

Working Paper

- Vol. 1 , No. 3

**TÁC ĐỘNG CỦA HÀNH VI TÂY XANH ĐẾN TỶ SUẤT SINH LỜI TRÊN
TÀI SẢN: VAI TRÒ TRUNG GIAN CỦA MỨC ĐỘ TIỆM CẬN GREEN
TAXONOMY TẠI DOANH NGHIỆP VIỆT NAM**

Nguyễn Thị Ngọc Oanh¹, Nguyễn Thị Yến Nhi, Nguyễn Vũ Thảo Ly

Sinh viên K62 Quản trị Kinh doanh – Khoa Quản trị Kinh doanh

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Thị Anh Thư

Sinh viên K62 Kế toán – Kiểm toán – Khoa Kế toán – Kiểm toán

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Bùi Thu Hiền

Giảng viên Khoa Quản trị Kinh doanh

Trường Đại học Ngoại thương, Hà Nội, Việt Nam

Tóm tắt

Nghiên cứu đánh giá tác động của hành vi tây xanh (GWI) đến hiệu quả tài chính (ROA) thông qua vai trò trung gian của mức độ xanh thực chất (TAI_real) dựa trên số liệu của hơn 600 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2021-2024. Bằng việc áp dụng mô hình tác động cố định (FE) và phương pháp phân rã KHB, kết quả thực nghiệm chỉ ra GWI không có tác động tổng thể lên ROA do sự triệt tiêu của hai cơ chế đối nghịch. Một mặt, tây xanh tác động tiêu cực trực tiếp đến ROA khi sự bất cân xứng giữa công bố và thực tiễn bị thị trường nhận diện. Mặt khác, GWI tạo ra tác động tích cực gián tiếp thông qua việc thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng mức độ xanh thực chất, từ đó cải thiện hiệu quả tài chính. Nghiên cứu chỉ ra góc nhìn mới: hành vi tây xanh không hoàn toàn mang tính

¹ Email: k62.2314210127@ftu.edu.vn

tiêu cực, mà có thể là tín hiệu của quá trình doanh nghiệp từng bước chuyển đổi sang phát triển bền vững thực chất.

Từ khóa: tẩy xanh, tỷ suất sinh lời trên tài sản, phân loại hoạt động kinh tế xanh, Việt Nam, tài chính bền vững.

THE IMPACT OF GREENWASHING ON RETURN ON ASSETS: THE MEDIATING ROLE OF GREEN TAXONOMY ALIGNMENT IN VIETNAMESE FIRMS.

Abstract

This study examines the impact of greenwashing behavior (Greenwashing Index – GWI) on corporate financial performance (ROA), through the mediating role of substantive environmental compliance (TAI_real), based on data from more than 600 listed firms in Vietnam during the 2021–2024 period. Employing the Fixed Effects (FE) model and the KHB decomposition method, the empirical results indicate that the total effect of GWI on ROA is statistically insignificant due to the offsetting nature of two opposing mechanisms. On the one hand, greenwashing exerts a negative direct impact on ROA when the asymmetry between environmental disclosures and actual practices is recognized by the market. On the other hand, GWI generates a positive indirect effect by encouraging firms to enhance their substantive environmental compliance, thereby improving financial performance. The findings offer a novel perspective: greenwashing is not entirely detrimental but may also serve as a signal of firms’ gradual transition toward substantive sustainable development.

Keywords: Greenwashing, Return on Assets, Green Taxonomy, Sustainable Finance, Vietnam

1. Giới thiệu

Biến đổi khí hậu ngày càng được xem là một rủi ro hệ thống đối với nền kinh tế và thị trường tài chính toàn cầu (Giglio et al., 2021). Nhận thức này thúc đẩy quá trình chuyển dịch cấp thiết sang nền kinh tế carbon thấp. Theo đó, các nhà đầu tư, tổ chức tài chính và cơ quan quản lý ngày càng chú trọng vào các yếu tố Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) khi đánh giá năng lực hoạt động và triển vọng dài hạn của doanh nghiệp (Krueger et al., 2020; Christensen et al., 2021). Đồng thời, việc áp dụng hệ thống Danh mục phân loại xanh, tiêu biểu như EU Taxonomy và ASEAN Taxonomy, đã trở thành một công cụ quan trọng trong tài chính bền vững. Hệ thống này giúp chuẩn hóa thông tin môi trường và minh bạch hóa các luồng vốn trên thị trường tài chính xanh (Alessi & Battiston, 2022). Tại Việt

Nam, Chính phủ đang thúc đẩy lộ trình chuyển đổi kinh tế bền vững thông qua Chiến lược quốc gia về tăng trưởng xanh giai đoạn 2021-2030. Chiến lược này tập trung vào việc thu hút đầu tư bền vững và xây dựng các tiêu chí phân loại hoạt động kinh tế phù hợp với bối cảnh nội địa.

Tuy nhiên, cùng với sự gia tăng của các thông tin và cam kết về môi trường, nguy cơ tẩy xanh (greenwashing) cũng ngày càng đáng chú ý. Đây là hiện tượng doanh nghiệp phóng đại hoặc trình bày sai lệch mức độ thân thiện với môi trường nhằm trục lợi từ các bên liên quan (Li et al., 2023; Oshika & Saka, 2024). Mặc dù các nghiên cứu về tài chính bền vững đã phân tích rộng rãi mối quan hệ giữa rủi ro môi trường, cam kết ESG và hiệu quả tài chính, (El Ghouli et al., 2011; Eccles et al., 2014), bằng chứng thực nghiệm về hành vi tẩy xanh và mức độ hoạt động xanh thực chất tại các thị trường mới nổi như Việt Nam vẫn còn rất hạn chế. Đặc biệt, các nghiên cứu hiện hành trong nước chủ yếu đo lường tính bền vững qua tần suất từ khóa công bố thông tin, vốn chỉ phản ánh bề nổi thay vì mức độ thực hiện các hoạt động xanh trong thực tế. Vì vậy, vẫn còn khoảng trống trong việc nhận diện sự chênh lệch giữa cam kết và hành động thực tế của doanh nghiệp, cũng như phản ứng tài chính của doanh nghiệp trước các áp lực chuyển đổi xanh.

Xuất phát từ khoảng trống trên, nghiên cứu này tiếp cận chủ đề theo hướng đa chiều. Cụ thể, nghiên cứu đo lường hành vi tẩy xanh dựa trên khoảng cách giữa mức độ xanh tự công bố và mức độ xanh thực chất của doanh nghiệp (Mateo-Márquez et al., 2022; Frendy et al., 2024). Đồng thời, nghiên cứu đánh giá mức độ tham gia thực chất vào các hoạt động xanh thông qua chỉ số Taxonomy Alignment Index (TAI_real) (Alessi & Battiston, 2022). Trên cơ sở đó, nghiên cứu phân tích tác động của hành vi tẩy xanh đến tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA). Nghiên cứu cũng xem xét vai trò trung gian của mức độ tiệm cận tiêu chuẩn Green Taxonomy trong mối quan hệ này tại các doanh nghiệp niêm yết ở Việt Nam giai đoạn 2021-2024. Điểm mới của nghiên cứu nằm ở việc đồng thời đo lường hành vi tẩy xanh và mức độ tham gia thực chất vào các hoạt động xanh, qua đó cho phép nhận diện khoảng cách giữa công bố môi trường và hoạt động xanh thực tế của doanh nghiệp, thay vì chỉ dựa trên thông tin công bố bề mặt như phần lớn các nghiên cứu hiện hành trong nước.

Từ đó, nghiên cứu tập trung giải quyết bốn vấn đề chính: (1) Đo lường mức độ hành vi tẩy xanh của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam; (2) Phân tích tác động của hành vi này đến hiệu quả tài chính (ROA); (3) Đánh giá vai trò của mức độ xanh thực chất và (4) Kiểm định vai trò trung gian của nó trong mối quan hệ trên. Qua đó, nghiên cứu kỳ vọng bổ sung thêm bằng chứng thực nghiệm về tài chính bền vững. Đồng thời, nghiên cứu cũng cung cấp cơ sở tham khảo cho các nhà đầu tư và cơ quan quản lý trong việc nhận diện rủi ro tẩy xanh, thúc đẩy minh bạch thông tin và hỗ trợ sự phát triển bền vững của thị trường vốn Việt Nam trong bối cảnh chuyển đổi xanh.

2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết

2.1. Tổng quan về Green Taxonomy

Green Taxonomy là hệ thống phân loại khoa học xác định các hoạt động kinh tế "bền vững môi trường". Theo chuẩn quốc tế, một hoạt động "xanh" phải thỏa mãn bốn điều kiện: (i) đóng góp đáng kể vào mục tiêu môi trường; (ii) không gây tổn hại đáng kể (DNSH); (iii) tuân thủ bảo vệ xã hội tối thiểu; và (iv) đáp ứng tiêu chí kỹ thuật (European Commission, 2020).

Hệ thống giúp định hướng dòng vốn toàn cầu, giảm rủi ro "tẩy xanh" (greenwashing) và thúc đẩy quá trình chuyển đổi sang nền kinh tế trung hòa carbon. Tuy nhiên, yêu cầu khắt khe về dữ liệu DNSH (như chuẩn EU) làm tăng chi phí tuân thủ, tạo rào cản lớn cho các nước đang phát triển (Ehlers & Packer, 2021). Do đó, các quốc gia mới nổi thường ưu tiên hệ thống phân cấp (tiered approach) hoặc đèn giao thông (traffic-light system) để đảm bảo tính khả thi (ASEAN Taxonomy Board, 2024).

Trong bối cảnh đó, Việt Nam đã chính thức ban hành Bộ Tiêu chuẩn Phân loại Xanh Việt Nam (VGT) theo Quyết định 21/2025/QĐ-TTg nhằm thực hiện cam kết Net Zero vào năm 2050 (Chính phủ Việt Nam, 2025). Nhằm cân bằng giữa tính tương thích với các chuẩn mực quốc tế và điều kiện thực tiễn trong nước, Bộ Tiêu chuẩn Phân loại Xanh Việt Nam (VGT) xây dựng hệ thống tiêu chí môi trường cho các dự án đầu tư thuộc nhiều lĩnh vực kinh tế, qua đó tạo cơ sở xác định các hoạt động đủ điều kiện tiếp cận tài chính xanh. (VBMA, 2025).

Tuy nhiên, thực tiễn triển khai VGT đối mặt với hai rào cản lớn: năng lực dữ liệu DNSH của doanh nghiệp còn yếu (chỉ 15–20% doanh nghiệp niêm yết đáp ứng) và nền kinh tế còn phụ thuộc điện than (48% năm 2024), đòi hỏi các danh mục "chuyển đổi" linh hoạt (HOSE, 2024). Dù vậy, với độ tương thích quốc tế cao, taxonomy mang tính pháp lý như VGT có thể giúp doanh nghiệp xanh giảm 15–29 điểm cơ bản chi phí vốn, đồng thời

trừng phạt tài chính các hành vi tẩy xanh (Fatica & Panzica, 2021). Qua đó, VGT được kỳ vọng thiết lập kỷ luật thị trường và tối ưu hóa phân bổ dòng vốn bền vững tại Việt Nam.

2.2 Tổng quan về Greenwashing

Greenwashing là hành vi doanh nghiệp cung cấp thông tin sai lệch hoặc phóng đại kết quả môi trường nhằm xây dựng hình ảnh bền vững và thu hút nguồn vốn (Delmas & Burbano, 2011). Lyon & Montgomery (2015) coi đây là khoảng cách giữa tuyên bố và hành động thực tế, nơi bất cân xứng thông tin cho phép doanh nghiệp che giấu các tác động tiêu cực (Clarkson et al., 2008). Lý thuyết tín hiệu cũng cho rằng greenwashing là tín hiệu sai lệch (misleading signal), biểu hiện qua ngôn ngữ xanh phi định lượng, công bố ESG chọn lọc, hoặc thiếu bằng chứng kiểm chứng. Một dạng phổ biến khác là “brown wash”- giảm nhẹ tác động tiêu cực đến môi trường (Kim & Lyon, 2015; Michelon et al., 2015).

Trên phạm vi toàn cầu, áp lực truyền thông và nhu cầu vốn bền vững thúc đẩy các chiến lược báo cáo mang tính biểu tượng (symbolic reporting) hơn là phản ánh hiệu quả thực chất (Delmas và Burbano, 2011; Michelon, Pilonato và Ricceri, 2015). Mặc dù các khung pháp lý quốc tế như IFRS hay EU Taxonomy đã triển khai nhằm chuẩn hóa tiêu chí (Lashitew, 2021), thị trường ESG Việt Nam vẫn đang ở giai đoạn sơ khai. Việc chậm ban hành Green Taxonomy Quốc gia (dự kiến tháng 7/2025) tạo ra khoảng trống chuẩn mực, dẫn đến tình trạng công bố thông tin chủ yếu mang tính mô tả và thiếu xác minh độc lập. Thực trạng này tương đồng với nhận định của Michelon, Pilonato và Ricceri (2015) về tính hình thức trong báo cáo bền vững, gây suy giảm tính minh bạch và đặt ra yêu cầu cấp thiết về các nghiên cứu định lượng nhằm nhận diện hành vi tẩy xanh trong bối cảnh chuyển đổi hiện nay.

Greenwashing gây hệ lụy trực tiếp đến chi phí vốn và uy tín tổ chức. Khi thông tin môi trường thiếu minh bạch, nhà đầu tư có xu hướng yêu cầu tỷ suất sinh lời cao hơn, làm tăng chi phí vốn chủ sở hữu (Dhaliwal et al., 2011). Doanh nghiệp bị nghi ngờ tẩy xanh cũng có thể gặp khó khăn khi tiếp cận nguồn vốn xanh (Lyon & Maxwell, 2011). Sau cùng, công bố môi trường không trung thực có thể làm suy giảm độ tin cậy của tín hiệu doanh nghiệp và gây phản ứng tiêu cực từ thị trường (Fabrizio & Kim, 2019).

2.3. Tổng quan về Tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA)

Tỷ suất sinh lời trên tài sản (Return on Assets – ROA) là một trong những chỉ tiêu tài chính quan trọng dùng để đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Chỉ số này phản ánh khả năng của doanh nghiệp trong việc sử dụng toàn bộ tài sản để tạo ra lợi nhuận trong một kỳ kinh doanh nhất định. ROA thường được xác định bằng cách lấy lợi nhuận ròng chia cho tổng tài sản bình quân của doanh nghiệp. ROA cho biết mức độ hiệu quả mà tài

sản của một công ty được sử dụng để tạo ra lợi nhuận theo Kyere, M., & Ausloos, M. (2021).

$$ROA = \frac{Net\ income}{Total\ assets} \times 100$$

Nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đã sử dụng ROA làm biến đại diện cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và phân tích các yếu tố tác động đến chỉ tiêu này. Chẳng hạn, các nghiên cứu cho thấy các yếu tố liên quan đến quản trị doanh nghiệp và trách nhiệm xã hội có thể ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, được đo lường thông qua ROA (Inmaculada Martínez-Ferrero & Isabel María García-Sánchez, 2015). Tương tự, các nghiên cứu khác cũng chỉ ra rằng các yếu tố quản trị doanh nghiệp và chiến lược phát triển bền vững có thể cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong dài hạn, trong đó ROA được sử dụng như một thước đo quan trọng để đánh giá hiệu quả tài chính (Ioannis Ioannou & George Serafeim, 2015).

Trong bối cảnh các nền kinh tế đang phát triển, đặc biệt tại các thị trường mới nổi như Việt Nam, ROA được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết. Nhiều nghiên cứu cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản có thể chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố như quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ nợ, hiệu quả sử dụng tài sản cố định, đổi mới công nghệ và các điều kiện kinh tế vĩ mô. Việc quản lý tài sản hiệu quả và duy trì cấu trúc tài chính hợp lý có thể góp phần cải thiện khả năng sinh lợi của doanh nghiệp, được phản ánh thông qua chỉ tiêu ROA (Le Ngoc Thuy Trang et al., 2022). Do đó, ROA không chỉ phản ánh khả năng sinh lợi mà còn là công cụ quan trọng để đánh giá hiệu quả hoạt động và năng lực quản trị của doanh nghiệp.

2.4. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết

2.4.1. Hành vi tẩy xanh và tỷ suất sinh lời trên tài sản

Hành vi tẩy xanh làm gia tăng Khoảng cách hiệu suất và công bố môi trường (Disclosure - Performance Gap), khiến nguồn lực phân bổ sai lệch vào truyền thông thay vì năng lực lõi (Frendy, Oshika và Koike, 2024; Li et al. (2023). Dựa trên Lý thuyết chính danh (Suchman, M. C.,1995) và Lý thuyết các bên liên quan (Freeman, R. E.,1984), sự chênh lệch này làm giảm niềm tin, sụt giảm doanh thu và tăng chi phí (Szabo & Webster 2021). Dù Li et al. (2023) thấy lợi nhuận có thể tăng ngắn hạn, tác động này sẽ sớm đảo chiều (Walker & Wan, 2012). Dưới áp lực pháp lý, doanh nghiệp có thể đối mặt với các khoản phạt và rủi ro kiện tụng (Frendy et al., 2024). Tóm lại, tẩy xanh được kỳ vọng làm giảm ROA trong dài hạn qua ba kênh chính: sụt giảm doanh thu, gia tăng chi phí pháp lý và phân bổ sai nguồn lực.

H1: Hành vi tẩy xanh (GWI) có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính (ROA) của doanh nghiệp.

2.4.2. Hành vi tẩy xanh và mức độ xanh thực chất

Mối quan hệ giữa hành vi tẩy xanh và mức độ xanh thực chất có thể được lý giải qua Lý thuyết Tín hiệu (Spence, 1973) và Xã hội học Thể chế Mới (Meyer & Rowan, 1977). Thứ nhất, tẩy xanh thu hút vốn ngắn hạn (Li et al., 2023), tạo nguồn tài trợ cho nhu cầu vốn đầu tư ban đầu lớn (CapEx) nhằm nâng cao mức độ xanh thực chất (Alessi & Battiston, 2022). Thứ hai, hành vi tẩy xanh có thể đẩy doanh nghiệp vào bẫy chính danh. Khi doanh nghiệp lạm dụng cam kết hình thức (Mateo-Márquez et al., 2022) và bị giám sát khắt khe, họ buộc phải hiện thực hóa chúng thành nỗ lực cải thiện môi trường thực chất để duy trì sự chấp thuận của xã hội.

H2: Hành vi tẩy xanh (GWI) có mối quan hệ cùng chiều với mức độ xanh thực chất (TAI_real) của doanh nghiệp.

2.4.3. Mức độ xanh thực chất (TAI_real) và tỷ suất sinh lời trên tài sản

Mức độ xanh thực chất của doanh nghiệp được kỳ vọng cải thiện hiệu quả tài chính qua bốn cơ sở. Thứ nhất, việc tập trung vào vấn đề bền vững trọng yếu giúp tối ưu hóa vốn (Khan et al., 2016). Thứ hai, nỗ lực nâng cấp công nghệ đáp ứng chuẩn mực giúp cắt giảm chi phí (Sharfman & Fernando, 2008; Eccles et al., 2014). Thứ ba, doanh nghiệp có mức độ xanh thực chất cao ít chịu rủi ro khí hậu (Alessi & Battiston, 2022), do đó dễ tiếp cận vốn rẻ (El Ghouli et al, 2011; Bussmann et al, 2025). Cuối cùng, theo Mô hình hợp tác sản xuất (Blair & Stout, 1999), sự bền vững tạo ra tài sản vô hình, giúp giữ chân khách hàng và củng cố sức mạnh định giá (Eccles et al, 2014).

H3: Mức độ xanh thực chất (TAI_real) có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính (ROA) của doanh nghiệp.

2.4.4. Vai trò trung gian của mức độ xanh thực chất trong mối quan hệ giữa tẩy xanh và tỷ suất sinh lời trên tài sản

Mức độ xanh thực chất có thể đóng vai trò là cơ chế then chốt, giúp hấp thụ áp lực thể chế và nguồn vốn ngắn hạn từ quá trình tẩy xanh để nội hóa thành năng lực vận hành. Kênh truyền dẫn này hàm ý khả năng xuất hiện hiệu ứng bù trừ (suppression effect) hay trung gian cạnh tranh (competitive mediation) (MacKinnon et al., 2000; Zhao et al., 2010). Tác động tiêu cực trực tiếp từ tẩy xanh có thể được bù đắp một phần bởi lợi ích gián tiếp từ quá trình xanh hóa thực chất. Lập luận này gợi ý rằng tác động tổng thể của tẩy xanh lên hiệu quả tài chính có thể trở nên kém rõ ràng.

H4: Mức độ xanh thực chất (TAI_real) đóng vai trò trung gian trong tác động của hành vi tẩy xanh (GWI) lên hiệu quả tài chính (ROA).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Quy trình nghiên cứu

Nghiên cứu thiết lập quy trình logic kế thừa khung phương pháp luận về nhận diện hành vi tẩy xanh của Marquis et al. (2016) và đo lường sự tương thích với phân loại xanh của Frendy et al. (2024). Giai đoạn đầu, nghiên cứu xây dựng hệ thống giả thuyết về mối quan hệ giữa Greenwashing, mức độ đầu tư xanh thực chất và hiệu quả tài chính (ROA). Các biến giải thích trọng tâm bao gồm chỉ số GWI - phản ánh sự sai lệch trong công bố môi trường (Zhang và Wang, 2020) - và chỉ số TAI_real đại diện cho mức độ thực hiện các hoạt động xanh thực chất theo tiêu chuẩn EU Taxonomy (2020). Mô hình đồng thời kiểm soát các đặc điểm doanh nghiệp bao gồm quy mô (SIZE), tốc độ tăng trưởng (GROWTH) và tuổi đời (AGE) nhằm hạn chế sai lệch trong ước lượng, phù hợp với khung phân tích của Christensen et al. (2021) và Oshika và Saka (2024). Tiếp theo, dữ liệu bảng (Panel data) giai đoạn 2021-2024 được thu thập từ báo cáo tài chính và báo cáo bền vững của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Quy trình làm sạch dữ liệu được thực hiện nghiêm ngặt nhằm loại bỏ các giá trị ngoại lai và quan sát thiếu, đảm bảo tính đại diện cho phân tích thực nghiệm.

Cuối cùng, nghiên cứu áp dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng nhằm kiểm chứng tác động của hành vi tẩy xanh và vai trò của mức độ xanh thực chất đối với hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Phương pháp này kế thừa cách tiếp cận thực nghiệm từ Oshika và Saka (2024) và Frendy et al. (2024), giúp làm rõ mối liên hệ giữa minh bạch thông tin môi trường và hiệu quả tài chính tại các thị trường đang phát triển.

3.2 Dữ liệu và mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng (panel data) giai đoạn 2021 – 2024 của các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE và HNX. Sau khi sàng lọc, mẫu nghiên cứu cuối cùng đạt 610 doanh nghiệp với 2.440 quan sát (doanh nghiệp-năm). Dữ liệu tài chính được trích xuất từ nền tảng FiinPro-X; trong khi dữ liệu môi trường được thu thập từ báo cáo thường niên và báo cáo phát triển bền vững thông qua kỹ thuật tìm kiếm từ khóa bằng Python kết hợp chuẩn hoá. Để đảm bảo độ tin cậy, nghiên cứu áp dụng kỹ thuật winsorization 1% nhằm khử nhiễu từ các giá trị ngoại lai, đồng thời xử lý dữ liệu khuyết thiếu bằng giá trị trung bình ngành hoặc gán giá trị 0 cho các biến nhị phân không công bố thông tin môi trường.

3.3 Đo lường biến số

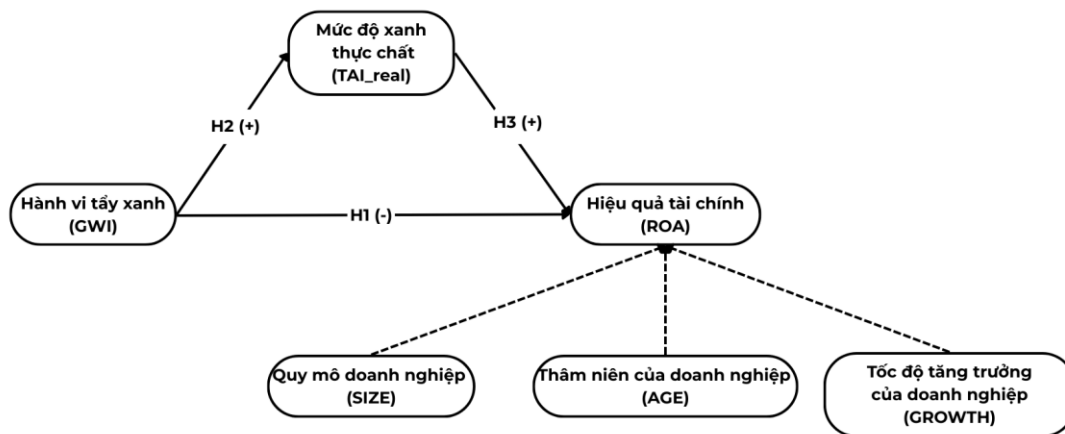
Bảng 1. Các biến nghiên cứu và cách đo lường

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả (2026)

Biến	Công thức / Cách đo lường	Nguồn tham khảo
ROA_{it}	Lợi nhuận ròng chia cho tổng tài sản	El Ghoul et al. (2011)
GWI_{it}	$GWI_{it} = TAI_{report,it} - TAI_{real,it} $	Marquis et al. (2016); Oshika & Saka (2024)
$TAI_{real,it}$	$TAI_{real,it} = \sum_{j=1}^n \omega_j X_{ij}$	Zhang & Wang, 2020
TAI_{report}	$TAI_{report} = 100 \times \frac{K + P + E}{3}$	Chỉ số tổng hợp do nhóm nghiên cứu xây dựng
Tần suất xuất hiện của từ khóa (K)	Số lần xuất hiện từ khóa / Tổng số từ trong báo cáo	
Tỷ lệ các tuyên bố xanh (P)	Số câu GreenClaim / Tổng số câu trong báo cáo	
Điểm chứng cứ (E)	Số GreenClaim có Evidence / Tổng số GreenClaim	
X_{ij}	$X_{ij} = \frac{X_{ij} - \min(X_j)}{\max(X_j) - \min(X_j)}$ - chuẩn hóa các chỉ số về thang đo [0,1]	Phương pháp chuẩn hóa dữ liệu

Quy mô doanh nghiệp (SIZE_it)	Logarit tự nhiên của tổng tài sản	El Ghoual et al. (2011)
Tăng trưởng doanh thu (GROWTH_it)	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu hàng năm	Chang et al. (2024)
Tuổi doanh nghiệp (AGE_it)	Logarit tự nhiên của số năm hoạt động kể từ khi doanh nghiệp IPO	Ginglinger & Moreau (2023)

3.4 Mô hình và phương pháp thực nghiệm



Hình 1. Mô hình nghiên cứu

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả (2026)

3.4.1. Mô hình tác động trực tiếp

Để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, nghiên cứu xem xét mối quan hệ trực tiếp giữa greenwashing, mức độ xanh thực chất và hiệu quả tài chính thông qua mô hình hồi quy dữ liệu bảng. Với cấu trúc dữ liệu doanh nghiệp - năm, mô hình hiệu ứng cố định được sử dụng nhằm kiểm soát các đặc điểm riêng của từng doanh nghiệp không quan sát được nhưng tương đối ổn định theo thời gian.

Mô hình cơ sở được xác định như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GWI_{it} + \beta_2 TAI_real_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó i và t lần lượt đại diện cho doanh nghiệp và năm nghiên cứu. ROA_{it} là hiệu quả tài chính; GWI_{it} là chỉ số greenwashing; TAI_real_{it} phản ánh mức độ xanh thực chất; còn AGE , $SIZE$ và $GROWTH$ là các biến kiểm soát. u_i phản ánh hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và ε_{it} là sai số ngẫu nhiên.

3.4.2. Mô hình tác động trung gian

Nhằm làm rõ hơn cơ chế tác động, nghiên cứu tiếp tục triển khai mô hình trung gian với TAI_real đóng vai trò biến trung gian trong mối quan hệ giữa GWI và ROA . Phương pháp KHB (Karlson–Holm–Breen) được sử dụng để tách biệt tác động trực tiếp và gián tiếp của greenwashing lên hiệu quả tài chính. Hệ phương trình được xác định như sau:

Phương trình 1: Mô hình trung gian - tác động của Greenwashing đến ROA

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GWI_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Phương trình 2: Mô hình trung gian - tác động của GWI đến TAI_real

$$TAI_real_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GWI_{it} + \alpha_2 AGE_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Phương trình 3: Mô hình đầy đủ - tác động đồng thời của GWI và TAI_real lên ROA

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GWI_{it} + \beta_2 TAI_real_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Cách tiếp cận này cho phép kiểm định liệu greenwashing chỉ tác động trực tiếp đến hiệu quả tài chính hay còn ảnh hưởng gián tiếp thông qua việc thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng mức độ chuẩn bị xanh thực chất.

3.4.3. Phương pháp ước lượng và kiểm định

Về phương pháp ước lượng, các mô hình được ước lượng lần lượt bằng Pooled OLS và Fixed Effects nhằm phân tích mối quan hệ giữa các biến trong mô hình. Sai số chuẩn vững (robust standard errors) được sử dụng nhằm xử lý hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan trong dữ liệu bảng. Nghiên cứu cũng kiểm tra đa cộng tuyến thông qua hệ số VIF, đồng thời áp dụng các kiểm định Breusch-Pagan và Wooldridge nhằm đảm bảo độ tin cậy của kết quả.

Phần thực nghiệm của nghiên cứu được xây dựng trên hai mô hình chính: mô hình tác động trực tiếp và mô hình trung gian, giúp làm rõ cơ chế tác động giữa greenwashing, mức độ xanh thực chất và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Kết quả

Để đánh giá tác động của hành vi tẩy xanh đến tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA), nghiên cứu sử dụng mô hình thực nghiệm 2 bước kết hợp nhằm đạt được hiệu quả tối ưu.

Bước 1: Mô hình cơ sở

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GWI_{it} + \beta_2 TAI_real_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Bảng 2 trình bày kết quả hồi quy theo mô hình tác động cố định (Fixed Effects) nhằm kiểm định tác động của hành vi tẩy xanh (GWI) và mức độ xanh thực chất (TAI_real) đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, được đo lường bằng tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA). Mô hình cũng bao gồm các biến kiểm soát là tuổi doanh nghiệp (AGE), quy mô doanh nghiệp (SIZE) và tốc độ tăng trưởng doanh thu (GROWTH). Sai số chuẩn vững được sử dụng và điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp.

Bảng 2. Kết quả hồi quy mô hình cơ sở: tác động của GWI và TAI_real đến ROA

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả (2026)

ROA	Coefficien t	Robus t Std. err.	t	P> t	[95% conf.	interv al]
GWI	- .014558	.0074916	-1.94	0.052	- .0292705	.0001 544
TAI_r eal	.0200116	.0083133	2.41	0.016	.0036854	.0363378
AGE	- 15.67433	2.581767	-6.07	0.000	- 20.74458	- 10.60408

SIZE	3.427654	1.166553	2.94	0.003	1.136699	5.71861
GROWTH	.0764 006	.0477743	1.60	0.110	- .0174218	.1702 229
_cons	- 40.86887	29.89447	-1.37	0.172	- 99.57764	17.8399
sigma_u	13.289539					
sigma_e	5.2001784					
rho	.86721649					

Đối với các biến chính, hệ số của **GWI** mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% ($\beta = -0.0146$; $p = 0.052$). Trong khi đó, hệ số của **TAI_real** mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% ($\beta = 0.0200$; $p = 0.016$).

Đối với các biến kiểm soát, **AGE** có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ($\beta = -15.6743$; $p < 0.01$). **SIZE** có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ($\beta = 3.4277$; $p < 0.01$). Trong khi đó, biến **GROWTH** có hệ số dương nhưng không có ý nghĩa thống kê ($p > 0.10$).

Bước 2: Mô hình trung gian

Phương trình 1 (Tác động của Greenwashing đến ROA):

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GWI_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Kết quả hồi quy tác động cố định cho thấy mô hình có ý nghĩa thống kê tổng thể. Tuy nhiên, hệ số của **GWI** mang dấu âm nhưng không có ý nghĩa thống kê ($p = 0.173$), cho thấy chưa có bằng chứng rõ ràng rằng mức độ tẩy xanh ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (Bảng 3).

Đối với các biến kiểm soát, AGE có tác động âm và có ý nghĩa ở mức 1%, trong khi SIZE có tác động dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, biến GROWTH không có ý nghĩa thống kê.

Bảng 3. Kết quả hồi quy tác động trực tiếp của GWI đến ROA

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả (2026)

ROA	Coefficient	Robust Std. err.	t	P> t	[95% conf.	interval]
GWI	-.0091305	.0066854	-1.37	0.173	-.0222599	.0039988
AGE	-.1493164	2.511746	-5.94	0.000	-.1986437	-.9998905
SIZE	3.523284	1.173316	3.00	0.003	1.219049	5.82752
GROWTH	.0772744	.0486005	1.59	0.112	-.0181705	.1727194
_cons	-.4546977	29.92381	-1.52	0.129	-.1042362	13.29662
sigma_u	13.113249	(fraction of variance due to u_i)				
sigma_e	5.2037539					
rho	.86394921					

Phương trình 2 (Tác động của GWI lên biến trung gian TAI_real):

$$TAI_real_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GWI_{it} + \alpha_2 AGE_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 GROWTH_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Dựa vào bảng 4, kết quả cho thấy GWI có tác động dương và có ý nghĩa thống kê mạnh đến TAI_real ($\beta = 0.271$; $p < 0.01$). Kết quả này hàm ý rằng các doanh nghiệp có mức độ tẩy xanh cao hơn thường đi kèm với mức độ xanh thực chất cao hơn, hay nói cách khác, giữa GWI và TAI_real tồn tại mối quan hệ cùng chiều trong mẫu nghiên cứu.

Bảng 4. Kết quả hồi quy tác động của GWI lên biến trung gian TAI_real

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả (2026)

TAI_real	Coefficient	Robust Std. err.	t	P> t	[95% conf.	interval]
GWI	.2712174	.0317841	8.53	0.000	.2087976	.3336372
AGE	37.11303	4.937806	7.52	0.000	27.41584	46.81022
SIZE	4.778731	1.455508	3.28	0.001	1.920307	7.637155
GROWTH	.0436686	.0590077	0.74	0.460	-.0722146	.1595519
_cons	-229.9115	42.93906	-5.35	0.000	-314.2381	-145.5849
sigma_u	27.285444	(fraction of variance due to u_i)				
sigma_e	11.396984					

TAI_real	Coefficient	Robust Std. err.	t	P> t	[95% conf.]	interval]
GWI	.2712174	.0317841	8.53	0.000	.2087976	.3336372
rho	.85144874					

Phương trình 3 (Tác động đồng thời lên ROA):

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GWI_{it} + \beta_2 TAI_real_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + u_i + \varepsilon_{it}$$

Khi đưa TAI_real vào mô hình, hệ số của GWI trở nên có ý nghĩa ở mức 10% và mang dấu âm, trong khi TAI_real có tác động dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% đối với ROA (Bảng 5)

Bảng 5. Kết quả hồi quy với mô hình tác động cố định (Fixed Effects) có đưa biến trung gian TAI_real vào mô hình

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả (2026)

ROA	Coefficient	Robust Std. err.	t	P> t	[95% conf.]	interval]
GWI	-.014558	.0074916	-1.94	0.052	-.0292705	.0001544
TAI_real	.0200116	.0083133	2.41	0.016	.0036854	.0363378
AGE	-		-6.07	0.000	-	-

	15.67433	2.581767				20.74458	10.60408
SIZE	3.427654	1.166553	2.94		0.003	1.136699	5.71861
GRO WTH	.0764 006	.0477743	1.60		0.110	- .0174218	.1702 229
_cons	- 40.86887	29.89447	-1.37		0.172	- 99.57764	17.8399
sigma _u	13.289539		(fraction of variance due to u_i)				
sigma _e	5.2001784						
rho	.86721649						

Từ những tác động, ảnh hưởng của biến trung gian đến mô hình, nghiên cứu xây dựng kiểm định trung gian phân rã KHB. Kiểm định có kết quả như Bảng 6

Bảng 6. Kết quả phân rã tác động của GWI lên ROA theo phương pháp KHB

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả (2026)

Hiệu ứng	Hệ số	p-value
Total (Reduced)	-0.0018	0.791
Direct (Full)	-0.0146	0.052
Indirect	0.0128	0.018

Kết quả phân rã theo phương pháp KHB cho thấy tổng tác động của chỉ số tẩy xanh (GWI) lên ROA không có ý nghĩa thống kê (Reduced = -0.0017; p = 0.791), cho thấy xét

tổng thể, tẩy xanh dường như không ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi đưa biến trung gian TAI_real vào mô hình, tác động trực tiếp của GWI đến ROA trở nên âm và có ý nghĩa ở mức 10% (Full = -0.0145; $p = 0.052$), cho thấy tẩy xanh có thể làm giảm hiệu quả tài chính khi bị thị trường nhận diện. Đồng thời, tồn tại tác động gián tiếp dương thông qua TAI_real (Diff = 0.0127; $p = 0.018$), hàm ý rằng các doanh nghiệp tẩy xanh cũng có xu hướng tăng cường tuân thủ môi trường thực chất. Nhờ đó, tác động tích cực gián tiếp này phần nào bù đắp cho tác động tiêu cực trực tiếp, khiến tổng ảnh hưởng của tẩy xanh lên ROA trở nên không đáng kể.

4.2. Thảo luận kết quả

Các kết quả thực nghiệm cho thấy, greenwashing có tác động hai chiều đến hiệu quả tài chính thông qua đo lường việc công bố và trên thực tế của các doanh nghiệp ở Việt Nam. Một mặt, hành vi tẩy xanh có tác động tiêu cực trực tiếp khi thị trường nhận diện sự không nhất quán giữa công bố và thực tế, uy tín doanh nghiệp bị ảnh hưởng và làm giảm hiệu quả tài chính. Mặt khác, hành vi tẩy xanh cũng có những tác động tích cực gián tiếp lên môi trường khi các doanh nghiệp tẩy xanh có xu hướng tăng cường chuẩn bị tuân thủ môi trường thực chất để giảm thiểu rủi ro trong tương lai.

Nghiên cứu này phát hiện việc greenwashing có thể là tín hiệu của quá trình chuyển đổi xanh, điều này phù hợp với lập luận trong nghiên cứu của Frendy, Oshika & Koike (2024) rằng một số doanh nghiệp không chỉ tẩy xanh để đánh lừa mà còn chuyển đổi dần sang tuân thủ môi trường thực. Kết quả cho thấy GWI tác động động lên TAI_real có hệ số dương ($p < 0.01$), điều này có thể lý giải cho việc doanh nghiệp tẩy xanh không hoàn toàn “giả xanh” mà có thể đang tăng cường chuẩn bị cho các tiêu chuẩn môi trường thực sự.

Ngoài ra, việc TAI_real tác động đến ROA có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê ($p = 0.016$) chỉ ra các hoạt động môi trường không chỉ mang tính đạo đức mà còn tạo ra giá trị kinh tế cho doanh nghiệp từ đó có thể nâng cao uy tín với nhà đầu tư, giảm thiểu rủi ro pháp lý, tăng hiệu quả sử dụng tài nguyên và thu hút khách hàng ESG phù hợp với quan điểm nghiên cứu của Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou & George Serafeim, 2014.

Theo nghiên cứu, kết quả phân rã theo phương pháp KHB cho thấy tổng tác động của hành vi tẩy xanh (GWI) lên ROA không có ý nghĩa thống kê ($p = 0.791$), cho thấy khi xét tổng thể, tẩy xanh dường như không ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi xem xét các cơ chế tác động, kết quả cho thấy hai hiệu ứng trái chiều. Cụ thể, tác động trực tiếp của GWI lên ROA mang dấu âm và có ý nghĩa ở mức 10%, cho thấy hành vi tẩy xanh có thể làm suy giảm hiệu quả tài chính khi sự không nhất quán giữa công bố và thực tế bị thị trường nhận diện. Ngược lại, tồn tại tác động gián tiếp dương

thông qua TAI_real và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, hàm ý rằng các doanh nghiệp tẩy xanh đồng thời có xu hướng gia tăng mức độ xanh thực chất nhằm giảm thiểu rủi ro trong tương lai. Do hai cơ chế này vận động theo hướng ngược nhau, tác động tiêu cực trực tiếp của tẩy xanh bị bù đắp bởi tác động tích cực gián tiếp, khiến ảnh hưởng tổng thể của GWI lên ROA trở nên không đáng kể. Kết quả này cho thấy tẩy xanh có thể phản ánh không chỉ hành vi công bố mang tính hình thức mà còn là dấu hiệu của quá trình chuyển đổi dần sang các hoạt động môi trường thực chất trong doanh nghiệp. Kết quả này nhìn chung phù hợp với lập luận của Delmas và Burbano (2011), khi cho rằng greenwashing có thể gây rủi ro danh tiếng và làm suy giảm giá trị doanh nghiệp khi bị phát hiện. Tuy nhiên, khác với nghiên cứu trước chủ yếu nhấn mạnh tác động tiêu cực của greenwashing, kết quả của nghiên cứu này cho thấy sự tồn tại của cơ chế tác động gián tiếp tích cực thông qua việc cải thiện hoạt động môi trường thực chất.

Kết quả nghiên cứu cũng gợi ý vai trò quan trọng của green taxonomy trong việc giảm thiểu khoảng cách giữa công bố môi trường và hoạt động thực tế của doanh nghiệp. Green taxonomy là hệ thống phân loại các hoạt động kinh tế được coi là bền vững về môi trường, giúp tạo ra tiêu chuẩn thống nhất để đánh giá và giám sát các hoạt động xanh của doanh nghiệp. Một ví dụ điển hình là EU Taxonomy for Sustainable Activities, được xây dựng nhằm xác định các hoạt động kinh tế thực sự đóng góp vào mục tiêu phát triển bền vững của Liên minh châu Âu. Việc áp dụng các hệ thống phân loại xanh có thể giúp giảm thiểu greenwashing bằng cách tăng tính minh bạch và khả năng so sánh của các thông tin ESG. Đồng thời, green taxonomy cũng giúp các nhà đầu tư và cơ quan quản lý phân biệt rõ hơn giữa các doanh nghiệp thực sự thực hiện hoạt động xanh và các doanh nghiệp chỉ thực hiện các chiến lược truyền thông môi trường.

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1 Kết luận

Nghiên cứu đánh giá tác động của hành vi tẩy xanh (GWI) đến hiệu quả tài chính (ROA) qua trung gian là mức độ xanh thực chất (TAI_real). Kết quả thực chứng cho thấy tác động tổng thể không có ý nghĩa thống kê do hai cơ chế đối lập triệt tiêu lẫn nhau: (i) theo Lý thuyết Tín hiệu, GWI là "tín hiệu giả" gây suy giảm trực tiếp ROA khi thị trường nhận diện được sự bất cân xứng thông tin. (ii) theo Lý thuyết Thể chế, áp lực hợp pháp hóa từ Danh mục phân loại xanh thúc đẩy doanh nghiệp gia tăng tuân thủ thực chất, tạo ra giá trị kinh tế trung hòa các tác động tiêu cực trên. Do đó, nghiên cứu củng cố quan điểm GWI có thể là "bước đệm" chiến lược trong lộ trình dịch chuyển từ tuân thủ hình thức sang thực thi trách nhiệm môi trường thực chất.

5.2 Khuyến nghị

Đối với doanh nghiệp, cần chủ động rà soát hoạt động theo các tiêu chuẩn phân loại xanh thay vì tập trung vào truyền thông bề nổi. Ứng dụng chỉ số TAI_real như một hệ tham chiếu nội bộ giúp định vị chính xác vị thế "xanh", từ đó khơi thông nguồn vốn tín dụng bền vững và xác lập lợi thế cạnh tranh.

Đối với nhà đầu tư, cần sử dụng Green Taxonomy như bộ lọc cốt lõi để bề gãy sự bất cân xứng thông tin. Việc định giá rủi ro nên dựa trên các chỉ báo tiệm cận thực chất thay vì dựa vào các tuyên bố tự nguyện từ doanh nghiệp.

Đối với cơ quan quản lý, cần sớm ban hành và tích hợp Danh mục phân loại xanh quốc gia vào quy chế công bố thông tin bắt buộc. Đồng thời, cần thắt chặt chuẩn mực kiểm toán và bảo đảm độc lập để xác minh hồ sơ môi trường, thu hẹp "khoảng cách nói - làm" trên thị trường chứng khoán.

5.3 Hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Nghiên cứu còn tồn tại hạn chế do Danh mục phân loại xanh Việt Nam chưa hoàn thiện và dữ liệu dựa trên thông tin tự công bố nên có thể tồn tại sai số. Hướng nghiên cứu tương lai có thể tái định lượng chỉ số TAI_real dựa trên khung pháp lý nội địa chính thức khi được ban hành. Ngoài ra, việc mở rộng phân tích các đặc điểm quản trị công ty hoặc sử dụng phương pháp định tính để đánh giá tâm thế ban lãnh đạo sẽ cung cấp những góc nhìn sâu sắc hơn về hành vi công bố thông tin xanh tại Việt Nam.

DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO

Alessi L. and Battiston S. (2022), 'Two sides of the same coin: Green taxonomy alignment versus transition risk in financial portfolios', *International Review of Financial Analysis*, 84, 102319.

Blair M.M. and Stout L.A. (2017), 'A team production theory of corporate law', in *Corporate Governance*, Gower, pp.169–250.

Breusch T.S. and Pagan A.R. (1979), 'A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation', *Econometrica*, 47(5), pp.1287–1294.

Bussmann N., Giudici P., Tanda A. and Yu E.P.Y. (2025), 'Explainable machine learning to predict the cost of capital', *Frontiers in Artificial Intelligence*, 8, 1578190.

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

Clarkson P.M., Li Y., Richardson G.D. and Vasvari F.P. (2008), 'Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis', *Accounting, Organizations and Society*, 33(4–5), pp.303–327.

Delmas M.A. and Burbano V.C. (2011), 'The drivers of greenwashing', *California Management Review*, 54(1), pp.64–87.

Dhaliwal D.S., Li O.Z., Tsang A. and 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), pp.59–100.

Eccles R.G., Ioannou I. and Serafeim G. (2014), 'The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance', *Management Science*, 60(11), pp.2835–2857.

Ehlers T. and Packer F. (2021), 'A taxonomy of sustainable finance taxonomies', *BIS Papers*, No.118, Bank for International Settlements.

El Ghouli S., Guedhami O., Kwok C.C.Y. and Mishra D.R. (2011), 'Does corporate social responsibility affect the cost of capital?', *Journal of Banking & Finance*, 35(9), pp.2388–2406.

European Commission (2020), *EU taxonomy for sustainable activities*, European Commission, Brussels.

European Commission (2020), *Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council (EU Taxonomy)*, Official Journal of the European Union, L198, pp.13–43.

Freeman R.E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston.

Frendy F., Oshika T. and Koike M. (2024), 'Green taxonomy alignment and corporate financial outcomes', *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 15(7), pp.145–172.

Giglio S., Kelly B. and Stroebel J. (2021), 'Climate finance', *Annual Review of Financial Economics*, 13(1), pp.15–36.

Ginglinger E. and Moreau Q. (2023), 'Climate risk and capital structure', *Journal of Financial Economics*, 147(1), pp.210–233.

Ho Chi Minh Stock Exchange (2024), *Báo cáo đánh giá công bố thông tin phát triển bền vững của doanh nghiệp niêm yết*, Ho Chi Minh Stock Exchange, TP. Hồ Chí Minh.

Hanoi Stock Exchange (2024), *Báo cáo đánh giá công bố thông tin phát triển bền vững của doanh nghiệp niêm yết*, Hanoi Stock Exchange, Hà Nội.

International Platform on Sustainable Finance (2024), *IPSF Common Ground Taxonomy – Climate Change Mitigation Update*, European Commission, Brussels.

Ioannou I. and Serafeim G. (2015), ‘The impact of corporate social responsibility on investment recommendations’, *Financial Analysts Journal*, 71(4), pp.1–12.

Karlson K., Holm A. and Breen R. (2012), ‘Comparing regression coefficients between same-sample nested models using logit and probit: A new method’, *Sociological Methodology*, 42(1), pp.286–313.

Khan M., Serafeim G. and Yoon A. (2016), ‘Corporate sustainability: First evidence on materiality’, *The Accounting Review*, 91(6), pp.1697–1724.

Kim E.H. and Lyon T.P. (2015), ‘Greenwash vs. brownwash: The strategic disclosure of environmental liability of firms’, *Journal of Industrial Economics*, 63(3), pp.405–438.

Krueger P., Sautner Z. and Starks L.T. (2020), ‘The importance of climate risks for institutional investors’, *Review of Financial Studies*, 33(3), pp.1067–1111.

Lashitew A.A. (2021), ‘Corporate uptake of the Sustainable Development Goals: Mere greenwashing or substantive engagement?’, *Journal of Business Ethics*, 170(3), pp.415–430.

Li W., Li W., Seppänen V. and Koivumäki T. (2023), ‘Effects of greenwashing on financial performance’, *Business Strategy and the Environment*, 32(1), pp.820–841.

Luo L. and Tang Q. (2023), ‘Corporate carbon disclosure and the cost of capital’, *British Accounting Review*, 55(1), 101035.

Lyon T.P. and Maxwell J.W. (2011), ‘Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit’, *Journal of Economics & Management Strategy*, 20(1), pp.3–41.

Lyon T.P. and Montgomery A.W. (2015), ‘The means and end of greenwash’, *Organization & Environment*, 28(2), pp.223–249.

MacKinnon D.P., Krull J.L. and Lockwood C.M. (2000), ‘Equivalence of the mediation, confounding and suppression effect’, *Prevention Science*, 1(4), pp.173–181.

Marquis C., Toffel M.W. and Zhou Y. (2016), ‘Scrutiny, norms, and selective disclosure: A global study of greenwashing’, *Organization Science*, 27(2), pp.483–504.

Mateo-Márquez A.J., González-González J.M. and Zamora-Ramírez C. (2022), ‘An international empirical study of greenwashing and voluntary carbon disclosure’, *Journal of Cleaner Production*, 363, 132567.

Meyer J.W. and Rowan B. (1977), ‘Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony’, *American Journal of Sociology*, 83(2), pp.340–363.

Michelon G., Pilonato S. and Ricceri F. (2015), ‘CSR reporting practices and the quality of voluntary disclosure’, *Critical Perspectives on Accounting*, 33, pp.59–78.

Mundlak Y. (1978), ‘On the pooling of time series and cross section data’, *Econometrica*, 46(1), pp.69–85.

Sharfman M.P. and Fernando C.S. (2008), ‘Environmental risk management and the cost of capital’, *Strategic Management Journal*, 29(6), pp.569–592.

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

Suchman M.C. (1995), ‘Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches’, *Academy of Management Review*, 20(3), pp.571–610.

Szabo S. and Webster J. (2021), ‘Perceived greenwashing’, *Journal of Business Ethics*, 171(4), pp.719–739.

Technical Expert Group on Sustainable Finance (2020), *Taxonomy: Final Report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*, European Commission, Brussels.

Vietnam Bond Market Association (2025), *Vietnam Bond Market Report 2025*, Vietnam Bond Market Association, Hà Nội.

Walker K. and Wan F. (2012), ‘The harm of symbolic actions and greenwashing’, *Journal of Business Ethics*, 109(2), pp.227–242.

Wooldridge J.M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press, Cambridge, MA.

Zhang X. and Wang Y. (2020), ‘Corporate environmental disclosure and greenwashing behaviour’, *Journal of Environmental Management*, 264, 110475.

Zhao X., Lynch J.G. and Chen Q. (2010), ‘Reconsidering Baron and Kenny: Myths and truths about mediation analysis’, *Journal of Consumer Research*, 37(2), pp.197–206.