệp triển khai các hoạt động ESG cũng như mức độ chuyển hóa các hoạt động đó thành hiệu quả tài chính.

Trên cơ sở đó, nghiên cứu này phân tích tác động của công bố thông tin ESG đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2018 - 2024, đồng thời xem xét vai trò điều tiết của hình thức sở hữu trong mối quan hệ này. Kết quả nghiên cứu kỳ vọng sẽ bổ sung bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả tài chính trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi, đồng thời cung cấp hàm ý quan trọng cho doanh nghiệp và cơ quan quản lý trong việc thúc đẩy minh bạch thông tin và phát triển thị trường vốn bền vững.

## **2. Tổng quan nghiên cứu**

### **2.1. Các lý thuyết nền tảng**

Nghiên cứu này được xây dựng dựa trên Lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder Theory) do Freeman (1984) đề xuất. Theo quan điểm này, doanh nghiệp không chỉ phục vụ lợi ích của cổ đông mà còn phải đáp ứng kỳ vọng của nhiều nhóm liên quan khác như khách hàng, người lao động, cộng đồng và cơ quan quản lý. Việc duy trì mối quan hệ hài hòa với các bên liên quan giúp doanh nghiệp hoạt động ổn định, nâng cao uy tín và tạo ra giá trị bền vững trong dài hạn.

Bên cạnh đó, theo Lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976) và Lý thuyết tín hiệu của Spence (1973), việc công bố thông tin ESG có thể làm giảm mức độ bất đối xứng thông tin giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư, đồng thời tăng cường khả năng giám sát từ thị trường. Nhờ đó, các hành vi mang tính cơ hội hoặc rủi ro cao, chẳng hạn như chiến lược tránh thuế quá mức có thể được hạn chế, góp phần cải thiện tính minh bạch và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

### **2.2. Các khái niệm được sử dụng**

#### **2.2.1. Công bố thông tin ESG**

Công bố thông tin ESG được xem là sự mở rộng và phát triển từ các khái niệm trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và đầu tư có trách nhiệm xã hội (Chen & Xie, 2022). Theo đó, ESG phản ánh cam kết của doanh nghiệp trong việc thúc đẩy phát triển bền vững thông qua các hoạt động mang lại lợi ích cho người lao động, gia đình họ, cộng đồng địa phương và xã hội nói chung, đồng thời vẫn đảm bảo hiệu quả kinh doanh lâu dài (World Business Council for Sustainable Development, 2002; Tsang, Frost, & Cao, 2022). Khung ESG tập trung vào ba trụ cột chính: môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp.

Hiện nay, trước áp lực từ thị trường và các bên liên quan, nhiều doanh nghiệp đã chủ động công bố thông tin về các hoạt động trách nhiệm xã hội nhằm nâng cao mức độ minh bạch và cung cấp tín hiệu cho nhà đầu tư. Tuy nhiên, phần lớn các công bố này mang tính tự nguyện và hiếm khi được kiểm toán độc lập (Chen & Xie, 2022; Christensen và cộng sự, 2021).

### *2.2.2. Hiệu quả tài chính doanh nghiệp*

Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp là một khái niệm phức tạp và mang tính đa chiều (Naudé và cộng sự, 2014), đồng thời được xem là yếu tố nền tảng bảo đảm sự tồn tại và phát triển lâu dài của tổ chức (Brown & Laverick, 1994). Trong các nghiên cứu trước, hiệu quả tài chính thường được hiểu là mức độ mà doanh nghiệp đạt được các mục tiêu kinh tế thông qua việc quản lý và sử dụng hiệu quả các nguồn lực sẵn có, phản ánh kết quả hoạt động trong một giai đoạn nhất định (Tudose & Avasilcai, 2020). Để đo lường hiệu quả này, các nhà nghiên cứu chủ yếu dựa vào dữ liệu kế toán, nguồn thông tin quan trọng giúp đánh giá tình hình hoạt động của doanh nghiệp (Barney, 1986; Hermalin & Weisbach, 1991; Cui & Hu, 2012). Các chỉ tiêu thường được sử dụng bao gồm tỷ suất lợi nhuận, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), khả năng sinh lợi dài hạn và tốc độ tăng trưởng doanh thu (Cui & Hu, 2012).

### *2.2.4. Hình thức sở hữu*

Trong lĩnh vực quản trị doanh nghiệp, hình thức sở hữu được xem là yếu tố then chốt định hình hành vi chiến lược cũng như cơ chế giám sát của tổ chức (Shleifer & Vishny, 1997). Để đánh giá vai trò của yếu tố này, nhiều nghiên cứu thực nghiệm sử dụng biến giả nhằm phân loại doanh nghiệp theo loại hình sở hữu: giá trị 1 đại diện cho doanh nghiệp có vốn nhà nước và giá trị 0 đại diện cho doanh nghiệp tư nhân (Xu & Wang, 1999; Sun và cộng sự, 2002).

Tại các nền kinh tế chuyển đổi, cấu trúc sở hữu thường thể hiện sự phân hóa rõ rệt. Theo Xu và Wang (1999), doanh nghiệp nhà nước không chỉ hướng đến mục tiêu lợi nhuận mà còn phải thực hiện các nhiệm vụ chính trị và xã hội, dẫn đến sự tồn tại của nhiều mục tiêu song song. Sun và cộng sự (2002) cho rằng đặc điểm sở hữu nhà nước tạo ra cơ chế quản trị riêng biệt, trong đó động lực tối ưu hóa chi phí và hiệu quả hoạt động có thể yếu hơn so với khu vực tư nhân.

Dưới góc độ cấu trúc kiểm soát, La Porta và cộng sự (1999) chỉ ra rằng sự tham gia của cổ đông nhà nước thường gắn với các lợi thế kinh tế đặc thù và mối quan hệ chính trị, từ đó có thể ảnh hưởng đáng kể đến mức độ minh bạch cũng như các quyết định tài chính quan trọng của doanh nghiệp. Việc phân loại doanh nghiệp theo hình thức sở hữu bằng biến giả giúp các nhà nghiên cứu kiểm soát sự khác biệt về nguồn lực, mức độ can thiệp của Chính phủ và áp lực từ thị trường, qua đó làm rõ sự khác biệt trong cách thức quản trị rủi ro và triển khai chiến lược giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân.

## **2.3. Các giả thuyết nghiên cứu và mô hình**

### *2.3.1. Mối quan hệ giữa công bố thông tin ESG và hiệu quả tài chính*

Theo Lý thuyết các bên liên quan, doanh nghiệp phải cân bằng lợi ích và kỳ vọng khác nhau của nhiều nhóm liên quan, điều này có thể làm phát sinh xung đột trong quá trình ra quyết định. Trong bối cảnh đó, việc lồng ghép các yếu tố ESG vào chiến lược và hoạt động quản trị được xem là công cụ giúp điều hòa lợi ích giữa nhà quản lý và các bên liên quan cũng như giữa các nhóm liên quan với nhau, qua đó góp phần nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Việc công bố thông tin ESG cho phép doanh nghiệp đáp ứng yêu cầu ngày càng cao từ cơ quan quản lý, nhà đầu tư, khách hàng và các nhóm lợi ích khác (Aydoğmuş và cộng sự, 2022). Đồng thời, các hoạt động ESG có thể được tích hợp vào chiến lược kinh doanh, giúp nâng cao hình ảnh và uy tín của doanh nghiệp trên thị trường, từ đó cải thiện kết quả hoạt động tài chính một cách bền vững (Sang & Hung, 2024).

Ngoài ra, công bố ESG còn giúp doanh nghiệp thu hút sự quan tâm lớn hơn từ khách hàng và nhà đầu tư, qua đó thúc đẩy doanh thu và mở rộng cơ hội huy động vốn (Zahid và cộng sự, 2022). ESG cũng được xem là một nguồn lợi thế cạnh tranh quan trọng, hỗ trợ doanh nghiệp xây dựng mối quan hệ lâu dài với các bên liên quan (Khelif và cộng sự, 2015). Những lợi ích này cho thấy việc triển khai các chính sách ESG một cách chủ động có vai trò thiết yếu trong việc duy trì lợi nhuận và gia tăng giá trị cho cổ đông.

Vì vậy, nhóm tác giả đề xuất giả thuyết:

**H1: Công bố thông tin ESG có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp**

*2.3.2. Vai trò điều tiết của hình thức sở hữu trong mối quan hệ giữa công bố thông tin ESG và hiệu quả tài chính*

Dựa trên Lý thuyết đại diện, hình thức sở hữu được xem là yếu tố điều tiết quan trọng có thể làm thay đổi mức độ ảnh hưởng của công bố thông tin ESG đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Lập luận này bắt nguồn từ sự khác biệt về xung đột lợi ích và cơ chế giám sát giữa các loại hình sở hữu khác nhau (Shleifer & Vishny, 1997).

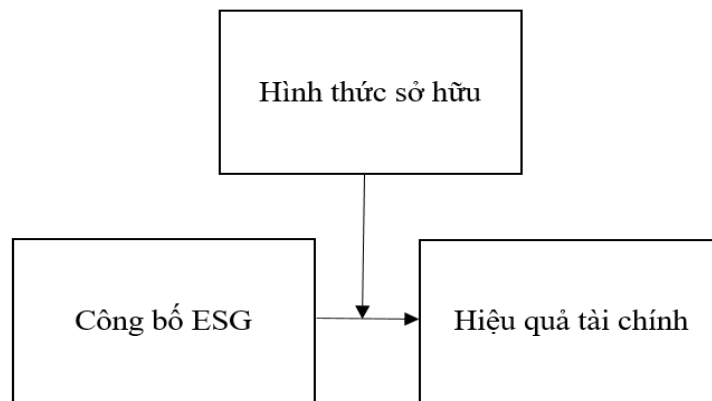
Trong các doanh nghiệp có vốn nhà nước, vấn đề đại diện thường phức tạp hơn do tồn tại nhiều tầng nấc ủy quyền và sự chi phối của các mục tiêu ngoài kinh tế, chẳng hạn như ổn định xã hội hay thực hiện chính sách công (Xu & Wang, 1999). Sun và cộng sự (2002) cho rằng doanh nghiệp nhà nước thường có động lực hạn chế trong việc tối đa hóa lợi nhuận từ các hoạt động trách nhiệm xã hội, bởi họ nhận được sự hỗ trợ về nguồn lực từ Chính phủ và phải ưu tiên thực hiện các nhiệm vụ được giao. Do đó, việc công bố ESG trong khu vực này có thể mang tính tuân thủ nhiều hơn là chiến lược, làm giảm khả năng chuyển hóa các cam kết bền vững thành lợi ích tài chính cụ thể.

Ngược lại, tại các doanh nghiệp tư nhân - nơi mục tiêu tối đa hóa giá trị cổ đông được đặt lên hàng đầu - công bố ESG thường được sử dụng như một công cụ quản trị

nhằm giảm bất đối xứng thông tin và chi phí đại diện (Huang & Zhang, 2022). Sự giám sát chặt chẽ từ thị trường vốn và nhà đầu tư khiến các hoạt động ESG trở thành tín hiệu quan trọng về tính minh bạch và năng lực quản trị rủi ro của doanh nghiệp. Nhờ đó, doanh nghiệp có thể thu hút nguồn vốn với chi phí thấp hơn và gia tăng giá trị thị trường (Abdi và cộng sự, 2022).

Tóm lại, hình thức sở hữu có thể ảnh hưởng đến mức độ mà các tín hiệu tích cực từ ESG được chuyển hóa thành kết quả kinh doanh. Cụ thể, doanh nghiệp tư nhân thường linh hoạt và hiệu quả hơn trong việc khai thác ESG để nâng cao hiệu quả tài chính so với doanh nghiệp nhà nước.

**H2: Hình thức sở hữu có vai trò điều tiết mối quan hệ giữa công bố thông tin ESG và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.**



Hình 1. Mô hình nghiên cứu

*Nguồn: Nhóm tác giả đề xuất*

### 3. Phương pháp nghiên cứu

#### 3.1. Dữ liệu và chọn mẫu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ 50 doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX) trong giai đoạn từ năm 2018 đến năm 2024, thu thập dữ liệu từ cơ sở dữ liệu FiinPro và báo cáo thường niên, tương ứng 350 quan sát.

#### 3.2. Đo lường biến

Bảng 1: Tổng hợp biến

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả*

<b>Biến</b>	<b>Cách đo lường</b>	<b>Kí hiệu biến</b>
<b>Biến phụ thuộc</b>		
Hiệu quả tài chính	$(\text{Giá trị thị trường} + \text{nợ phải trả}) / \text{tổng tài sản}$	Tobin's Q
<b>Biến độc lập</b>		
Điểm ESG	Chấm thủ công dựa trên tiêu chuẩn GRI	ESG
<b>Biến điều tiết</b>		
Hình thức sở hữu	Chấm điểm 1: doanh nghiệp thuộc sở hữu nhà nước, 0: doanh nghiệp tư nhân	OWN
<b>Biến kiểm soát</b>		
Tuổi doanh nghiệp	Số năm doanh nghiệp thành lập	AGE
Quy mô doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	SIZE
Đòn bẩy tài chính	Tỷ lệ tổng nợ phải trả / tổng tài sản	LEVERAGE

### 3.3. Phương pháp phân tích dữ liệu

Nghiên cứu áp dụng phương pháp Bayes và được triển khai trên phần mềm Stata để kiểm định các giả thuyết. Khác với cách tiếp cận suy luận tần suất truyền thống, phương pháp này kết hợp thông tin tiên nghiệm với dữ liệu quan sát nhằm ước lượng phân phối hậu nghiệm của các tham số thông qua thuật toán mô phỏng chuỗi Markov Monte Carlo (MCMC). Cách tiếp cận Bayes được xem là phù hợp với bối cảnh dữ liệu tại thị trường Việt Nam, bởi nó có khả năng xử lý linh hoạt các bộ dữ liệu có giá trị thiếu, đồng thời duy trì tính ổn định của các ước lượng hồi quy mà không cần loại bỏ quá nhiều quan sát.

## 4. Kết quả và thảo luận

### 4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2. Thống kê mô tả

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả*

<b>Biến</b>	<b>Giá trị trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>Giá trị nhỏ nhất</b>	<b>Giá trị lớn nhất</b>
-------------	---------------------------	----------------------	-------------------------	-------------------------

<b>TobinQ</b>	1,3965	0,9223	0,0100	6,9900
<b>ESG</b>	0,6338	0,2634	0,0000	1,0000
<b>OWN</b>	0,2486	0,4328	0,0000	1,0000
<b>AGE</b>	32,3200	21,6989	3,0000	149,0000
<b>Lev</b>	0,4635	0,2173	0,0050	1,2950
<b>SIZE</b>	29,9434	2,0131	24,6983	34,3604

Kết quả cho thấy giá trị trung bình của chỉ số Tobin's Q đạt 1,3965 với độ lệch chuẩn là 0,9223. Điều này hàm ý rằng phần lớn các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu có giá trị thị trường cao hơn giá trị sổ sách. Bên cạnh đó, biến ESG có giá trị trung bình 0,6338, phản ánh mức độ công bố thông tin ESG của các doanh nghiệp trong mẫu ở mức tương đối tích cực.

## 4.2. Kiểm định

### 4.2.1. Kiểm định phân phối chuẩn

Bảng 3. Kiểm định phân phối chuẩn

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

<b>Biến</b>	<b>Số quan s<sup>ố</sup></b>	<b>Pr (skewnes</b>	<b>Pr (kurtosis)</b>	<b>Adj chi<sup>2</sup> (2)</b>	<b>Prob&gt;chi<sup>2</sup></b>
<b>TobinQ</b>	350	0,0000	0,0000	140,30	0,0000
<b>ESG</b>	350	0,0911	0,0000	102,32	0,0000
<b>OWN</b>	350	0,0000	0,0004	51,96	0,0000
<b>LEV</b>	350	0,1318	0,1976	3,95	0,1391
<b>SIZE</b>	350	0,0004	0,0217	15,38	0,0005
<b>AGE</b>	350	0,0000	0,0000	182,87	0,0000

Kết quả phân tích cho thấy phần lớn các biến trong mô hình không thỏa mãn giả định phân phối chuẩn tại mức ý nghĩa 1%, qua đó phản ánh sự hiện diện rõ rệt của hiện tượng lệch phân phối trong bộ dữ liệu. Trong khuôn khổ các mô hình hồi quy tuyến tính truyền thống như OLS, FEM và REM, nhiều phương pháp suy luận thống kê được thiết lập dựa trên các giả định chặt chẽ liên quan đến phân phối của sai số ngẫu nhiên (Wooldridge, 2010). Việc các giả định này không được đáp ứng có thể làm suy giảm tính tin cậy và hiệu quả của các ước lượng cũng như các kết luận thống kê rút ra từ mô hình. Trước thực tế đó, nghiên cứu này lựa chọn tiếp cận theo hướng hồi quy Bayes nhằm giảm thiểu sự phụ thuộc vào các giả định phân phối nghiêm ngặt vốn đặc trưng cho các phương pháp hồi quy cổ điển, đồng thời cung cấp khuôn khổ ước lượng linh hoạt và phù hợp hơn đối với dữ liệu thực nghiệm (Gelman và cộng sự, 2013).

#### 4.2.2. Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến

Bảng 4. Kiểm định đa cộng tuyến

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả*

<b>Biến</b>	<b>VIF</b>	<b>1/VIF</b>
<b>SIZE</b>	1,66	0,6019
<b>ESG</b>	1,54	0,6488
<b>LEV</b>	1,44	0,6942
<b>OWN</b>	1,06	0,9432
<b>AGE</b>	1,05	0,9539
<b>Mean VIF</b>	1,35	

Dựa trên tiêu chuẩn được đề xuất bởi O'Brien (2007), hiện tượng đa cộng tuyến được xem là không nghiêm trọng khi giá trị hệ số phóng đại phương sai (VIF) nhỏ hơn 5. Kết quả phân tích trong nghiên cứu này cho thấy giá trị VIF trung bình của các biến chỉ ở mức 1,35, thấp hơn đáng kể so với ngưỡng khuyến nghị. Kết quả này hàm ý rằng mức độ tương quan giữa các biến giải thích là tương đối thấp, do đó mô hình nghiên cứu không gặp phải vấn đề đa cộng tuyến đáng kể.

#### 4.2.3. Kiểm định sự tương quan

Bảng 5. Kiểm định sự tương quan

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả*

	<b>TobinQ</b>	<b>ESG</b>	<b>OWN</b>	<b>LEV</b>	<b>SIZE</b>	<b>AGE</b>
<b>TobinQ</b>	1,0000					
<b>ESG</b>	0,1393	1,000				
<b>OWN</b>	-0,1790	-0,085	1,000			
<b>LEV</b>	-0,0669	-0,184	0,158	1,000		
<b>SIZE</b>	0,0637	0,433	0,064	0,341	1,000	
<b>AGE</b>	0,2647	0,171	-0,016	-0,019	0,104	1,0000

Kết quả ma trận tương quan cho thấy các hệ số tương quan giữa các biến đều thấp hơn ngưỡng 0,8, cho thấy khả năng xảy ra đa cộng tuyến trong mô hình là tương đối thấp. Bên cạnh đó, Tobin's Q có mối quan hệ tương quan dương với ESG (0,1393), phù hợp với lập luận rằng việc công bố thông tin ESG có thể tạo ra tín hiệu tích cực đối với thị trường và góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp. Trái lại, biến OWN có tương quan âm với Tobin's Q (-0,1790), gợi ý rằng các doanh nghiệp có mức độ sở hữu nhà nước cao thường có xu hướng đạt giá trị thị trường thấp hơn.

### 4.3. Phân tích kết quả

#### 4.3.1. Kết quả hồi quy Bayes

Bảng 6. Kết quả kiểm định vai trò điều tiết

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả*

	<b>Trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>MCSE</b>
<b>TobinQ</b>			
<b>ESG</b>	0.1990	0.2176	0.0010
<b>ESG_OWN</b>	-0.5162	0.1649	0.0008
<b>LEV</b>	-0.2261	0.2400	0.0012
<b>SIZE</b>	0.0235	0.0234	0.0001

<b>AGE</b>	0.0102	0.0022	0.0000
<b>_cons</b>	0.3796	0.6134	0.0030
<b>Tỷ lệ chấp nhận trung bình</b>		1	
<b>Hiệu quả nhỏ nhất</b>		0.9706	
<b>Hệ số Gelman-Rubin (Rc)</b>		1	

Kết quả cho thấy giá trị Rc nhỏ hơn 1,2, đáp ứng tiêu chuẩn hội tụ được đề xuất bởi Gelman và Rubin (1992), qua đó cho thấy các chuỗi mô phỏng đã đạt trạng thái hội tụ ổn định. Đồng thời, sai số chuẩn MCSE của tất cả các tham số đều ở mức thấp, dưới 5%, phản ánh độ chính xác cao của các ước lượng. Ngoài ra, tỷ lệ chấp nhận trung bình đạt 1, cao hơn đáng kể so với ngưỡng 0,5, và hiệu quả nhỏ nhất đạt 0,9706, vượt xa mức tối thiểu 0,01 theo khuyến nghị của Kruschke (2015). Những kết quả này cho thấy các mẫu hậu nghiệm được trích xuất có tính độc lập cao, mô hình hoạt động ổn định và các hệ số ước lượng đủ tin cậy để phục vụ cho việc suy luận. Đối với tác động điều tiết của hình thức sở hữu, biến tương tác ESG\_OWN có giá trị trung bình hậu nghiệm mang dấu âm với độ lệch chuẩn nhỏ, cho thấy ảnh hưởng điều tiết tương đối rõ ràng. Do OWN được đo lường bằng biến giả, kết quả cho thấy công bố thông tin ESG có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp trong khu vực tư nhân, nhưng tác động này trở nên tiêu cực đối với các doanh nghiệp nhà nước.

Bảng 7. Kết quả kiểm định hội quy

*Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả*

	<b>Trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>MCSE</b>
<b>TobinQ</b>			
<b>ESG</b>	0.2155940	0.2183964	0.001099
<b>ESG_OWN</b>	-0.5196223	0.1643633	0.000826
<b>LEV</b>	-0.2372338	0.2410223	0.001205

<b>SIZE</b>	0.0263300	0.0235556	0.000118
<b>AGE</b>	0.0103098	0.0022000	0.000011
<b>_cons</b>	0.3115258	0.6138183	0.003077

**Tỷ lệ chấp nhận trung bình** 1

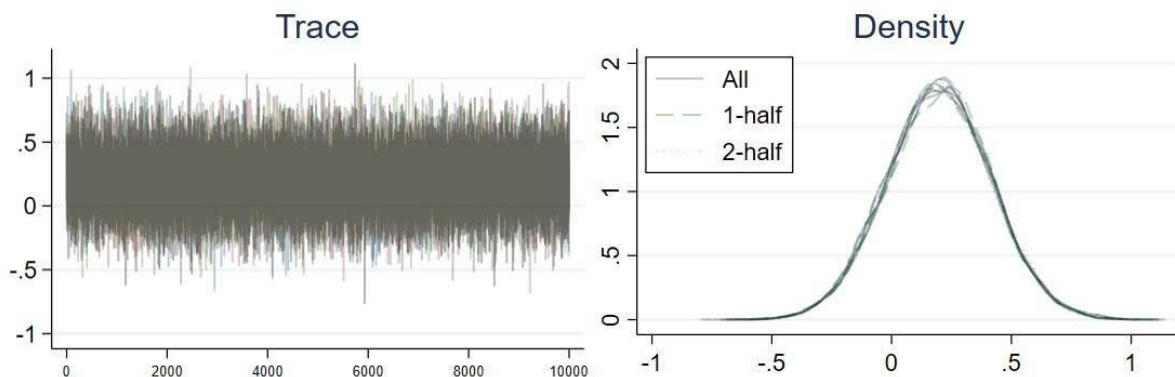
**Hiệu quả nhỏ nhất** 0.9643

**Hệ số Gelman-Rubin (Rc)** 1

Đối với hiệu ứng điều tiết, biến tương tác ESG\_OWN tiếp tục cho thấy hệ số âm ổn định, cho thấy tác động của công bố ESG khác nhau giữa các loại hình sở hữu. Cụ thể, công bố ESG có xu hướng gia tăng giá trị doanh nghiệp trong khu vực tư nhân, nhưng lại tác động bất lợi đối với các doanh nghiệp nhà nước. Xét các biến kiểm soát, tuổi doanh nghiệp (AGE) thể hiện tác động dương rõ rệt và ổn định, cho thấy những doanh nghiệp có thâm niên hoạt động thường có lợi thế trong việc nâng cao giá trị doanh nghiệp. Ngược lại, quy mô doanh nghiệp (SIZE) chỉ cho thấy xu hướng tác động tích cực ở mức nhẹ, trong khi đòn bẩy tài chính (LEV) có xu hướng tác động tiêu cực. Tuy nhiên, độ lệch chuẩn tương đối lớn của hai biến này cho thấy mức độ ảnh hưởng của quy mô và nợ vay có sự biến động đáng kể, phụ thuộc vào đặc điểm cấu trúc và chiến lược tài chính của từng doanh nghiệp.

#### 4.3.2. Tính vững của mô hình

Biểu đồ vết và biểu đồ phân phối sau của ESG



Hình 2. Kiểm định tính vững mô hình

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

Biểu đồ vết và biểu đồ phân phối hậu nghiệm cho thấy chuỗi mô phỏng MCMC của tham số ESG đã hội tụ tốt. Ở biểu đồ vết, các giá trị dao động ngẫu nhiên quanh một mức

trung tâm ổn định và không xuất hiện xu hướng tăng hoặc giảm theo thời gian, cho thấy chuỗi mô phỏng ổn định và không bị mắc kẹt tại một vùng giá trị nhất định (Gelman và cộng sự, 2013). Đồng thời, biểu đồ phân phối hậu nghiệm có dạng gần giống hình chuông và các đường phân phối của toàn bộ mẫu, nửa đầu chuỗi và nửa sau chuỗi gần như trùng khớp với nhau, cho thấy phân phối của tham số ổn định theo thời gian và chuỗi mô phỏng đã đạt trạng thái hội tụ (Kruschke, 2015).

## **5. Đóng góp và hạn chế nghiên cứu**

### **5.1. Đóng góp về thực tiễn**

Đối với doanh nghiệp niêm yết, nghiên cứu cung cấp bằng chứng cho thấy công bố thông tin ESG có thể góp phần cải thiện hiệu quả tài chính và củng cố niềm tin của nhà đầu tư. Kết quả cho thấy việc minh bạch các thông tin liên quan đến môi trường, xã hội và quản trị không chỉ giúp nâng cao hình ảnh doanh nghiệp mà còn có thể hỗ trợ doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn và nâng cao hiệu quả hoạt động.

Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cho thấy hình thức sở hữu có thể làm thay đổi mức độ tác động của công bố thông tin ESG đến hiệu quả tài chính. Điều này cho thấy sự khác biệt trong cơ chế quản trị và định hướng phát triển giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân, từ đó hàm ý rằng các doanh nghiệp cần xây dựng chiến lược thực thi ESG phù hợp với đặc điểm sở hữu và cấu trúc quản trị của mình.

Đối với cơ quan quản lý, nghiên cứu nhấn mạnh sự cần thiết của việc hoàn thiện khung pháp lý và hướng dẫn về công bố thông tin ESG nhằm nâng cao tính minh bạch của thị trường. Đồng thời, việc tăng cường giám sát và chuẩn hóa báo cáo ESG sẽ góp phần cải thiện chất lượng quản trị doanh nghiệp và thúc đẩy sự phát triển bền vững của thị trường vốn.

### **5.2. Đóng góp về lý luận**

Nghiên cứu góp phần mở rộng khung lý thuyết về mối quan hệ giữa công bố thông tin ESG và hiệu quả tài chính trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi. Cụ thể, nghiên cứu cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về tác động của công bố thông tin ESG đến hiệu quả tài chính, đồng thời làm rõ vai trò điều tiết của hình thức sở hữu trong mối quan hệ này. Những phát hiện này góp phần bổ sung hiểu biết về sự khác biệt trong cơ chế quản trị giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân khi thực hiện các hoạt động ESG.

### **5.3. Hạn chế nghiên cứu**

Nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế. Thứ nhất, dữ liệu chỉ tập trung vào các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2018–2024 nên có thể chưa phản ánh đầy đủ toàn bộ khu vực doanh nghiệp. Thứ hai, việc đo lường công bố thông tin ESG dựa trên báo cáo doanh nghiệp có thể chưa phản ánh hoàn toàn chất lượng thực chất của các

hoạt động ESG. Thứ ba, nghiên cứu chỉ xem xét vai trò điều tiết của hình thức sở hữu, trong khi các yếu tố khác như chất lượng quản trị, nhận thức đổi mới của lãnh đạo hay lợi thế cạnh tranh vẫn chưa được đưa vào mô hình phân tích.

## **6. Kết luận**

Nghiên cứu phân tích tác động của công bố thông tin ESG đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2018–2024, đồng thời xem xét vai trò điều tiết của hình thức sở hữu trong mối quan hệ này. Kết quả cho thấy công bố thông tin ESG có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, hình thức sở hữu được xác định là yếu tố điều tiết có thể làm thay đổi mức độ tác động của ESG đến hiệu quả tài chính, phản ánh sự khác biệt trong cơ chế quản trị giữa doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp tư nhân.

Từ đó, nghiên cứu gợi ý rằng các doanh nghiệp cần tăng cường minh bạch thông tin ESG nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động và củng cố niềm tin của nhà đầu tư.

## **Tài liệu tham khảo**

Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X. (2022). Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance: The moderating role of profitability. *Business Strategy and the Environment*, 31(5), 2656–2671.

Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103.

Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 119–127.

Barney, J. B. (1986). Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. *Management Science*, 32(10), 1231–1241.

Brown, D. M., & Laverick, S. (1994). Measuring corporate performance. *Long Range Planning*, 27(4), 89–98.

Chen, Z., Cheok, C. K., & Rasiah, R. (2016). Corporate tax avoidance and performance: Evidence from China's listed companies. *Working Paper*.

Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291.

Cho, C. H., & Patten, D. M. (2007). The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note. *Accounting, Organizations and Society*, 32(7–8), 639–647.

Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and review. *Review of Accounting Studies*, 26(3), 1176–1248.

Cohen, J. R., Holder-Webb, L., & Zamora, V. L. (2015). Nonfinancial information preferences of professional investors. *Behavioral Research in Accounting*, 27(2), 127–153.

Cui, X., & Hu, J. (2012). A literature review on organization culture and corporate performance. *International Journal of Business Administration*, 3(2), 28–35.

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100.

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.

Gelman, A., Carlin, J. B., Stern, H. S., Dunson, D. B., Vehtari, A., & Rubin, D. B. (2013). *Bayesian data analysis* (3rd ed.). CRC Press.

Gelman, A., & Rubin, D. B. (1992). Inference from iterative simulation using multiple sequences. *Statistical Science*, 7(4), 457–472.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101–112.

Huang, H., & Zhang, J. (2022). ESG performance and corporate tax avoidance: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 82, 102213.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Khlif, H., Guidara, A., & Souissi, M. (2015). Corporate social responsibility disclosure and share price delay: Evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 13(2), 241–255.

Kruschke, J. K. (2015). *Doing Bayesian data analysis: A tutorial with R, JAGS, and Stan* (2nd ed.). Academic Press.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517.

Naudé, P., Henneberg, S. C., & Jiang, Z. (2014). Varying the qualities of the relational corporate performance. *Industrial Marketing Management*, 43(1), 150–162.

O'Brien, R. M. (2007). A caution regarding rules of thumb for variance inflation factors. *Quality & Quantity*, 41(5), 673–690.

Sang, N. M., & Hung, N. P. (2024). ESG and bank performance: Evidence from an emerging market. *Working Paper*.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.

Sun, Q., Tong, W. H., & Tong, J. (2002). How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1-2), 1–27.

Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: A literature review. *British Accounting Review*, 55(1), 101149.

Tudose, M. B., & Avasilcai, S. (2020). Financial performance: A comprehensive analysis. *Management Dynamics in the Knowledge Economy*, 8(1), 59–74.

Weisbach, D. A. (2002). Ten truths about tax shelters. *Tax Law Review*, 55, 215–253.

Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.

World Business Council for Sustainable Development (2002). *The business case for sustainable development*. WBCSD.

Xu, X., & Wang, Y. (1999). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China Economic Review*, 10(1), 75–98.

Zahid, M., Khan, F. U., Usman, M., & Ali, S. (2022). ESG reporting and its impact on corporate financial performance: Evidence from an emerging economy. *Business Strategy & Development*, 5(2), 110–118.