
ESG VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI VÀ THỂ CHẾ NGÀNH

Hoàng Vũ Hiệp

Viện Quản trị Kinh doanh, Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: hiephoang@neu.edu.vn

Mã bài: JED-2679

Ngày nhận: 27/09/2025

Ngày nhận bản sửa: 07/10/2025

Ngày duyệt đăng: 16/10/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2679

Tóm tắt:

Nghiên cứu này kiểm định mối quan hệ giữa hiệu suất Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) với giá trị doanh nghiệp tại thị trường mới nổi Việt Nam, đồng thời xem xét vai trò điều tiết của sở hữu nước ngoài và chất lượng thể chế ngành. Sử dụng dữ liệu bảng từ 387 công ty niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2018-2023 với phương pháp System GMM để kiểm soát vấn đề nội sinh, nghiên cứu phát hiện hiệu suất ESG có tác động tích cực đáng kể đến Tobin's Q, với việc tăng một độ lệch chuẩn trong điểm ESG dẫn đến tăng 5,3% giá trị doanh nghiệp. Quan trọng hơn, mối quan hệ này được củng cố bởi cả sở hữu nước ngoài và chất lượng thể chế ngành, với tác động biên của ESG tăng từ 0,284 lên 0,501 khi cả hai yếu tố điều tiết ở mức cao. Kết quả nghiên cứu mở rộng Lý thuyết các bên liên quan bằng cách chứng minh rằng giá trị từ ESG phụ thuộc vào cấu trúc sở hữu và môi trường thể chế, đồng thời cung cấp hàm ý quan trọng cho doanh nghiệp trong việc xây dựng chiến lược ESG và cho nhà hoạch định chính sách trong việc thiết kế khung thể chế hỗ trợ phát triển bền vững.

Từ khóa: ESG, giá trị doanh nghiệp, sở hữu nước ngoài, chất lượng thể chế, thị trường mới nổi, Việt Nam.

Mã JEL: G32, M14, Q56, G34.

Environmental, social, and governance (ESG), and firm value: The moderating role of foreign ownership and industry institutional quality

Abstract:

This study examines the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) performance and firm value in the emerging market context of Vietnam, while investigating the moderating roles of foreign ownership and industry institutional quality. Using panel data from 387 listed firms on HOSE and HNX during 2018-2023 and employing System GMM methodology to address endogeneity concerns, the research finds that ESG performance has a significant positive impact on Tobin's Q, with a one standard deviation increase in ESG score associated with a 5.3% increase in firm value. More importantly, this relationship is significantly strengthened by both foreign ownership and industry institutional quality, with the marginal effect of ESG increasing from 0.284 to 0.501 when both moderating factors are at high levels. The findings extend Stakeholder Theory by demonstrating that value creation from ESG depends on ownership structure and institutional environment, while providing important implications for firms in developing ESG strategies and for policymakers in designing institutional frameworks that support sustainable development.

Keywords: ESG, firm value, foreign ownership, institutional quality, emerging markets, Vietnam.

JEL Codes: G32, M14, Q56, G34.

1. Giới thiệu

Đầu tư ESG đã trở thành yêu cầu chiến lược cốt lõi cho doanh nghiệp toàn cầu (Friede & cộng sự, 2015; Gillan & cộng sự, 2021), với tổng tài sản quản lý theo nguyên tắc ESG đạt 35,3 nghìn tỷ USD năm 2020, chiếm hơn một phần ba tổng tài sản quản lý toàn cầu (Global Sustainable Investment Alliance, 2022). Xu hướng này phản ánh sự thay đổi căn bản trong kỳ vọng về vai trò doanh nghiệp (Porter & Kramer, 2011; Freeman & cộng sự, 2020).

Tại Việt Nam, bối cảnh ESG đang chuyển đổi nhanh chóng với cam kết Net-Zero 2050 tại COP26 (Bộ Tài nguyên và Môi trường, 2022), sự tham gia sâu vào chuỗi giá trị toàn cầu và dòng FDI tăng mạnh (World Bank, 2023). Thông tư 96/2020/TT-BTC ngày 16 tháng 11 năm 2020 của Bộ Tài chính hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán yêu cầu công ty niêm yết công bố thông tin phát triển bền vững đánh dấu bước tiến quan trọng trong thể chế hóa ESG. Tuy nhiên, câu hỏi về việc ESG có thực sự tạo giá trị tài chính cho doanh nghiệp Việt Nam vẫn còn bỏ ngỏ, đặc biệt khi xét đến sự phát triển không đồng đều của thể chế ngành, sở hữu nước ngoài trung bình 18,7% năm 2023, và thách thức về minh bạch thông tin (ADB, 2023).

Các nghiên cứu hiện tại còn ba khoảng trống quan trọng. Thứ nhất, nghiên cứu chủ yếu tập trung vào thị trường phát triển (Khan & cộng sự, 2016; Fatemi & cộng sự, 2018), trong khi bằng chứng từ thị trường mới nổi còn hạn chế và không nhất quán (Li & cộng sự, 2018; Naeem & cộng sự, 2022). Garcia & cộng sự (2017) nhấn mạnh tác động ESG khác biệt giữa các bối cảnh thể chế. Thứ hai, các nghiên cứu chủ yếu xem xét quan hệ trực tiếp ESG-hiệu suất tài chính mà thiếu các yếu tố điều tiết (Huang, 2021), đặc biệt quan trọng ở thị trường mới nổi với sự không đồng nhất về sở hữu và thể chế (Boubakri & cộng sự, 2016; Cuervo-Cazurra & cộng sự, 2019). Thứ ba, vai trò nhà đầu tư nước ngoài trong việc tạo giá trị từ ESG chưa được kiểm định hệ thống tại Đông Nam Á (Aggarwal & cộng sự, 2011; Dyck & cộng sự, 2019).

Nghiên cứu đặt ra ba câu hỏi: (i) ESG tác động thế nào đến giá trị doanh nghiệp Việt Nam?; (ii) Sở hữu nước ngoài có điều tiết mối quan hệ ESG-giá trị doanh nghiệp?; (iii) Chất lượng thể chế ngành ảnh hưởng thế nào đến hiệu quả chiến lược ESG?

2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết

Mối quan hệ ESG-hiệu suất tài chính được nghiên cứu rộng rãi nhưng chưa nhất quán. Friede & cộng sự (2015) phân tích tổng hợp hơn 2.200 nghiên cứu, phát hiện 90% báo cáo mối quan hệ không âm, đa số tích cực, tuy nhiên mức độ và ý nghĩa thay đổi đáng kể giữa các bối cảnh.

Nhiều nghiên cứu đã chứng minh rằng hiệu quả ESG có ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp, mặc dù các cơ chế tác động và bối cảnh nghiên cứu có thể khác nhau. Nhiều công trình đã khẳng định mối quan hệ tích cực này trong các thị trường và giai đoạn thời gian khác nhau (Wang, 2025; Seok & cộng sự, 2024; Srivastava & Anand, 2023; Aydoğmuş & cộng sự, 2022; Yu & cộng sự, 2018; Tahmid & cộng sự, 2022). Wang (2025) xác định ba cơ chế chính: (1) giảm thiểu rủi ro; (2) nâng cao hiệu quả sản xuất, và (3) mở rộng cơ hội tài trợ. Seok & cộng sự (2024) nhấn mạnh rằng sự hài lòng của khách hàng đóng vai trò trung gian quan trọng, đặc biệt trong các ngành có độ nhạy cảm cao với yếu tố môi trường. Tuy nhiên, mức độ tập trung quyền sở hữu có thể làm suy yếu mối quan hệ này (Srivastava & Anand, 2023). Các thành phần riêng lẻ của ESG cho thấy tác động khác nhau: điểm số về xã hội và quản trị thường có ảnh hưởng tích cực nhất quán, trong khi điểm số về môi trường lại cho kết quả không đồng nhất (Aydoğmuş & cộng sự, 2022). Tính minh bạch và mức độ công bố thông tin ESG cũng góp phần gia tăng giá trị doanh nghiệp thông qua việc giảm thiểu bất cân xứng thông tin (Yu & cộng sự, 2018). Tổng quan có hệ thống của Li & cộng sự (2024) khẳng định tác động tích cực chủ đạo của ESG, đồng thời ghi nhận sự khác biệt giữa các ngành, khu vực và điều kiện thị trường. Một số nghiên cứu phát hiện những tác động tinh tế hơn, khi sức mạnh ESG làm gia tăng giá trị doanh nghiệp, trong khi việc công bố thông tin ESG có thể làm giảm giá trị này (Sadiq & cộng sự, 2020).

Tại thị trường phát triển, Khan & cộng sự (2016) phát hiện yếu tố ESG “vật chất” tác động tích cực đến hiệu suất tài chính, trong khi yếu tố “không vật chất” không có tác động đáng kể. Fatemi & cộng sự (2018) với dữ liệu Hoa Kỳ cho thấy điểm ESG tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp khi được điều tiết bởi

công bố thông tin ESG. Velte (2017) báo cáo mối quan hệ tích cực giữa ESG và Tobin's Q cho công ty Đức. Đối với thị trường mới nổi, Li & cộng sự (2018) nghiên cứu công ty Trung Quốc phát hiện mối quan hệ tích cực giữa ESG và giá trị doanh nghiệp nhưng yếu hơn thị trường phát triển. Naeem & cộng sự (2022) báo cáo kết quả hỗn hợp tại Đông Nam Á, gợi ý các yếu tố bối cảnh cụ thể đóng vai trò quan trọng. Dựa trên Lý thuyết các bên liên quan và bằng chứng thực nghiệm, nghiên cứu kỳ vọng ESG có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp Việt Nam. Áp lực từ bên liên quan quốc tế, yêu cầu phát triển bền vững của chính phủ, và tham gia chuỗi giá trị toàn cầu tạo động lực cải thiện ESG. Cơ chế tạo giá trị gồm: giảm rủi ro quy định và danh tiếng; cải thiện tiếp cận vốn quốc tế khi nhà đầu tư tích hợp tiêu chí ESG; tăng hiệu quả hoạt động qua quản lý nguồn lực tốt hơn.

Giả thuyết H₁: *Hiệu suất ESG có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến giá trị doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam.*

Gillan & Starks (2003) lập luận nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt nước ngoài, có động cơ và nguồn lực giám sát ban quản lý hiệu quả. Ferreira & Matos (2008) cung cấp bằng chứng toàn cầu về sở hữu nước ngoài liên quan đến giá trị doanh nghiệp và quản trị tốt hơn. Trong bối cảnh ESG, Dyck & cộng sự (2019) nghiên cứu 41 quốc gia phát hiện sở hữu tổ chức từ quốc gia có chuẩn mực ESG cao liên quan tích cực với hiệu suất môi trường và xã hội. Chen & cộng sự (2020) cho thấy tại Trung Quốc, sở hữu nước ngoài tăng cường mối quan hệ ESG-hiệu suất tài chính.

Sở hữu nước ngoài được kỳ vọng tăng cường mối quan hệ ESG-giá trị doanh nghiệp qua hai cơ chế. Thứ nhất, nhà đầu tư nước ngoài từ thị trường phát triển có kiến thức sâu về giá trị ESG (Dyck & cộng sự, 2019), đánh giá chính xác và phản ánh vào định giá. Thứ hai, họ đóng vai trò giám sát, đảm bảo chiến lược ESG hiệu quả thay vì “greenwashing” (Lyon & Maxwell, 2011), đặc biệt quan trọng tại Việt Nam với cơ chế quản trị nội bộ chưa phát triển đầy đủ.

Giả thuyết H₂: *Mối quan hệ tích cực giữa hiệu suất ESG và giá trị doanh nghiệp được củng cố ở các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nước ngoài cao hơn.*

La Porta & cộng sự (2000) chứng minh chất lượng thể chế tốt, đo bằng bảo vệ nhà đầu tư và thực thi pháp luật, liên quan đến thị trường vốn phát triển và giá trị doanh nghiệp cao hơn. Durnev & Kim (2005) phát hiện tác động quản trị lên giá trị doanh nghiệp mạnh hơn trong môi trường thể chế yếu. Ioannou & Serafeim (2012) cho thấy yếu tố thể chế quốc gia ảnh hưởng đáng kể đến hiệu suất ESG. Cai & cộng sự (2016) phát hiện chất lượng thể chế điều tiết mối quan hệ ESG-giá trị doanh nghiệp.

Chất lượng thể chế ngành được kỳ vọng điều tiết dương mối quan hệ ESG-giá trị doanh nghiệp. Trong ngành có thể chế cao với quy định rõ ràng, thực thi nhất quán và minh bạch thông tin, ESG được chuyển đổi hiệu quả hơn thành giá trị tài chính qua: chi phí giao dịch thấp và niềm tin nhà đầu tư cao làm tăng khả năng định giá chính xác (Williamson, 2000); sân chơi bình đẳng cho doanh nghiệp ESG tốt đạt lợi thế cạnh tranh; rủi ro quy định và danh tiếng cao từ ESG kém tạo động lực đầu tư ESG mạnh hơn.

Giả thuyết H₃: *Mối quan hệ tích cực giữa hiệu suất ESG và giá trị doanh nghiệp được củng cố ở các ngành có chất lượng thể chế tốt hơn.*

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu về mối quan hệ giữa hiệu suất ESG và giá trị doanh nghiệp, cũng như các hiệu ứng điều tiết, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng động. Việc lựa chọn mô hình động được thúc đẩy bởi bản chất bền bỉ của giá trị doanh nghiệp, trong đó giá trị hiện tại phụ thuộc một phần vào giá trị quá khứ do quán tính tổ chức và điều chỉnh dần dần của thị trường (Wintoki & cộng sự, 2012).

Mô hình cơ sở được thiết lập như sau:

$$\text{TobinQ}_{it} = \alpha + \delta \text{TobinQ}_{i,t-1} + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \gamma \text{Controls}_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Để kiểm định các hiệu ứng điều tiết, mô hình được mở rộng bao gồm các biến tương tác:

$$\text{TobinQ}_{it} = \alpha + \delta \text{TobinQ}_{i,t-1} + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \beta_2 \text{ForeignOwn}_{it} + \beta_3 \text{ESG}_{it} \times \text{ForeignOwn}_{it} + \gamma \text{Controls}_{it} + \mu_i + \lambda_t$$

+ ε_{it} (2)

$$\text{TobinQ}_{it} = \alpha + \delta \text{TobinQ}_{i,t-1} + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \beta_2 \text{InstQuality}_{jt} + \beta_3 \text{ESG}_{it} \times \text{InstQuality}_{jt} + \gamma \text{Controls}_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Mô hình đầy đủ bao gồm cả hai hiệu ứng điều tiết:

$$\text{TobinQ}_{it} = \alpha + \delta \text{TobinQ}_{i,t-1} + \beta_1 \text{ESG}_{it} + \beta_2 \text{ForeignOwn}_{it} + \beta_3 \text{ESG}_{it} \times \text{ForeignOwn}_{it} + \beta_4 \text{InstQuality}_{jt} + \beta_5 \text{ESG}_{it} \times \text{InstQuality}_{jt} + \gamma \text{Controls}_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Trong đó: TobinQ_{it} là giá trị doanh nghiệp i tại thời điểm t ; ESG_{it} là điểm hiệu suất ESG; ForeignOwn_{it} là tỷ lệ sở hữu nước ngoài; InstQuality_{jt} là chất lượng thể chế của ngành j ; Controls_{it} là vector các biến kiểm soát; μ_i là hiệu ứng cố định doanh nghiệp; λ_t là hiệu ứng cố định thời gian; và ε_{it} là sai số ngẫu nhiên.

3.2. Phương pháp ước lượng

Nghiên cứu áp dụng phương pháp SGMM (System Generalized Method of Moments) được phát triển bởi Arellano & Bover (1995) và Blundell & Bond (1998) để ước lượng các mô hình trên. Lựa chọn này được thúc đẩy bởi ba vấn đề kinh tế lượng chính trong phân tích mối quan hệ ESG-giá trị doanh nghiệp.

Thứ nhất, tính bền bỉ của giá trị doanh nghiệp tạo ra tương quan giữa biến phụ thuộc trễ và sai số, vi phạm giả định OLS cổ điển. Thứ hai, quan hệ nhân quả hai chiều tiềm tàng giữa ESG và giá trị doanh nghiệp có thể dẫn đến ước lượng chệch nếu không được xử lý đúng cách (Wintoki & cộng sự, 2012). Các doanh nghiệp có giá trị cao hơn có thể có nhiều nguồn lực hơn để đầu tư vào ESG, tạo ra vấn đề nội sinh. Thứ ba, các biến không quan sát được như văn hóa doanh nghiệp hoặc năng lực quản lý có thể ảnh hưởng đồng thời đến cả ESG và giá trị doanh nghiệp.

SGMM giải quyết các vấn đề này bằng cách sử dụng các biến công cụ nội bộ được tạo từ các giá trị trễ của các biến nội sinh. Phương pháp này kết hợp phương trình ở mức (level equation) với phương trình sai phân bậc nhất (first-differenced equation), tận dụng thông tin từ cả hai để tạo ra ước lượng hiệu quả hơn. Cụ thể, SGMM sử dụng các giá trị trễ của các biến ở mức làm công cụ cho phương trình sai phân, và sai phân trễ làm công cụ cho phương trình mức.

Để đảm bảo tính hợp lệ của ước lượng SGMM, nghiên cứu thực hiện hai kiểm định quan trọng. Kiểm định Hansen về tính hợp lệ của các ràng buộc quá xác định (over-identifying restrictions) kiểm tra xem các biến công cụ có tương quan với sai số hay không. Giá trị p của kiểm định Hansen nên lớn hơn 0,10 để không bác bỏ giả thuyết vô hiệu về tính hợp lệ của công cụ. Kiểm định Arellano-Bond AR(2) kiểm tra tự tương quan bậc hai trong sai phân bậc nhất của phần dư. Không có tự tương quan bậc hai là điều kiện cần để các công cụ hợp lệ, với giá trị p nên lớn hơn 0,10.

3.3. Định nghĩa và đo lường biến

3.3.1. Biến phụ thuộc: Giá trị doanh nghiệp

Giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng Tobin's Q, một thước đo được sử dụng rộng rãi trong các nghiên cứu về tài chính doanh nghiệp (Fatemi & cộng sự, 2018; Li & cộng sự, 2018). Tobin's Q được tính như sau:

$$\text{TobinQ}_{it} = \frac{(\text{Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu} + \text{Giá trị sổ sách của nợ})}{\text{Tổng giá trị sổ sách của tài sản}}$$

Thước đo này nắm bắt kỳ vọng của thị trường về khả năng tạo ra giá trị tương lai của doanh nghiệp và ít bị ảnh hưởng bởi các quy ước kế toán so với các thước đo dựa trên sổ sách.

3.3.2. Biến độc lập chính: Hiệu suất ESG

Hiệu suất ESG được đo lường bằng điểm ESG tổng hợp từ 0 đến 100, được xây dựng dựa trên phương pháp phân tích nội dung của báo cáo thường niên và báo cáo phát triển bền vững. Điểm số này tổng hợp ba trụ cột: Môi trường (E), Xã hội (S), và Quản trị (G), mỗi trụ cột được đánh giá dựa trên nhiều chỉ số cụ thể phù hợp với bối cảnh Việt Nam. Phương pháp này được điều chỉnh từ các nghiên cứu trước đây trong bối cảnh thị trường mới nổi (Naeem & cộng sự, 2022).

3.3.3. Biến điều tiết

Sở hữu nước ngoài (ForeignOwn): Được đo bằng tỷ lệ phần trăm cổ phần do nhà đầu tư nước ngoài (cả cá nhân và tổ chức) nắm giữ. Dữ liệu này được thu thập từ báo cáo thường niên và cơ sở dữ liệu của Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam.

Chất lượng thể chế ngành (InstQuality): Được xây dựng như một chỉ số tổng hợp dựa trên ba thành phần: (1) Mức độ cạnh tranh ngành được đo bằng chỉ số Herfindahl-Hirschman đảo ngược (1-HHI); (2) Mức độ tuân thủ quy định được đo bằng tỷ lệ công ty trong ngành không bị xử phạt vi phạm; và (3) Minh bạch thông tin được đo bằng điểm trung bình công bố thông tin của ngành. Chỉ số được chuẩn hóa từ 0 đến 1, với giá trị cao hơn biểu thị chất lượng thể chế tốt hơn.

3.3.4. Biến kiểm soát

Dựa trên các nghiên cứu trước đây, nghiên cứu bao gồm các biến kiểm soát sau:

Quy mô doanh nghiệp (Size): Logarit tự nhiên của tổng tài sản, kiểm soát hiệu ứng quy mô trong mối quan hệ ESG-giá trị doanh nghiệp (Fatemi & cộng sự, 2018).

Đòn bẩy tài chính (Leverage): Tỷ lệ tổng nợ trên tổng tài sản, kiểm soát rủi ro tài chính và cấu trúc vốn (El Ghouli & cộng sự, 2011).

Khả năng sinh lời (ROA): Lợi nhuận ròng chia cho tổng tài sản, kiểm soát hiệu suất hoạt động hiện tại (Khan & cộng sự, 2016).

Tăng trưởng doanh thu (Growth): Tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm, kiểm soát cơ hội tăng trưởng (Li & cộng sự, 2018).

Quy mô Hội đồng quản trị (BoardSize): Logarit tự nhiên của số thành viên hội đồng quản trị, kiểm soát cấu trúc quản trị (Velte, 2017).

Tỷ lệ thành viên độc lập (Independence): Tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị độc lập, kiểm soát chất lượng quản trị (Aggarwal & cộng sự, 2011).

Tuổi doanh nghiệp (Age): Logarit tự nhiên của số năm kể từ khi thành lập, kiểm soát chu kỳ sống doanh nghiệp (Cai & cộng sự, 2016).

4. Dữ liệu và thống kê mô tả

4.1. Mẫu nghiên cứu và nguồn dữ liệu

Mẫu nghiên cứu gồm các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2018-2023, được chọn vì đánh dấu sự gia tăng đáng kể nhận thức ESG tại Việt Nam, đặc biệt sau Thông tư 96/2020/TT-BTC. Công ty tài chính được loại trừ do đặc thù quy định và cấu trúc bảng cân đối khác biệt (Fatemi & cộng sự, 2018). Từ 745 công ty niêm yết, nghiên cứu loại trừ: 98 công ty tài chính, 52 công ty thiếu trên 50% dữ

Bảng 1. Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Min	P25	Trung vị	P75	Max
Tobin's Q	2.091	1,247	0,683	0,412	0,831	1,089	1,476	4,328
ESG Score	2.091	42,3	18,7	8,2	28,6	41,3	54,7	89,4
Foreign Own (%)	2.091	18,7	16,4	0	4,8	15,3	28,9	49,0
Inst Quality	2.091	0,523	0,214	0,127	0,368	0,519	0,681	0,923
Size (ln)	2.091	27,84	1,52	24,21	26,78	27,69	28,93	32,47
Leverage	2.091	0,487	0,213	0,032	0,314	0,498	0,653	0,894
ROA	2.091	0,063	0,071	-0,187	0,018	0,052	0,097	0,342
Growth	2.091	0,094	0,287	-0,532	-0,043	0,081	0,198	1,472
Board Size	2.091	6,3	1,8	5	5	5	7	13
Independence (%)	2.091	38,4	12,6	20,0	33,3	33,3	40,0	80,0
Age (years)	2.091	16,2	8,4	3	10	15	21	47

Bảng 2. Ma trận tương quan

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) Tobin's Q	1,00										
(2) ESG Score	0,287***	1,00									
(3) Foreign Own	0,218***	0,342***	1,00								
(4) Inst Quality	0,156***	0,198***	0,134***	1,00							
(5) Size	0,089***	0,413***	0,387***	0,067**	1,00						
(6) Leverage	-0,234***	-0,087***	0,042	-0,051*	0,198***	1,00					
(7) ROA	0,521***	0,198***	0,156***	0,089***	0,043	-0,387***	1,00				
(8) Growth	0,187***	0,076***	0,023	0,045*	-0,032	0,065**	0,234***	1,00			
(9) Board Size	-0,043	0,234***	0,198***	0,012	0,456***	0,123***	-0,067**	-0,021	1,00		
(10) Independence	0,098***	0,156***	0,234***	0,089***	0,087***	-0,045*	0,076***	0,034	0,198***	1,00	
(11) Age	-0,056**	0,267***	0,145***	0,234***	0,312***	0,098***	0,012	-0,098***	0,167***	0,089***	1,00

Chú thích: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$.

liệu quan trọng, và 208 công ty niêm yết sau 2019 không đủ quan sát cho phân tích động. Mẫu cuối cùng gồm 387 công ty với 2.091 quan sát doanh nghiệp-năm, đại diện 85% vốn hóa thị trường công ty phi tài chính niêm yết. Dữ liệu được thu thập từ: FiinPro cho dữ liệu tài chính và thị trường; báo cáo thường niên và Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam cho cấu trúc sở hữu; phân tích nội dung báo cáo thường niên và phát triển bền vững theo hướng dẫn GRI cho dữ liệu ESG; Tổng cục Thống kê và cơ quan quản lý ngành cho dữ liệu cấp ngành. Giá trị ngoại lệ được xử lý bằng winsorization ở mức 1% và 99% cho biến liên tục (Li & cộng sự, 2018).

4.2. Thống kê mô tả và phân tích tương quan

Thống kê mô tả cho thấy Tobin's Q trung bình là 1,247 (độ lệch chuẩn 0,683), phản ánh biến động đáng kể trong định giá thị trường. Điểm ESG trung bình 42,3/100, thấp hơn đáng kể so với thị trường phát triển (thường trên 60), phản ánh giai đoạn phát triển ban đầu của thực hành ESG tại Việt Nam, với độ lệch chuẩn 18,7 cho thấy sự không đồng nhất đáng kể giữa các công ty.

Sở hữu nước ngoài trung bình 18,7%, biến động từ 0% đến mức trần 49%, cung cấp biến thiên cần thiết để kiểm định hiệu ứng điều tiết. Chất lượng thể chế ngành trung bình 0,523 cho thấy phát triển không đồng đều giữa các ngành.

Ma trận tương quan cho thấy ESG và Tobin's Q tương quan dương có ý nghĩa ($r = 0,287$, $p < 0,01$), hỗ trợ ban đầu cho Giả thuyết H_1 . Sở hữu nước ngoài tương quan dương với cả ESG ($r = 0,342$, $p < 0,01$) và Tobin's Q ($r = 0,218$, $p < 0,01$), gợi ý vai trò tích cực của nhà đầu tư nước ngoài. Chất lượng thể chế ngành cũng tương quan dương với cả hai biến quan tâm chính.

Hệ số tương quan giữa các biến độc lập và kiểm soát đều dưới 0,5. Kiểm định VIF cho thấy tất cả giá trị dưới 5 (cao nhất 3,67 cho Size), xác nhận không có đa cộng tuyến nghiêm trọng.

5. Kết quả thực nghiệm

5.1. Kết quả hồi quy

Bảng 3 trình bày kết quả System GMM kiểm định mối quan hệ ESG-giá trị doanh nghiệp và các hiệu ứng điều tiết. Mô hình (1) cho thấy ESG Score có tác động dương và ý nghĩa thống kê cao ($\beta = 0,284$, $p < 0,01$), hỗ trợ Giả thuyết H_1 . Về mặt kinh tế, tăng một độ lệch chuẩn điểm ESG (18,7 điểm) liên quan đến tăng 5,3% Tobin's Q, phù hợp với Lý thuyết các bên liên quan cho thấy ESG được định giá tích cực ngay cả trong thị trường mới nổi.

Mô hình (2) với biến tương tác ESG-sở hữu nước ngoài

Bảng 3. Kết quả hồi quy System GMM - Biến phụ thuộc: Tobin's Q

Biến	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)	Mô hình (4)
Tobin's Q (t-1)	0,521*** (0,048)	0,498*** (0,051)	0,507*** (0,049)	0,489*** (0,053)
ESG Score	0,284*** (0,076)	0,187** (0,082)	0,201*** (0,078)	0,156** (0,079)
Foreign Own		0,142** (0,067)		0,134** (0,063)
ESG × Foreign Own		0,189** (0,091)		0,176** (0,087)
Inst Quality			0,213*** (0,073)	0,198*** (0,071)
ESG × Inst Quality			0,217*** (0,084)	0,201*** (0,082)
Size	0,087*** (0,032)	0,076*** (0,029)	0,081*** (0,031)	0,073** (0,028)
Leverage	-0,423*** (0,124)	-0,397*** (0,118)	-0,412*** (0,121)	-0,389*** (0,116)
ROA	2,187*** (0,387)	2,098*** (0,372)	2,134*** (0,379)	2,043*** (0,368)
Growth	0,198*** (0,067)	0,187*** (0,064)	0,192*** (0,065)	0,183*** (0,063)
Board Size	-0,043 (0,028)	-0,051* (0,027)	-0,047 (0,027)	-0,054* (0,029)
Independence	0,089** (0,041)	0,103*** (0,039)	0,094** (0,040)	0,107*** (0,038)
Age	-0,021 (0,019)	-0,018 (0,018)	-0,023 (0,018)	-0,019 (0,017)
Hằng số	-1,876*** (0,412)	-1,712*** (0,398)	-1,823*** (0,407)	-1,689*** (0,391)
Số quan sát	1,704	1,704	1,704	1,704
Số công ty	387	387	387	387
Số công cụ	42	48	48	54
Hansen test (p-value)	0,187	0,214	0,198	0,223
AR(1) test (p-value)	0,001	0,001	0,001	0,001
AR(2) test (p-value)	0,342	0,387	0,361	0,394

Chú thích: Sai số chuẩn robust trong ngoặc đơn. *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$. Tất cả các mô hình bao gồm hiệu ứng cố định thời gian.

cho hệ số tương tác dương có ý nghĩa ($\beta = 0,189$, $p < 0,05$), hỗ trợ H_2 . Tác động biên của ESG tăng từ 0,216 ở mức sở hữu nước ngoài trung vị (15,3%) lên 0,242 ở phân vị 75 (28,9%), tăng 12% hiệu quả ESG. Mô hình (3) kiểm định điều tiết của chất lượng thể chế ngành với hệ số tương tác dương cao ($\beta = 0,217$, $p < 0,01$), hỗ trợ H_3 . Tác động ESG lên Tobin's Q tăng từ 0,162 ở ngành thể chế thấp (phân vị 25) lên 0,248 ở ngành thể chế cao (phân vị 75), tăng 53%. Mô hình (4) bao gồm cả hai điều tiết cho thấy chúng có vai trò bổ sung độc lập, gợi ý doanh nghiệp tối đa hóa lợi ích ESG khi có cả giám sát nước ngoài và thể chế ngành cao.

Các biến kiểm soát phù hợp kỳ vọng: ROA tác động tích cực mạnh lên Tobin's Q; đòn bẩy tác động tiêu cực; quy mô, tăng trưởng và độc lập hội đồng quản trị có tác động tích cực. Kiểm định Hansen (p-value: 0,187-0,223) và AR(2) (p-value: 0,342-0,394) xác nhận tính hợp lệ của System GMM.

5.2. Phân tích độ vững của kết quả

Bảng 4 trình bày các kiểm định độ vững. Panel A dùng Market-to-Book thay Tobin's Q cho kết quả định tính tương tự. Panel B áp dụng Difference GMM của Arellano & Bond (1991) với hệ số nhỏ hơn do mất thông tin nhưng kết quả chính được duy trì.

Panel C phân tích thành phần ESG riêng lẻ cho thấy cả ba đều tác động tích cực, với Quản trị (G) mạnh nhất ($\beta = 0,234$), tiếp theo là Xã hội (S) và Môi trường (E). Hiệu ứng điều tiết có ý nghĩa cho cả ba thành phần, mạnh nhất với Quản trị, gợi ý đây là kênh quan trọng nhất để ESG tạo giá trị tại Việt Nam.

Các kiểm định bổ sung: loại trừ COVID-19 giai đoạn 2020-2021, sử dụng định nghĩa khác cho thể chế

Bảng 4. Kiểm định độ vững

	Panel A: Thước đo thay thế	Panel B: Phương pháp khác	Panel C: Thành phần ESG
ESG/Component	0,246*** (0,081)	0,203** (0,093)	0,167** (0,074)
ESG × Foreign Own	0,164** (0,078)	0,148* (0,086)	0,121* (0,069)
ESG × Inst Quality	0,189** (0,087)	0,176** (0,089)	0,134* (0,076)
Biến kiểm soát	Có	Có	Có
Tác động cố định theo năm	Có	Có	Có
Số quan sát	1,704	1,317	1,704
Kiểm định Hansen (p-value)	0,256	0,198	0,234
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,412	0,367	0,389

Chú thích: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,10$. Tất cả các mô hình sử dụng System GMM trừ Panel B.

ngành (chỉ số Herfindahl–Hirschman (HHI) hoặc điểm công bố), phân chia theo quy mô đều cho kết quả vững, với hiệu ứng mạnh hơn ở công ty lớn do nguồn lực và khả năng thực hiện ESG tốt hơn.

5.3. Bàn luận kết quả

Kết quả mở rộng Lý thuyết các bên liên quan vào bối cảnh thể chế khác biệt, cho thấy quản lý hiệu quả quan hệ bên liên quan qua ESG vẫn tạo giá trị tài chính đáng kể ngay cả trong môi trường thể chế đang phát triển. Vai trò điều tiết của sở hữu nước ngoài làm sáng tỏ cơ chế ESG tạo giá trị trong thị trường mới nổi. Nhà đầu tư nước ngoài không chỉ mang vốn mà còn truyền bá kiến thức và tiêu chuẩn ESG từ thị trường phát triển, giám sát đảm bảo chiến lược ESG hiệu quả không chỉ “tô vẽ” bề ngoài, phù hợp với lý thuyết về vai trò nhà đầu tư tổ chức trong cải thiện quản trị (Gillan & Starks, 2003).

Chất lượng thể chế ngành cung cấp góc nhìn mới về thể chế vi mô. Khác với nghiên cứu tập trung thể chế quốc gia (La Porta & cộng sự, 2000), kết quả cho thấy khác biệt thể chế trong một quốc gia có ảnh hưởng quan trọng. Ngành có thể chế tốt tạo điều kiện chuyển đổi ESG thành giá trị tài chính qua giảm chi phí giao dịch và tăng niềm tin nhà đầu tư. Sự tương tác giữa hai điều tiết cho thấy bức tranh phức tạp về điều kiện cho hiệu quả kinh tế của ESG trong thị trường mới nổi. Doanh nghiệp tối đa hóa lợi ích ESG khi kết hợp giám sát bên ngoài hiệu quả và môi trường thể chế thuận lợi, có ý nghĩa cho chiến lược ESG và thiết kế khung thể chế. Tác động mạnh nhất của thành phần Quản trị (G) phản ánh mối quan tâm cốt lõi về quản trị doanh nghiệp trong thị trường với lịch sử ngắn và cơ chế bảo vệ nhà đầu tư đang phát triển, phù hợp với nghiên cứu về tầm quan trọng quản trị trong thị trường mới nổi (Claessens & Yurtoglu, 2013).

6. Kết luận

Mặc dù mối quan hệ cơ bản giữa ESG và giá trị doanh nghiệp đã được nghiên cứu rộng rãi, nghiên cứu này cung cấp những đóng góp lý thuyết đáng kể thông qua việc làm sáng tỏ các điều kiện biên và cơ chế tác động trong bối cảnh thể chế đặc thù.

Thứ nhất, nghiên cứu mở rộng Lý thuyết các bên liên quan bằng cách chứng minh giá trị kinh tế từ ESG có tính điều kiện cao chứ không phải phổ quát. Việc xác định hai điều kiện biên quan trọng - cấu trúc sở hữu và chất lượng thể chế ngành - thách thức quan điểm đơn giản hóa về tác động ESG và góp phần hòa giải các kết quả không nhất quán trong nghiên cứu hiện tại (Huang, 2021). Phát hiện này gợi ý rằng sự không nhất quán có thể xuất phát từ việc bỏ qua các yếu tố điều tiết quan trọng này.

Thứ hai, nghiên cứu đóng góp vào Lý thuyết thể chế bằng cách chuyển trọng tâm phân tích từ cấp độ thể chế quốc gia sang cấp độ ngành. Vai trò điều tiết mạnh mẽ của chất lượng thể chế ngành (tăng 53% hiệu quả ESG) chứng minh rằng thể chế vi mô có thể quan trọng không kém thể chế vĩ mô trong việc định hình kết quả doanh nghiệp. Đây là góc nhìn tương đối mới, bổ sung cho nghiên cứu hiện tại chủ yếu tập trung vào so sánh xuyên quốc gia (La Porta & cộng sự, 2000; Ioannou & Serafeim, 2012).

Thứ ba, nghiên cứu tổng hợp Lý thuyết đại diện và Lý thuyết thể chế bằng cách làm sáng tỏ cơ chế kép mà qua đó giám sát bên ngoài (sở hữu nước ngoài) và môi trường thể chế tương tác để ảnh hưởng hiệu quả ESG. Hiệu ứng tương tác tích cực giữa hai yếu tố điều tiết gợi ý hiệu ứng hiệp đồng, làm phong phú thêm hiểu biết về phức tạp của cơ chế quản trị trong thị trường mới nổi.

Thứ tư, nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm đầu tiên về vai trò cụ thể của nhà đầu tư nước ngoài trong điều tiết mối quan hệ ESG-giá trị doanh nghiệp tại Đông Nam Á, mở rộng phạm vi địa lý từ các nghiên cứu trước tập trung vào thị trường phát triển và Trung Quốc (Dyck & cộng sự, 2019). Bối cảnh Việt Nam với đặc điểm thể chế độc đáo tạo điều kiện kiểm định các lý thuyết về quản trị doanh nghiệp xuyên quốc gia.

Cuối cùng, phát hiện về sự khác biệt trong tác động của các thành phần ESG - với Quản trị có tác động mạnh nhất - đóng góp vào cuộc tranh luận về cấu trúc đa chiều của ESG, gợi ý rằng trong thị trường mới nổi với cơ chế bảo vệ nhà đầu tư hạn chế, chất lượng quản trị doanh nghiệp đóng vai trò then chốt trong việc thiết lập niềm tin thị trường.

Tài liệu tham khảo

- ADB (2023). *Asian Development Outlook 2023: Strengthening Corporate Governance in Emerging Asia*. Manila: Asian Development Bank.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154-181.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22, S119-S127. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.11.006>.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., Wang, H., Guedhami, O., & Kwok, C. C. (2016). Cross-listing and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 41, 123-138.
- Bộ Tài nguyên và Môi trường (2022). *Báo cáo Quốc gia về Biến đổi Khí hậu và Cam kết Net-Zero 2050*. Hà Nội: NXB Chính trị Quốc gia.
- Cai, Y., Jo, H., & Pan, C. (2016). Doing well while doing bad? CSR in controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics*, 108(4), 467-480.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Cuervo-Cazurra, A., Mudambi, R., & Pedersen, T. (2019). Clarifying the relationships between institutions and global strategy. *Global Strategy Journal*, 9(2), 151-175.
- Chen, T., Dong, H., & Lin, C. (2020). Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 135(2), 483-504.
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693-714.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost

-
- of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
- Freeman, R. E., Phillips, R., & Sisodia, R. (2020). Tensions in stakeholder theory. *Business & Society*, 59(2), 213-231.
- 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.
- Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of Cleaner Production*, 150, 135-147.
- Global Sustainable Investment Alliance (2022). *Global Sustainable Investment Review 2022*. Brussels: GSIA.
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4-22.
- Gillan, S., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889.
- Huang, D. Z. (2021). Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consolidation. *Accounting & Finance*, 61(1), 335-360.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43(9), 834-864.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Li, X., Saat, M. M., Khatib, S. F. A., & Liu, Y. (2024). Sustainable development and firm value: How ESG performance shapes corporate success—a systematic literature review. *Business Strategy & Development*, 7(4). <https://doi.org/10.1002/bsd2.70026>.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50(1), 60-75.
- Lyon, T. P., & Maxwell, J. W. (2011). Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit. *Journal of Economics & Management Strategy*, 20(1), 3-41.
- Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22, S128-S140.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62-77.
- Sadiq, M., Singh, J., Raza, M., & Mohamad, S. (2020). The impact of environmental, social and governance index on firm value: Evidence from Malaysia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10(5), 555-562. <https://doi.org/10.32479/ijeep.10217>.
- Seok, J., Kim, Y., & Oh, Y. K. (2024). How ESG shapes firm value: The mediating role of customer satisfaction. *Technological Forecasting and Social Change*, 208, 123714. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2024.123714>.
- Srivastava, A., & Anand, A. (2023). ESG performance and firm value: The moderating role of ownership concentration. *Corporate Ownership and Control*, 20(3), 169-179. <https://doi.org/10.22495/cocv20i3art11>.
- Tahmid, T., Hoque, M. N., Said, J., Saona, P., & Azad, Md. A. K. (2022). Does ESG initiatives yield greater firm value and performance? New evidence from European firms. *Cogent Business and Management*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2144098>.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178.
-

-
- Wang, C. (2025). Positive Influence of ESG On Firm Value. Highlights in Business, *Economics and Management*, 61, 6–10. <https://doi.org/10.54097/d7aay843>.
- Williamson, O. E. (2000). The new institutional economics: taking stock, looking ahead. *Journal of Economic Literature*, 38(3), 595-613.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- World Bank. (2023). *Vietnam Development Report 2023: The Role of FDI in Sustainable Development*. Washington, DC: World Bank Group.
- Yu, E. P., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987–1004. <https://doi.org/10.1002/bse.2047>.