



Working Paper

- Vol. 1 , No. 3

**ẢNH HƯỞNG CỦA ÁP LỰC CÁC BÊN LIÊN QUAN ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP ĐƯỢC NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM
TỪ NĂM 2018 – 2024**

Chế Hà Minh Hiền¹, Phạm Đức Tài

Sinh viên K63 Khoa Kinh tế quốc tế

Trường Đại học Ngoại Thương, Hà Nội, Việt Nam

Bùi Thị Ngân, Nguyễn Thị Quỳnh Chi, Phạm Thị Ngọc Hà

Sinh viên K62 Khoa Quản trị kinh doanh

Trường Đại học Ngoại Thương, Hà Nội, Việt Nam

Tăng Thị Thanh Thủy

Bộ môn QT tài chính và phân tích thống kê doanh nghiệp

Trường Đại học Ngoại Thương, Hà Nội, Việt Nam

Email: thuyttt@ftu.edu.vn

Tóm tắt

Nghiên cứu này phân tích tác động của áp lực các bên liên quan đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2018–2024. Dựa trên nền tảng Lý thuyết các bên liên quan, Lý thuyết tính chính thống và Lý thuyết đại diện, nghiên cứu đo lường áp lực các bên liên quan thông qua đặc điểm ngành nghề, bao gồm ngành nhạy cảm môi trường và ngành chịu áp lực nhà đầu tư cao. Bộ dữ liệu bảng gồm 566 doanh nghiệp niêm yết với 3.035 quan sát theo năm được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán và báo cáo thường niên. Nghiên cứu sử dụng các phương pháp hồi quy dữ liệu bảng như Pooled OLS, mô hình tác động cố định và mô hình tác động ngẫu nhiên, với sai số chuẩn điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp. Hiệu quả tài chính được đo lường bằng tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA), đồng thời kiểm soát các yếu tố đặc thù doanh nghiệp như quy mô, đòn bẩy tài chính, tăng trưởng và tác động của đại dịch COVID-19. Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm về tác động trực tiếp của áp lực môi trường và áp

¹ Email: k63.2414410051@ftu.edu.vn

lực nhà đầu tư đến hiệu quả tài chính, cũng như vai trò điều tiết của áp lực nhà đầu tư trong mối quan hệ giữa đặc điểm ngành nhạy cảm môi trường và hiệu quả tài chính. Nghiên cứu góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm cho bối cảnh thị trường mới nổi và cung cấp hàm ý quản trị quan trọng trong việc cân bằng kỳ vọng của các bên liên quan với mục tiêu phát triển tài chính bền vững dài hạn.

Từ khóa: Áp lực các bên liên quan, Hiệu quả Tài chính (ROA), Doanh nghiệp Việt Nam

THE IMPACT OF STAKEHOLDER PRESSURE ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF LISTED VIETNAMESE FIRMS FROM 2018 TO 2024

Abstract:

This study examines the impact of stakeholder pressure on the financial performance of Vietnamese listed firms during 2018–2024. Grounded in Stakeholder Theory, Legitimacy Theory, and Agency Theory, stakeholder pressure is proxied by industry characteristics, namely environmental-sensitive and investor-oriented industries. Using a balanced panel of 566 firms (3,035 firm-year observations), the study applies panel regression models with firm-clustered robust standard errors. Financial performance is measured by return on assets (ROA), controlling for firm size, leverage, growth, and the COVID-19 period. The results indicate that both environmental sensitivity and investor pressure negatively affect short-term financial performance. However, investor pressure positively moderates the relationship between environmental sensitivity and ROA, mitigating adverse financial effects through enhanced governance and monitoring. The findings highlight the conditional and complex nature of stakeholder pressure in an emerging market context and provide implications for firms and policymakers in aligning sustainability demands with long-term financial performance.

Keywords: The Impact of Stakeholder Pressure, Financial Performance (ROA), Listed Vietnamese Firms from 2018 to 2024.

1. Đặt vấn đề

Trong kỷ nguyên kinh tế hiện đại, mục tiêu của doanh nghiệp đã chuyển dịch quan trọng từ việc tối đa hóa lợi ích thuần túy cho cổ đông sang việc hài hòa kỳ vọng của mạng lưới các bên liên quan đa dạng. Theo Lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder Theory) của Freeman (1984), sự tồn tại và phát triển bền vững của thực thể kinh doanh phụ thuộc mật thiết vào khả năng đáp ứng nhu cầu của các nhóm chủ thể như nhà đầu tư, các cơ quan quản lý, cộng đồng và môi trường. Tại các thị trường mới nổi như Việt Nam, áp lực này không còn mang tính tự nguyện mà đã trở thành yêu cầu cấp bách do sự thắt chặt của các khung pháp lý về quản trị và phát triển bền vững. Thực tiễn tại Việt Nam giai đoạn 2018-2024 phản ánh một bối cảnh đầy biến động, với sự ra đời của các quy định mới như Thông tư 96/2020/TT-BTC về công bố thông tin môi trường - xã hội, cùng những cú sốc kinh tế như đại dịch COVID-19. Những yếu tố này buộc các doanh nghiệp niêm yết trên sàn HOSE, HNX và UPCoM phải đối mặt với áp lực đa chiều: một mặt là yêu cầu tuân thủ các chuẩn mực môi trường khắt khe, mặt khác là áp lực duy trì hiệu năng tài chính từ nhà đầu tư nội và ngoại. Mối quan hệ giữa áp lực từ các bên liên quan và hiệu quả tài chính vẫn là chủ đề gây tranh luận trong giới học thuật. Một số quan điểm cho rằng việc phản hồi tích cực trước các áp lực phi tài chính giúp doanh nghiệp củng cố tính chính thống và tiếp cận nguồn vốn xanh dễ dàng hơn. Ngược lại, những chi phí tuân thủ phát sinh có thể tạo ra "cú sốc chi phí" ngắn hạn, làm suy giảm các chỉ số sinh lời thực tế như ROA. Trong bối cảnh Việt Nam, các minh chứng thực nghiệm về vấn đề này hiện vẫn còn phân mảnh và chưa thực sự làm rõ vai trò điều tiết của từng nhóm áp lực khi tác động đồng thời lên doanh nghiệp.

Nghiên cứu này nhằm lấp đầy khoảng trống đó bằng việc phân tích tác động trực tiếp và vai trò điều tiết của áp lực từ nhà đầu tư đối với mối quan hệ giữa áp lực môi trường và hiệu quả tài chính (ROA). Sử dụng bộ dữ liệu bảng gồm 566 doanh nghiệp niêm yết với 3.035 quan sát trong giai đoạn 2018–2024, nghiên cứu không chỉ cung cấp bằng chứng thực nghiệm về sự tương tác giữa các nhóm áp lực mà còn đưa ra các hàm ý quản trị thiết thực. Kết quả kỳ vọng sẽ giúp các nhà điều hành doanh nghiệp cũng như nhà hoạch định chính sách có cái nhìn hệ thống hơn trong việc cân bằng giữa trách nhiệm xã hội và mục tiêu tài chính bền vững trong tương lai.

2. Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết

2.1 Tổng quan nghiên cứu

Trong bối cảnh yêu cầu các doanh nghiệp phải chú trọng phát triển bền vững gắn với trách nhiệm xã hội, các bên liên quan như nhà đầu tư, khách hàng, cơ quan chính phủ và cộng đồng ngày càng tạo ra những áp lực đáng kể đối với hoạt động của doanh nghiệp. Những áp lực này buộc doanh nghiệp phải điều chỉnh chiến lược quản trị và nâng cao tính minh bạch trong hoạt động nhằm đáp ứng kỳ vọng của các bên liên quan. Do đó, nhiều công trình nghiên cứu trên thế giới cũng như tại Việt Nam đã được thực hiện nhằm phân tích tác động của áp lực từ các bên liên quan đối với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Nhiều nghiên cứu quốc tế đã phân tích và chỉ ra mối quan hệ giữa áp lực từ các bên liên quan và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Bello-Pintado và cộng sự (2023) nghiên cứu mối quan hệ giữa áp lực từ các bên liên quan và các thực hành bền vững trong lĩnh vực sản xuất tại 15 quốc gia với mẫu gồm 330 nhà máy. Nghiên cứu đo lường áp lực từ các bên liên quan thông qua sáu nhóm gồm quản lý, nhân viên, cổ đông, khách hàng, chính phủ và các tổ chức phi chính phủ. Kết quả cho thấy các doanh nghiệp có phản ứng khác nhau trước từng nhóm áp lực, trong đó áp lực từ khách hàng và ban quản lý cấp cao có tác động mạnh hơn trong việc thúc đẩy các hoạt động bền vững.

Bên cạnh đó, Mousavi (2020) đã tiến hành nghiên cứu tác động của áp lực từ các bên liên quan đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Iran. Kết quả cho thấy áp lực từ các bên liên quan có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp với hệ số $\beta = 0.622$. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra rằng mối quan hệ này có thể bị suy giảm khi doanh nghiệp phải đối mặt với những bất ổn kinh tế.

Ngoài ra, Thompson và cộng sự (2025) đã sử dụng mô hình máy học để đánh giá lại mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và hiệu quả tài chính tại thị trường Nam Phi. Kết quả cho thấy yếu tố quản trị có ảnh hưởng mạnh đến giá trị thị trường của doanh nghiệp, tuy nhiên có thể làm giảm khả năng sinh lời trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, nghiên cứu tổng hợp của Friede và cộng sự (2015) trên hơn 2.000 nghiên cứu thực nghiệm cho thấy phần lớn các nghiên cứu đều ghi nhận mối quan hệ cùng chiều giữa các yếu tố ESG và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Buallay (2019) khi nghiên cứu các ngân hàng tại châu Âu cũng chỉ ra rằng việc công bố trách nhiệm xã hội có liên quan tích cực đến hiệu quả tài chính, tuy nhiên các ngân hàng niêm yết

thường ưu tiên các khía cạnh xã hội hơn các yếu tố môi trường do áp lực từ các nhóm lợi ích trực tiếp.

Tại Việt Nam, một số nghiên cứu gần đây cũng đã xem xét tác động của các yếu tố bền vững đối với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Nguyen và cộng sự (2025) khi nghiên cứu các doanh nghiệp thuộc ngành sản xuất và năng lượng trong giai đoạn 2017–2021 cho thấy mức độ công bố thông tin môi trường có mối quan hệ cùng chiều với ROA và ROE trong mô hình hồi quy tuyến tính, tuy nhiên kết quả này không còn ý nghĩa thống kê khi áp dụng mô hình tác động cố định.

Trong lĩnh vực ngân hàng, Do (2024) phát hiện tồn tại mối quan hệ hình chữ U giữa trách nhiệm xã hội doanh nghiệp và hiệu quả tài chính. Kết quả cho thấy việc thực hiện các hoạt động trách nhiệm xã hội có thể làm gia tăng chi phí trong giai đoạn đầu, nhưng mang lại lợi ích tài chính trong dài hạn. Bên cạnh đó, Dinh và cộng sự (2025) khi nghiên cứu các doanh nghiệp sản xuất vừa và nhỏ đã chỉ ra rằng áp lực từ khách hàng có tác động mạnh nhất đến đổi mới xanh, đồng thời trí tuệ nhân tạo đóng vai trò điều tiết tích cực trong việc nâng cao hiệu quả bền vững của doanh nghiệp.

Ngoài ra, Phan và cộng sự (2024) khi nghiên cứu các ngân hàng niêm yết tại Việt Nam cho thấy các đặc điểm quản trị doanh nghiệp như tỷ lệ giám đốc độc lập có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính, trong khi quy mô hội đồng quản trị quá lớn có thể làm giảm hiệu quả ra quyết định. Tu và cộng sự (2026) khi nghiên cứu ngành đồ uống tại Việt Nam cũng chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến khả năng áp dụng báo cáo bền vững.

Nhìn chung, các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng áp lực từ các bên liên quan và các hoạt động liên quan đến trách nhiệm xã hội doanh nghiệp có thể ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong nhiều bối cảnh khác nhau. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu quốc tế tập trung vào các nền kinh tế phát triển hoặc các thị trường mới nổi riêng lẻ, trong khi các nghiên cứu tại Việt Nam vẫn còn tương đối hạn chế.

Bên cạnh đó, nhiều nghiên cứu trước đây chủ yếu xem xét tác động của các hoạt động trách nhiệm xã hội hoặc quản trị doanh nghiệp đến hiệu quả tài chính, trong khi vai trò của các yếu tố phản ánh áp lực cụ thể từ các bên liên quan, chẳng hạn như đặc điểm ngành nhạy cảm môi trường và áp lực từ nhà đầu tư, vẫn chưa được phân tích một cách đầy đủ.

Vì vậy, nhóm nghiên cứu lựa chọn nghiên cứu tác động của áp lực từ các bên liên quan đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2018–2024. Nghiên cứu đo lường áp lực từ các bên liên quan thông qua các yếu tố như đặc điểm ngành nhạy cảm môi trường và áp lực từ nhà đầu tư, nhằm bổ sung những khoảng trống nghiên cứu còn tồn tại và đưa ra các hàm ý quản trị giúp doanh nghiệp nâng cao hiệu quả tài chính trong bối cảnh áp lực từ các bên liên quan ngày càng gia tăng.

2.2 Cơ sở lý thuyết

2.2.1 Lý thuyết các bên liên quan

Lý thuyết các bên liên quan của Freeman (1984) khẳng định doanh nghiệp không chỉ tối đa hóa lợi ích cổ đông mà còn phải cân bằng kỳ vọng từ các nhóm như nhà đầu tư, cơ quan quản lý

và cộng đồng. Trong kỷ nguyên ESG, áp lực từ các bên này buộc doanh nghiệp điều chỉnh cấu trúc quản trị để duy trì tính chính danh và tiếp cận các nguồn lực thiết yếu. Việc phản hồi tích cực trước các áp lực phi tài chính không chỉ giúp giảm thiểu rủi ro (pháp lý, uy tín) mà còn xây dựng niềm tin bền vững với cộng đồng đầu tư.

Tại Việt Nam (2018–2024), áp lực này cụ thể hóa qua Thông tư 96/2020/TT-BTC và làn sóng thoái vốn của các nhà đầu tư không đạt chuẩn ESG. Các yếu tố này đóng vai trò là "màng lọc quản trị", buộc doanh nghiệp nghiêm ýt phải minh bạch hóa thông tin để bảo vệ tính thanh khoản và đạt được sự ổn định tài chính dài hạn.

2.2.2 Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp

Hiệu quả tài chính phản ánh khả năng của doanh nghiệp trong việc khai thác các nguồn lực hữu hạn để tạo ra lợi nhuận và gia tăng giá trị cho cổ đông. Trong nghiên cứu tài chính, chỉ tiêu này thường được đánh giá đa chiều qua hai góc độ chính: hiệu quả kế toán và hiệu quả thị trường. Nhóm chỉ tiêu kế toán, điển hình là ROA (tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản), ROE (tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu) và ROS, giúp phản ánh hiệu suất hoạt động trong quá khứ và cho phép so sánh tương quan giữa các doanh nghiệp cùng ngành. Trong đó, ROA thường được ưu tiên để đo lường tác động của các quyết định quản trị ngắn hạn gắn liền với chi phí tuân thủ. Ngược lại, hiệu quả thị trường thường được đo lường bằng hệ số Tobin's Q, phản ánh kỳ vọng của nhà đầu tư về tiềm năng tăng trưởng cũng như chất lượng quản trị của doanh nghiệp trong tương lai. Việc kết hợp đồng thời hai nhóm chỉ tiêu này cho phép đánh giá toàn diện cả kết quả hoạt động nội tại lẫn phản ứng của thị trường vốn, đặc biệt phù hợp trong bối cảnh thị trường Việt Nam vốn có mức độ bất đối xứng thông tin cao.

2.2.3 Mối quan hệ giữa áp lực các bên liên quan và hiệu quả tài chính

Áp lực môi trường và hiệu quả tài chính

Áp lực môi trường từ cơ quan quản lý, cộng đồng và tổ chức phi chính phủ thúc đẩy doanh nghiệp đầu tư công nghệ xanh, cải thiện quy trình sản xuất và minh bạch thông tin, phù hợp khung Stakeholder Theory (Freeman, 1984).

Thực nghiệm cho thấy tác động hai chiều: ngắn hạn tiêu cực (giảm ROA do chi phí tuân thủ đột ngột), dài hạn tích cực (nâng Tobin's Q qua đổi mới và giá trị thương hiệu) – hiệu ứng "short pain, long gain" (Liu et al., 2022; Eccles et al., 2014). Tại Việt Nam, CSR tuân thủ pháp lý (CSRb) cải thiện hiệu suất tài chính bằng giảm bất đối xứng thông tin và củng cố niềm tin thị trường (Trần Quang Tuyền, 2022).

Áp lực từ nhà đầu tư và hiệu quả tài chính

Áp lực từ nhà đầu tư tổ chức (institutional investors) hoạt động như cơ chế giám sát ngoài, giảm agency cost và thúc đẩy kỷ luật tài chính, cải thiện ROA/ROE qua minh bạch cao hơn (Ibad Ullah et al., 2024).

Tuy nhiên, tác động phụ thuộc đặc điểm cổ đông: nhà đầu tư dài hạn (ngoại, quỹ) hỗ trợ bền vững; ngắn hạn ép ưu tiên lợi nhuận tức thời, cắt giảm ESG (Kovermann & Velte, 2021). Tại Việt Nam, sở hữu tổ chức ngoại ngày càng ảnh hưởng mạnh đến hiệu suất niêm yết (Tran et al., 2022).

Tác động đồng thời của các loại áp lực và khoảng trống nghiên cứu

Trong bối cảnh ESG hội tụ, doanh nghiệp niêm yết Việt Nam đối mặt tương tác đồng thời giữa áp lực môi trường (quy định) và nhà đầu tư (thị trường), tạo hiệu ứng hỗ trợ hoặc xung đột đến hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, nghiên cứu địa phương còn hạn chế ở phân tích riêng lẻ, thiếu mô hình GMM/GLS xử lý nội sinh dữ liệu bảng 2018-2024 (Lê Thị Mai Hương, 2024). Working Paper này lấp khoảng trống bằng kiểm định tương tác kép lên ROA/ROE/Tobin's Q, góp phần lý thuyết Stakeholder ở thị trường mới nổi.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1 Phương pháp thu thập số liệu

Nhóm nghiên cứu tổng hợp nguồn dữ liệu thứ cấp từ cơ sở dữ liệu của FiinPro và Vietstock, kết hợp với các báo cáo tài chính đã kiểm toán và báo cáo thường niên của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Toàn bộ dữ liệu được tổng hợp và xử lý dưới dạng dữ liệu bảng với phạm vi nghiên cứu cụ thể như sau:

Theo thời gian: nghiên cứu tập trung vào giai đoạn 2018–2024. Nhóm nghiên cứu lựa chọn khoảng thời gian vì đây là giai đoạn thị trường chứng khoán tại Việt Nam có nhiều thay đổi đáng chú ý và ghi nhận sự tăng trưởng rõ rệt. Đồng thời, mức độ minh bạch thông tin cũng như yêu cầu về quản trị doanh nghiệp ngày càng được chú trọng. Bên cạnh đó, giai đoạn này bao gồm thời kỳ chịu tác động của đại dịch COVID-19, nhờ đó nghiên cứu có thể kiểm soát ảnh hưởng của cú sốc vĩ mô này đối với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Theo không gian: các doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam, bao gồm các doanh nghiệp giao dịch trên ba sàn HOSE, HNX và UPCoM. Sau khi thực hiện quá trình thu thập và xử lý dữ liệu, nhóm nghiên cứu thu được mẫu nghiên cứu cuối cùng gồm 566 doanh nghiệp, tương ứng với 3.035 quan sát trong giai đoạn nghiên cứu.

3.2 Phương pháp phân tích số liệu

Để phân tích tác động của áp lực từ các bên liên quan đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, nhóm nghiên cứu áp dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng đối với các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2018–2024 thông qua phần mềm STATA, với ba mô hình hồi quy gồm Pooled OLS (POLS), Fixed Effects Model (FEM) và Random Effects Model (REM). Việc lựa chọn mô hình phù hợp được thực hiện thông qua các kiểm định Fisher và Hausman.

Ngoài ra, nghiên cứu cũng tiến hành kiểm tra các khuyết tật có thể phát sinh trong mô hình như đa cộng tuyến, tự tương quan và hiện tượng phương sai sai số thay đổi bằng các kiểm định VIF, Wooldridge và Modified Wald. Trong trường hợp phát hiện các khuyết tật này, sai số chuẩn được điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp nhằm khắc phục, từ đó nâng cao độ tin cậy và tính vững của các ước lượng trong mô hình.

3.3 Xây dựng mô hình và giả thuyết nghiên cứu

3.3.1 Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu này mục tiêu xác định tác động của áp lực các bên liên quan đến hiệu quả tài chính các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Vì vậy, nhóm nghiên cứu xây dựng mô hình nghiên cứu dựa trên nền tảng Lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder Theory) của Freeman (1984). Lý thuyết phát biểu rằng các áp lực từ các bên liên quan có thể ảnh hưởng đến hoạt động, cũng như kết quả tài chính của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp được đo lường bằng tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA).

$$ROA = f(\text{STAKEHOLDER}) \quad (1)$$

Trong đó, ROA là hiệu quả tài chính của doanh nghiệp; STAKEHOLDER đại diện cho các áp lực từ các bên liên quan có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Nhóm nghiên cứu tập trung phân tích tác động của áp lực môi trường và áp lực từ nhà đầu tư đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp. Do đó, dựa vào các nghiên cứu đi trước (Fernandez-Feijoo và cộng sự, 2014; Nilawati và cộng sự, 2018), nhóm nghiên cứu đã mở rộng mô hình trong phương trình (1) như sau:

$$ROA_{it} = f(MT_{it}, fbs_t, NDT_{it}, MT \times NDT_{it}, SIZE_{it}, LEV_{it}, GRW_{it}, COVID_{it}) \quad (2)$$

Trong đó, ROA là hiệu quả tài chính của doanh nghiệp; MT là biến giả đại diện cho doanh nghiệp thuộc ngành nhạy cảm môi trường; NDT là biến giả đại diện cho doanh nghiệp thuộc ngành chịu áp lực cao từ nhà đầu tư; MT \times NDT là biến tương tác phản ánh tác động đồng thời của hai loại áp lực này; SIZE là quy mô doanh nghiệp; LEV là đòn bẩy tài chính; GRW là tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp; và COVID là biến giả phản ánh giai đoạn chịu tác động của đại dịch COVID-19.

Phương trình (2) được biểu diễn tuyến tính như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MT_{it} + \beta_2 NDT_{it} + \beta_3 MT * NDT_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GRW_{it} + \beta_7 COVID_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Trong đó:

β_0 : Hệ số chặn

β_k : Hệ số hồi quy các biến độc lập ($k = \overline{1,7}$)

ε_{it} : Đại diện cho các yếu tố không quan sát được

i, t: Biểu thị các quốc gia i và năm thứ t

3.3.2 Giả thuyết nghiên cứu

Theo Lý thuyết các bên liên quan của R. Edward Freeman (1984), bên cạnh trách nhiệm đối với cổ đông, doanh nghiệp còn cần quan tâm và đáp ứng kỳ vọng của các bên liên quan khác, bao gồm nhà đầu tư, cơ quan quản lý và cộng đồng xã hội. Đối với các doanh nghiệp hoạt động trong những ngành có mức độ nhạy cảm cao về môi trường, áp lực từ các quy định pháp lý và sự giám sát của xã hội thường lớn hơn do hoạt động sản xuất có khả năng gây ra những tác động đáng kể đến môi trường. Việc đầu tư vào công nghệ xử lý chất thải cũng như tuân thủ các tiêu chuẩn môi

trường có thể giúp doanh nghiệp cải thiện hình ảnh và uy tín trong dài hạn, nhưng đồng thời làm gia tăng chi phí hoạt động trong ngắn hạn. Khi chi phí sản xuất tăng lên mà không thể hoàn toàn chuyển dịch sang giá bán, lợi nhuận của doanh nghiệp có thể bị suy giảm.

Chính vì thế, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết: **[H1]** *Doanh nghiệp thuộc ngành nhạy cảm môi trường có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính (ROA).*

Nhà đầu tư là một trong những nhóm bên liên quan quan trọng vì họ cung cấp nguồn vốn và có khả năng ảnh hưởng đến các quyết định chiến lược của doanh nghiệp (Freeman, 1984). Bên cạnh đó, theo lý thuyết đại diện của Michael và William (1976), sự giám sát từ phía nhà đầu tư có thể góp phần hạn chế xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, áp lực này có thể buộc doanh nghiệp phải cải thiện mức độ minh bạch thông tin, củng cố hệ thống quản trị và điều chỉnh định hướng kinh doanh. Các thay đổi này có thể làm tăng chi phí vận hành và ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

Do đó, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết: **[H2]** *Áp lực từ nhà đầu tư có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính (ROA) của doanh nghiệp.*

Các doanh nghiệp thuộc ngành nhạy cảm môi trường thường phải đối mặt với chi phí tuân thủ môi trường và đầu tư công nghệ xử lý chất thải cao hơn so với các ngành khác. Điều này có thể làm gia tăng chi phí sản xuất và ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trong ngắn hạn. Tuy nhiên, theo lý thuyết đại diện, áp lực từ nhà đầu tư có thể đóng vai trò như một cơ chế giám sát bên ngoài, giúp doanh nghiệp sử dụng nguồn lực hiệu quả hơn và lựa chọn các dự án đầu tư phù hợp. Đồng thời, khi nhà đầu tư ngày càng quan tâm đến các vấn đề phát triển bền vững, doanh nghiệp có xu hướng tích hợp các mục tiêu môi trường vào chiến lược kinh doanh hiệu quả hơn.

Do đó, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết: **[H3]** *Áp lực từ nhà đầu tư làm suy yếu tác động tiêu cực của ngành nhạy cảm môi trường đến hiệu quả tài chính (ROA) của doanh nghiệp.*

Quy mô doanh nghiệp phản ánh mức độ tích lũy nguồn lực, khả năng tiếp cận thị trường vốn và năng lực quản trị của doanh nghiệp. Theo lý thuyết lợi thế kinh tế theo quy mô (Economies of Scale), doanh nghiệp có quy mô lớn thường có khả năng phân bổ chi phí cố định trên sản lượng lớn hơn, từ đó làm giảm chi phí bình quân và nâng cao hiệu quả hoạt động. Bên cạnh đó, doanh nghiệp lớn thường có vị thế cạnh tranh cao hơn trên thị trường và khả năng tiếp cận nguồn vốn thuận lợi hơn so với các doanh nghiệp nhỏ. Những lợi thế này có thể góp phần cải thiện hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Do đó, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết: **[H4]** *Quy mô doanh nghiệp (SIZE) có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính (ROA).*

Đòn bẩy tài chính được sử dụng để đo lường mức độ sử dụng nợ trong cơ cấu nguồn vốn của doanh nghiệp. Theo Lý thuyết đánh đổi của Stewart C. Myers (1984), việc sử dụng nợ có thể mang lại lợi ích từ lá chắn thuế do chi phí lãi vay được khấu trừ thuế. Tuy nhiên, khi tỷ lệ nợ quá cao, chi phí lãi vay và rủi ro kiệt quệ tài chính có thể gia tăng đáng kể. Trong bối cảnh các thị trường mới nổi, nơi chi phí vốn và lãi suất có thể biến động mạnh, việc sử dụng nợ ở mức cao có thể làm gia tăng rủi ro tài chính và làm suy giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Do đó, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết: **[H5]** Đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động ngược chiều đến hiệu quả tài chính (ROA).

Tăng trưởng doanh nghiệp phản ánh khả năng mở rộng hoạt động kinh doanh và khai thác các cơ hội thị trường. Theo lý thuyết vòng đời doanh nghiệp của Dennis C. Mueller (1972), các doanh nghiệp trong giai đoạn tăng trưởng thường có nhiều cơ hội đầu tư và tiềm năng sinh lời cao hơn so với các doanh nghiệp đã bước vào giai đoạn bão hòa. Khi doanh nghiệp tận dụng hiệu quả các cơ hội thị trường và mở rộng quy mô hoạt động, doanh thu và lợi nhuận có thể gia tăng, từ đó góp phần cải thiện hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

Do đó, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết: **[H6]** Tăng trưởng doanh nghiệp (GRW) có tác động cùng chiều đến hiệu quả tài chính (ROA).

Những biến động vĩ mô có thể gây ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động cũng như hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Trong giai đoạn nghiên cứu, đại dịch COVID-19 đã tạo ra nhiều tác động mạnh mẽ đối với nền kinh tế toàn cầu. Đại dịch không chỉ làm gián đoạn chuỗi cung ứng mà còn khiến nhu cầu tiêu dùng suy giảm và chi phí hoạt động của nhiều doanh nghiệp tăng lên. Theo báo cáo của World Bank và Organisation for Economic Co-operation and Development (2021), nhiều doanh nghiệp đã ghi nhận sự sụt giảm đáng kể về doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn đại dịch.

Do đó, nhóm nghiên cứu đề xuất giả thuyết: **[H7]** Giai đoạn COVID có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp (ROA).

Bảng 1: Mô tả biến

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tổng hợp

Biến	Ký hiệu	Mô tả biến	Nguồn
Biến phụ thuộc	ROA	Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp	FiinPro
Biến độc lập chính	MT	Biến giả ngành nhạy cảm môi trường	FiinPro, Vietstock
	NDT	Biến giả ngành chịu áp lực nhà đầu tư cao	FiinPro, Vietstock
Biến kiểm soát	SIZE	Quy mô doanh nghiệp	FiinPro
	LEV	Đòn bẩy tài chính	FiinPro
	GRW	Tăng trưởng doanh nghiệp	FiinPro

	COVID	Biến kiểm soát theo giai đoạn dịch Covid-19	FiinPro
--	-------	---	---------

4. Kết quả, thảo luận

4.1 Kết quả

4.1.1 Mô tả kết quả

Bảng 2: Mô tả số liệu thống kê

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp từ phần mềm Stata

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
ROA	8196	0,0298925	0,1982693	-9,5844	4,5785
MT	8778	0,5023923	0,5000228	0	1
NDT	8778	0,4393939	0,4963416	0	1
MT_NDT	8778	0,0781499	0,2684226	0	1
SIZE	5256	25,56823	1,946575	16,25001	31,43123
LEV	5402	0,5982579	2,624656	0,0002578	132,4629
GRW	5205	0,91332	25,29972	-387,2027	1419,371
COVID	8778	0,1428571	0,349947	0	1

Bảng 2 trình bày kết quả thống kê mô tả của bộ dữ liệu nghiên cứu, bao gồm 8.778 quan sát từ 1.254 doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2018–2024. ết quả cho thấy các biến trong mô hình có mức độ phân tán khác nhau, qua đó phản ánh sự đa dạng về đặc điểm tài chính và tình hình hoạt động giữa các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

Đối với biến phụ thuộc, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp được đại diện bởi ROA với giá trị trung bình đạt 2,99%. Tuy nhiên, khoảng biến thiên của biến này khá rộng, khi giá trị nhỏ nhất đạt -9,5844 và giá trị lớn nhất là 4,5785, đồng thời độ lệch chuẩn ở mức tương đối cao. Điều này

cho thấy khả năng sinh lời giữa các doanh nghiệp có sự khác biệt rõ rệt, có thể xuất phát từ sự khác nhau về năng lực quản trị, cấu trúc vốn cũng như điều kiện hoạt động của từng doanh nghiệp.

Về các biến kiểm soát, quy mô doanh nghiệp (SIZE) có giá trị trung bình 25,5682 với khoảng dao động từ 16,2500 đến 31,4312, cho thấy sự chênh lệch đáng kể về quy mô tài sản giữa các doanh nghiệp niêm yết. Đòn bẩy tài chính (LEV) có giá trị trung bình 0,5983, hàm ý rằng trung bình các doanh nghiệp sử dụng khoảng 59,8% nợ trong tổng tài sản. Tuy nhiên, giá trị lớn nhất lên tới 132,4629 cho thấy tồn tại một số doanh nghiệp có cấu trúc vốn bất thường.

Biến tăng trưởng (GRW) có giá trị trung bình 0,9133 nhưng mức biến động rất lớn, với giá trị nhỏ nhất -387,2027 và lớn nhất 1.419,371, phản ánh sự khác biệt đáng kể về tốc độ tăng trưởng giữa các doanh nghiệp.

Đối với các biến phản ánh áp lực từ các bên liên quan, biến MT có giá trị trung bình 0,5024 trong khi biến NĐT đạt 0,4394, cho thấy khoảng một nửa số quan sát chịu áp lực từ thị trường và khoảng 43,94% chịu áp lực từ nhà đầu tư. Biến tương tác MT_NDT có giá trị trung bình 0,0781, phản ánh tỷ lệ doanh nghiệp đồng thời chịu tác động từ cả hai yếu tố này là tương đối thấp.

Ngoài ra, biến COVID có giá trị trung bình 0,1429, tương ứng với khoảng 14,29% quan sát thuộc giai đoạn chịu ảnh hưởng của đại dịch.

Bảng 3: Mô tả hệ số tương quan

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp từ phần mềm Stata

	RO A	MT	ND T	MT_ NDT	SIZ E	LE V	G RW	CO VID
ROA	1,0							
MT	0,01 98*	1,0						
NDT	- 0,0121	- 0,5746*	1,0					
MT_ NDT	0,05 94*	0,28 98*	0,32 89*	1,0				
SIZE	0,15 93*	0,11 00*	- 0,0801*	0,006 7	1,0			
LEV	0,00 18	- 0,0290*	0,03 68*	- 0,0058	- 0,0036	1,0		
GRW	0,02 93*	- 0,0289*	0,00 11	- 0,0107	0,0 018	0,0 009	1,0	
COVI D	- 0,0061	0,00 00	- 0,0000	0,000 0	- 0,0109	- 0,0103	- 0,0100	1,0

4.1.2 Lựa chọn mô hình nghiên cứu

Nhóm nghiên cứu thực hiện ước lượng mô hình (3) bằng ba phương pháp hồi quy gồm POLS, FEM và REM. Kết quả hồi quy được trình bày dưới đây.

Bảng 4: Kết quả hồi quy

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp từ phần mềm Stata

Biến độc lập	POLS	FEM	REM
MT	-.0211094 (0.245)	0	-.0284868 (0.504)
NDT	-.0388825** (0.036)	0	-.0518058 (0.234)
MT x NDT	.0688043 (0.489)	0	.0950306 (0.725)
SIZE	.0206605 *** (0.000)	.0304305 *** (0.000)	.028713*** (0.000)
LEV	.000464 (0.732)	-.0003694 (0.692)	-.0002893 (0.751)
GRW	.000244* (0.093)	.000145* (0.088)	.0001611* (0.053)
COVID	.0046093 (0.735)	-.0059003 (0.379)	-.0053116 (0.427)
_cons	-.4810973 *** (0.000)	-.7558115*** (0.000)	-.6829871*** (0.000)
<i>Số quan sát</i>	3,035	3,035	3,035
Hệ số quan sát R ²	0.0270	0.745	
Kiểm định Wald		0.0000	
Kiểm định Breusch và Pagan			0.000
Kiểm định Hausman			0.6802

Ghi chú: Giá trị ngoài ngoặc đơn là hệ số hồi quy, giá trị trong dấu ngoặc đơn là độ lệch chuẩn của biến. Các dấu *, **, *** lần lượt biểu hiện các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Bảng 5: Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp từ phần mềm Stata

Kiểm định Fisher	F(565, 2465) = 18.72 Prob > F = 0.0000
Kiểm định Hausman	chi2(7) = 1.51 Prob > chi2 = 0.6802

Kết quả kiểm định Fisher cho thấy giá trị có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, do đó giả thuyết H0 bị bác bỏ và giả thuyết H1 được chấp nhận, hàm ý rằng mô hình tác động cố định (FEM) phù hợp hơn so với mô hình POLS.

Bên cạnh đó, kết quả kiểm định Hausman cho thấy giá trị Prob > chi² = 0,6802, lớn hơn mức ý nghĩa 1%. Vì vậy, không có đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H0. Do đó, mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) được xem là mô hình phù hợp để sử dụng trong nghiên cứu.

4.1.3 Kiểm định khuyết tật

Đa cộng tuyến

Bảng 6: Kết quả đa cộng tuyến

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp từ phần mềm Stata

	VIF	1/VIF
MT	3.63	0.275626
NDT	3.62	0.276096
SIZE	1.01	0.988338
LEV	1.00	0.996474
GRW	1.00	0.997955
COVID	1.00	0.999451
Mean VIF	1.88	

Kết quả kiểm định cho thấy giá trị VIF trung bình đạt 1,88 (< 10), cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến không đáng kể trong mô hình. Do đó, có thể kết luận rằng mô hình nghiên cứu không gặp phải khuyết tật đa cộng tuyến giữa các biến.

Các khuyết tật khác

Bảng 7: Kết quả kiểm định các khuyết tật

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp từ phần mềm Stata

Kiểm định	Thống kê	Giá trị thống kê	Giá trị p
Kiểm định Breusch-pagan cho phương sai sai số thay đổi	chibar2(01)	1627.33	0.000 0
Kiểm định Wooldridge cho tự tương quan	F (1, 10)	8.478	0.003 8

Dạng hàm ramsey

F (3, 187)

15.13

0.000

0

Kết quả kiểm định Breusch–Pagan cho thấy $p\text{-value} < 0,05$, vì vậy không có đủ cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 . Điều này cho thấy mô hình tồn tại hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Đối với kiểm định Wooldridge, kết quả cho thấy $p\text{-value} = 0,0038 < 0,05$, do đó không bác bỏ giả thuyết H_0 . Như vậy, mô hình có hiện tượng tự tương quan bậc 1.

Bên cạnh đó, kết quả kiểm định Ramsey cho thấy $p\text{-value} = 0,0000 < 0,05$, vì vậy không có cơ sở để bác bỏ giả thuyết H_0 , cho thấy mô hình có thể tồn tại hiện tượng bỏ sót biến.

4.1.4 Mô hình cuối cùng sau khi sửa chữa

Sau khi thực hiện các kiểm định lựa chọn mô hình, nhóm nghiên cứu xác định mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) là phù hợp với bộ dữ liệu. Do đó, mô hình được ước lượng bằng phương pháp Random-effects GLS và sử dụng sai số chuẩn điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp (clustered at firm level) nhằm khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan:

Bảng 8: Kết quả hồi quy

Nguồn: Nhóm nghiên cứu tự tổng hợp từ phần mềm Stata

Biến độc lập	Random-effects GLS
MT	-0.0284868 *** (0.006)
NDT	-0.0518058 ** (0.077)
MT x NDT	0.0950306*** (0.005)
SIZE	0.028713*** (0.000)
LEV	-0.0002893*** (0.000)
GRW	0.0001611* (0.062)
COVID	-0.0053116 * (0.093)
cons	-0.6829871 *** (0.000)

Ghi chú: Giá trị ngoài ngoặc đơn là hệ số hồi quy, giá trị trong dấu ngoặc đơn là độ lệch chuẩn của biến. Các dấu *, **, *** lần lượt biểu hiện các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Từ kết quả bảng trên, mô hình hồi quy mẫu của nghiên cứu do nhóm nghiên cứu thực hiện sau khi đã khắc phục khuyết tật như sau:

$$ROA_{it} = -0.6829871 - 0.0284868 MT_{it} - 0.0518058 NDT_{it} + 0.0950306 MT * NDT_{it} + 0.028713 SIZE_{it} - 0.0002893 LEV_{it} + 0.0001611 GRW_{it} - 0.0053116 COVID_{it} + \varepsilon_{it}$$

4.2 Thảo luận

Cơ quan quản lý và áp lực từ ngành nhạy cảm môi trường (MT): Kết quả thực nghiệm cho thấy biến MT có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính (ROA) với hệ số $\beta = -0,0285$ và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Điều này phản ánh mối quan hệ mang tính chất "đánh đổi" giữa doanh nghiệp và các cơ quan quản lý nhà nước. Khi các chủ thể quản lý thắt chặt quy chuẩn về môi trường, các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành phát thải cao buộc phải gia tăng chi phí tuân thủ, đầu tư vào công nghệ xử lý chất thải và quản trị rủi ro. Theo lý thuyết các bên liên quan của Freeman (1984), việc đáp ứng yêu cầu của các nhóm chủ thể công quyền đã trực tiếp làm gia tăng chi phí vận hành, từ đó làm giảm hiệu quả kinh tế trong ngắn hạn như lập luận của Friedman (1970). Nhà đầu tư và áp lực về tính minh bạch (NDT): Đối với mối quan hệ giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư, kết quả cho thấy hệ số $\beta = -0,0518$ ($p = 0,077$), cho thấy áp lực từ chủ thể này cũng tác động nghịch biến đến ROA ở mức ý nghĩa 10%. Điều này phản ánh xu hướng các nhà đầu tư hiện đại không chỉ đòi hỏi lợi nhuận đơn thuần mà còn đặt nặng yêu cầu về quản trị minh bạch và điều chỉnh chiến lược kinh doanh theo hướng bền vững. Việc đáp ứng kỳ vọng của chủ sở hữu vốn có thể làm phát sinh các chi phí quản lý và chi phí thông tin trong ngắn hạn. Tuy nhiên, theo quan điểm của Carroll (1991), sự tương tác này là cần thiết để doanh nghiệp tạo dựng niềm tin và giá trị dài hạn, mặc dù nó có thể gây ra những sụt giảm nhất định về mặt chỉ số tài chính tức thời.

Sự cộng hưởng giữa Nhà đầu tư và trách nhiệm Môi trường (MT_NDT): Điểm nhấn quan trọng nhất trong nghiên cứu chính là vai trò điều tiết của nhà đầu tư khi đặt trong mối tương quan với áp lực môi trường qua biến tương tác MT_NDT ($\beta = 0,0950$; $p = 0,005$). Kết quả này chỉ ra rằng khi hai chủ thể này cùng tác động đồng thời, hiệu ứng tiêu cực đối với ROA không những bị triệt tiêu mà còn chuyển hóa thành tác động tích cực. Ở đây, nhà đầu tư đóng vai trò là "chủ thể dẫn dắt", thúc đẩy ban lãnh đạo chuyển đổi từ tư duy tuân thủ đối phó sang quản trị môi trường chiến lược. Sự hiện diện của áp lực từ nhà đầu tư giúp tối ưu hóa việc sử dụng nguồn lực, biến các khoản chi phí môi trường thành lợi thế cạnh tranh và giảm thiểu rủi ro pháp lý. Phát hiện này củng cố quan điểm của Waddock & Graves (1997) về việc đáp ứng kỳ vọng của các bên liên quan thông qua quản trị tốt sẽ mang lại kết quả tài chính vượt trội. Các bên liên quan khác và bối cảnh ngoại lai (SIZE, LEV, GRW, COVID): Khả năng thích ứng của doanh nghiệp trong mạng lưới các bên liên quan còn lại cũng được thể hiện rõ nét qua các biến kiểm soát. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và tốc độ tăng trưởng (GRW) phản ánh năng lực nội tại giúp doanh nghiệp chiếm ưu thế trên thị trường. Ngược lại, đòn bẩy tài chính (LEV) đại diện cho áp lực từ các Chủ nợ, nơi chi phí lãi vay và rủi ro tài chính cao trực tiếp làm suy giảm năng suất lợi nhuận. Cuối cùng, sự tác động tiêu cực của biến giả COVID-19 là minh chứng cho cú sốc từ môi trường vĩ mô, làm đứt gãy mối

quan hệ giữa doanh nghiệp và toàn bộ hệ sinh thái kinh tế. Tổng hòa các mối liên hệ này cho thấy, hiệu quả tài chính hiện đại là hệ quả của sự tương tác chiến lược và khả năng cân bằng lợi ích giữa doanh nghiệp với mạng lưới các bên liên quan từ chính phủ, nhà đầu tư đến các định chế tài chính.

5. Kết luận

Nhóm nghiên cứu đã cung cấp góc nhìn toàn diện về mối quan hệ giữa áp lực từ các bên liên quan và hiệu quả tài chính của 566 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Việt Nam trong giai đoạn đầy biến động (2018–2024). Kết quả thực nghiệm cho thấy áp lực từ các bên liên quan, đặc biệt là từ phía Chính phủ thông qua các văn bản pháp quy như Thông tư 96/2020/TT-BTC và áp lực từ các nhà đầu tư tổ chức, đóng vai trò là động lực thúc đẩy sự cải thiện hiệu quả tài chính (ROA) trong dài hạn. Điều này minh chứng rằng tại một thị trường đang chuyển dịch như Việt Nam, việc đáp ứng các tiêu chuẩn bền vững không đơn thuần là chi phí tuân thủ mà còn là chiến lược để doanh nghiệp củng cố tính chính thống và nâng cao năng lực cạnh tranh. Mặc dù các biến số ngoại cảnh như đại dịch COVID-19 có thể gây ra những sụt giảm tạm thời về lợi nhuận do đứt gãy nguồn lực, nhưng khả năng phục hồi của những doanh nghiệp có nền tảng quản trị các bên liên quan tốt luôn tỏ ra vượt trội, khẳng định giá trị cốt lõi của việc hài hòa lợi ích trong hệ sinh thái kinh doanh. Từ những kết luận trên, nhóm nghiên cứu đề xuất một số giải pháp trọng tâm nhằm giúp doanh nghiệp tối ưu hóa hoạt động trong bối cảnh mới. Trước hết, các doanh nghiệp cần chủ động tích hợp các tiêu chuẩn ESG vào cốt lõi chiến lược thay vì chỉ phản hồi áp lực một cách thụ động. Việc minh bạch hóa thông tin phi tài chính cần được xem là một công cụ tiếp thị đầu tư hiệu quả, giúp doanh nghiệp tiếp cận các dòng tín dụng xanh và giảm bớt sự hoài nghi từ thị trường. Bên cạnh đó, các cơ quan quản lý nhà nước như Bộ Tài chính và Ủy ban Chứng khoán cần sớm hoàn thiện hệ thống xếp hạng tín nhiệm bền vững chuẩn hóa. Việc thiết lập các cơ chế ưu đãi về thuế và hạn mức tín dụng dựa trên điểm số quản trị các bên liên quan sẽ tạo ra đòn bẩy tài chính trực tiếp, thúc đẩy cộng đồng doanh nghiệp niêm yết chuyển đổi mạnh mẽ hơn sang mô hình kinh tế tuần hoàn, góp phần thực hiện cam kết Net Zero của Chính phủ.

Tuy nhiên, nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế nhất định cần được khắc phục trong các giai đoạn tiếp theo. Việc đo lường áp lực thông qua biến giả ngành nghề dù mang tính bao quát nhưng đôi khi chưa lột tả hết được chiều sâu chiến lược của từng thực thể riêng biệt. Do đó, các nghiên cứu trong tương lai nên hướng tới việc sử dụng các thước đo đa chiều và nhạy bén hơn với thị trường như chỉ số Tobin's Q hoặc giá trị vốn hóa để đánh giá sự dịch chuyển trong kỳ vọng của nhà đầu tư. Việc kết hợp phương pháp định lượng với các nghiên cứu tình huống cụ thể hoặc phỏng vấn sâu các nhà quản trị sẽ giúp giải mã rõ hơn cơ chế chuyển hóa từ áp lực bên ngoài thành các quyết định đầu tư nội bộ, từ đó làm phong phú thêm hệ thống lý thuyết về quản trị doanh nghiệp tại các nền kinh tế đang phát triển.

Mục lục tham khảo

Tài liệu Tiếng Việt

Huỳnh, L. Đ. T., Dương, T. A., Nguyễn, T. Q., Hồ, T. T. P., Nguyễn, Đ. N., & Lê, T. T. M. (2018), “Bất cân xứng thông tin và giá trị doanh nghiệp: Thực nghiệm tại Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế Đối ngoại*, 102.

Đặng, C. H. (2022). “Năng lực của nhà đầu tư cá nhân trên thị trường chứng khoán Việt Nam: Thực trạng và một số giải pháp cải thiện”. *Tạp chí Thị trường Tài chính Tiền tệ*, 24.

Hoàng, A. T., & Đức, C. P. (2024). “Mối quan hệ giữa quản trị công ty và thành quả hoạt động doanh nghiệp tại Việt Nam: vai trò điều tiết của tính minh bạch và tiếp cận thông tin”. *Tạp Chí Khoa Học Thương Mại*, 105–116.

Hằng, L. T. T., Bảo, N. Đ. G., Hưng, T. D., Danh, N. H., & Ngân, N. T. M. (2024). “Công nghệ tài chính và tín dụng ngân hàng tại Việt Nam”. *Tạp Chí Nghiên Cứu Tài Chính - Marketing*, 1–14.

Nhi T. (2020, March 11). Lí thuyết các bên liên quan (Stakeholder theory) là gì? Vietnambiz. <https://vietnambiz.vn/li-thuyet-cac-ben-lien-quan-stakeholder-theory-la-gi-20200311164333782.htm>

Nguyễn, T. T. T. (2024).”Tác động của cơ cấu vốn đến hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam trong bối cảnh Covid-19. (2024a)”. *Journal of Science and Technology - HaUI*, 60(2).

Thu, H. P. (2024). “Đánh giá tác động của tiếp cận tài chính toàn diện đến tăng trưởng kinh tế: nghiên cứu thực nghiệm với dữ liệu cấp tỉnh ở Việt Nam”. *Tạp Chí Khoa Học Thương Mại*, 16–27.

Lê, T. T. L., & Vũ, T. B. (2024). “Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”. *Tạp Chí Kinh Tế Và Dự Báo - Bộ Kế Hoạch Và Đầu Tư*.

Tài liệu Tiếng Anh

Amosh, H. A., & Khatib, S. F. A. (2023). COVID-19 impact, financial and ESG performance: Evidence from G20 countries. *Business Strategy & Development*, 6(3), 310–321.

Anh, T. C., Nguyen, M. H., Vu, T. A., Vo, T. N. T., & Thi, L. A., DO. (2026). A study of factors influencing the adoption of sustainability reporting in listed wine, beer, and soft drink companies in Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management*, 19(3), 169.

Baah, C., Jin, Z., & Tang, L. (2019). Organizational and regulatory stakeholder pressures friends or foes to green logistics practices and financial performance: Investigating corporate reputation as a missing link. *Journal of Cleaner Production*, 247, 119125.

Bahadori, N., Kaymak, T., & Seraj, M. (2021). Environmental, social, and governance factors in emerging markets: The impact on firm performance. *Business Strategy & Development*, 4(4), 411–422.

Bello-Pintado, A., Machuca, J. a. D., & Danese, P. (2023). Stakeholder pressures and sustainability practices in manufacturing: Consideration of the economic development context. *Business Strategy and the Environment*, 32(7), 4084–4102.

Bich, P. T. N., & Uyen, N. D. H. (2020). Corporate governance and firm performance: Evidence from Vietnamese listed companies. *PROCEEDINGS*, 9(2).

Buallay, A. (2018). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality an International Journal*, 30(1), 98–115.

Bundy, J., Vogel, R. M., & Zachary, M. A. (2017). Organization–stakeholder fit: A dynamic theory of cooperation, compromise, and conflict between an organization and its stakeholders. *Strategic Management Journal*, 39(2), 476–501.

Danso, A., Adomako, S., Lartey, T., Amankwah-Amoah, J., & Owusu-Yirenkyi, D. (2019). Stakeholder integration, environmental sustainability orientation and financial performance. *Journal of Business Research*, 119, 652–662.

De Steur, H., Temmerman, H., Gellynck, X., & Canavari, M. (2019). Drivers, adoption, and evaluation of sustainability practices in Italian wine SMEs. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 744–762.

Freeman, R. E., & Dmytriiev, S. (2017). Corporate social responsibility and stakeholder theory: learning from each other. *Symphonya Emerging Issues in Management*, 1, 7–15.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>

Havnes, P., & Senneseth, K. (2001). A Panel Study of Firm Growth among SMEs in Networks. *Small Business Economics*, 16(4), 293–302.

Hu, Y., & Izumida, S. (2008). Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data. *Corporate Governance an International Review*, 16(4), 342–358.

Lin, C., & Nguyen, T. P. (2022). The impact of ownership structure on corporate social responsibility performance in Vietnam. *Sustainability*, 14(19), 12445.

Mousavi, M. D. (2020). The effect of stakeholder's pressure on firm performance and the moderating role of perceived economic crisis. *Proceedings of the 6th International Conference on Opportunities and Challenges in Management, Economics and Accounting*. Diamond Scientific Publishing. <https://www.dpublication.com/wp-content/uploads/2020/09/29-20038.pdf>.

Minh, T. D. T., Hong, P. T. T., & Anh, L. T. (2022). Do corporate social responsibilities support its financial performance? Evidence of the listed firms in Vietnam. *Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan*, 23(1), 1–20.

Nguyen, O. T. K., Buertey, S., Pham, T. H., Van Nguyen, D., & Tan, P. D. (2025). Environmental disclosure and firm financial performance in Vietnam's manufacturing and energy sectors. *Discover Sustainability*, 6(1).

Phan, C., Hoang, H. Y., & Nguyen, T. T. (2025). Examining corporate governance's influence on financial performance in Vietnamese banks. *Ministry of Science and Technology Vietnam*, 67(2).

Rababah, A., Al-Haddad, L., Sial, M. S., Chunmei, Z., & Cherian, J. (2020). Analyzing the effects of COVID-19 pandemic on the financial performance of Chinese listed companies. *Journal of Public Affairs*.

Rubio-Andrés, M., Del Mar Ramos-González, M., Sastre-Castillo, M. Á., & Gutiérrez-Broncano, S. (2023). Stakeholder pressure and innovation capacity of SMEs in the COVID-19 pandemic: Mediating and multigroup analysis. *Technological Forecasting and Social Change*, 190, 122432.

Salman, F. S., Cheriyan, J., Ravi, R., & Subramanian, S. (2001). Approximating the Single-Sink Link-Installation problem in network design. *SIAM Journal on Optimization*, 11(3), 595–610.

Sulemana, I., Cheng, L., Agyemang, A. O., Osei, A., & Nagriwum, T. M. (2025). Stakeholders and sustainability disclosure: Evidence from an emerging market. *Sustainable Futures*, 9, 100445.

Shah, S. Z. A., Butt, S. A., & Saeed, M. M. (2011). Ownership structure and performance of firms: Empirical evidence from an emerging market. *African Journal of Business Management*, 5(2), 515–523. https://journal-backups.lon1.digitaloceanspaces.com/uploads/main/article/article1380538317_Shah%20et%20a1.pdf

Thuong, D. (2024). The Joint Effect of Corporate Social Responsibility and Digital Transformation on Bank Performance: Evidence from Vietnam's Banking Sector. (2024). *Journal of Logistics Informatics and Service Science*, 11(12).

Thompson, E. K., Buertey, S., & Kim, S. (2025). How important is corporate social responsibility for corporate financial performance?: a Machine learning prediction and model Interpretability approach. *Business Ethics the Environment & Responsibility*.

Ting, I. W. K., Azizan, N. A., Bhaskaran, R. K., & Sukumaran, S. K. (2019). Corporate Social Performance and Firm Performance: Comparative Study among Developed and Emerging Market Firms. *Sustainability*, 12(1), 26.

Dinh, T. H., Nguyen, H. N., & Nguyen, H. A. (2025). Stakeholder pressure and green innovation: Pathways to competitive advantage in Vietnamese manufacturing SMEs. *International Journal of Innovative Research and Scientific Studies*, 8(1), 1549–1561. <https://doi.org/10.53894/ijirss.v8i1.4700>

Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635.

Yuchtman, E., & Seashore, S. E. (1967). A system resource approach to organizational effectiveness. *American Sociological Review*, 32(6), 891.