
CÔNG BỐ THÔNG TIN CARBON VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP: VAI TRÒ CỦA CHẤT LƯỢNG THỂ CHẾ PHÁP QUY

Trần Hồng Vân

Trường Đại học Tài chính – Marketing

Email: hongvan@ufm.edu.vn

Ngô Anh Tín

Sở Khoa học và Công nghệ thành phố Cần Thơ

Email: tinanhngo@gmail.com

Mã bài: JED-2813

Ngày nhận: 30/12/2025

Ngày nhận bản sửa: 13/01/2026

Ngày duyệt đăng: 19/01/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.2813

Tóm tắt

Nghiên cứu nhằm kiểm định mối quan hệ giữa công bố thông tin carbon và hiệu quả tài chính doanh nghiệp, đồng thời làm rõ vai trò điều tiết của chất lượng thể chế pháp quy trong bối cảnh các quốc gia ASEAN-5. Sử dụng dữ liệu bảng của 652 công ty từ năm 2012 đến 2022, nghiên cứu áp dụng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) với sai số chuẩn Driscoll-Kraay và sử dụng phương pháp GMM Hệ thống để kiểm soát vấn đề nội sinh. Kết quả cho thấy không có tác động trực tiếp đáng kể nào của công bố thông tin carbon lên hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, nghiên cứu tìm thấy bằng chứng rằng chất lượng thể chế pháp quy đóng vai trò điều tiết tích cực, lợi ích tài chính từ việc công bố chỉ trở nên rõ ràng ở những quốc gia có thể chế vững mạnh, và tác động này đặc biệt rõ nét ở các ngành ô nhiễm cao. Hàm ý là chính sách cần củng cố thực thi pháp luật, còn nhà đầu tư cần phân tích thể chế để sàng lọc cam kết thật và hành vi “tẩy xanh”.

Từ khóa: ASEAN, công bố thông tin carbon, hiệu quả tài chính, chất lượng thể chế pháp quy.

Mã JEL: G32, M14, Q56.

Carbon disclosure and firm financial performance: The role of regulatory quality

Abstract

This study investigates the relationship between carbon disclosure and firm financial performance, examining the moderating role of regulatory quality within the ASEAN-5 nations. Employing panel data from 652 firms (2012-2022), the research applies a Fixed Effects Model with Driscoll-Kraay standard errors and a System GMM approach to address endogeneity. The results reveal no significant direct impact of carbon disclosure on financial performance. However, the study finds that regulatory quality acts as a positive moderator, and the financial benefits of disclosure materialize only in countries with strong institutions, an effect particularly pronounced in high-polluting industries. The findings suggest that policymakers should prioritize strengthening legal enforcement, while investors should incorporate institutional analysis to differentiate substantive commitments from “greenwashing”.

Keywords: ASEAN, carbon disclosure, financial performance, institutional quality.

JEL Codes: G32, M14, Q56.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh các cam kết toàn cầu về biến đổi khí hậu ngày càng trở nên cấp thiết, đặc biệt là sau Thỏa thuận Paris, áp lực đối với khu vực doanh nghiệp trong việc quản lý và giảm thiểu dấu chân carbon đã gia tăng đáng kể (Lins & cộng sự, 2017). Các bên liên quan, từ nhà đầu tư, người tiêu dùng đến các cơ quan quản lý, ngày càng yêu cầu sự minh bạch cao hơn về các rủi ro và cơ hội liên quan đến khí hậu mà doanh nghiệp phải đối mặt. Đáp lại, việc công bố thông tin (CBTT) carbon được xem như một công cụ quản trị chiến lược, cho phép các công ty không chỉ báo hiệu cam kết của mình đối với sự phát triển bền vững mà còn tăng cường khả năng tiếp cận vốn và nâng cao danh tiếng (Alsaifi & cộng sự, 2020). Về mặt lý thuyết, sự minh bạch này giúp giảm thiểu bất đối xứng thông tin, cho phép thị trường định giá doanh nghiệp chính xác hơn và qua đó nâng cao hiệu quả tài chính (HQTC).

Tuy nhiên, một số nghiên cứu về việc công bố thông tin carbon có thể nâng cao hiệu quả tài chính doanh nghiệp lại cho thấy các bằng chứng thực nghiệm không nhất quán. Trong khi một số nghiên cứu tìm thấy mối quan hệ tích cực và có ý nghĩa (ví dụ, Matsumura & cộng sự, 2014), nhiều nghiên cứu khác lại chỉ ra một mối quan hệ không đáng kể, thậm chí là tiêu cực hoặc phụ thuộc mạnh mẽ vào bối cảnh. Sự không nhất quán này tạo nên một câu hỏi nghiên cứu quan trọng: Tại sao một hành động minh bạch được cho là có giá trị lại không phải lúc nào cũng được thị trường tài chính ghi nhận, đặc biệt là trong bức tranh đa dạng của các nền kinh tế mới nổi?

Nghiên cứu này cho rằng câu trả lời nằm ở một yếu tố quyết định thường bị bỏ qua, đó là vai trò của môi trường thể chế trong việc xác thực và tín nhiệm hóa thông tin. Vì vậy, bài viết không chỉ dừng lại ở câu hỏi truyền thống liệu công bố thông tin carbon có tạo ra giá trị hay không, mà mở rộng và làm rõ hơn vấn đề bằng cách tìm câu trả lời cho câu hỏi: dưới những điều kiện nào thì nó mới tạo ra giá trị? Cụ thể, nghiên cứu lập luận rằng giá trị của công bố thông tin carbon không phải là một thuộc tính nội tại, mà là một giá trị có điều kiện, phụ thuộc vào chất lượng thể chế pháp quy của một quốc gia. Dựa trên lý thuyết thể chế của North (1990), nghiên cứu giả định rằng trong một môi trường thể chế yếu kém, nơi các quy tắc không được thực thi nghiêm ngặt, việc công bố thông tin có nguy cơ bị xem chỉ là hình thức hoặc hành vi “tẩy xanh”, do đó không thể chuyển hóa thành lợi ích tài chính. Ngược lại, chỉ khi được đặt trong một bối cảnh thể chế vững mạnh, nơi các quy định về công bố thông tin và bảo vệ nhà đầu tư được đảm bảo (Luo, 2019), hành động công bố này mới trở thành một tín hiệu đáng tin cậy về năng lực quản trị hiệu quả và cam kết bền vững dài hạn. Bối cảnh của các quốc gia ASEAN-5, với sự đa dạng đáng kể về chất lượng thể chế và mức độ phát triển kinh tế nhưng lại chưa được khám phá một cách đầy đủ, cung cấp một bối cảnh nghiên cứu phù hợp để kiểm định giả thuyết này.

Do đó, nghiên cứu đặt ra hai mục tiêu chính: (i) kiểm định mối quan hệ trực tiếp giữa công bố thông tin carbon và hiệu quả tài chính trong bối cảnh đặc thù của ASEAN-5; (ii) và quan trọng hơn là làm sáng tỏ vai trò điều tiết của chất lượng thể chế pháp quy trong mối quan hệ đó. Bằng cách giải quyết các mục tiêu trên, nghiên cứu kỳ vọng sẽ đóng góp những bằng chứng thực nghiệm mới, làm sáng tỏ vai trò phức hợp của chất lượng thể chế pháp quy trong bối cảnh các thị trường mới nổi. Những kết quả này không chỉ có ý nghĩa về mặt học thuật mà còn cung cấp các hàm ý quan trọng cho nhà quản trị, nhà đầu tư và các nhà hoạch định chính sách tại các thị trường mới nổi trong việc xây dựng chiến lược bền vững và cải thiện môi trường thể chế.

2. Cơ sở lý thuyết và phát triển giả thuyết

2.1. Lý thuyết nền

Trước hết, lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 1984) cho rằng sự tồn tại và thành công của doanh nghiệp phụ thuộc vào khả năng quản lý và thỏa mãn kỳ vọng của nhiều nhóm khác nhau, không chỉ riêng cổ đông. Trong bối cảnh biến đổi khí hậu, các bên liên quan như nhà đầu tư, khách hàng và cơ quan quản lý ngày càng yêu cầu sự minh bạch về rủi ro và chiến lược carbon của doanh nghiệp. Do đó, công bố thông tin

carbon trở thành một cơ chế quan trọng để đáp ứng nhu cầu thông tin này, qua đó giúp doanh nghiệp củng cố niềm tin, nâng cao danh tiếng và có thể cải thiện hiệu quả tài chính. Bổ sung cho quan điểm này, lý thuyết hợp pháp hóa (Suchman, 1995) lập luận rằng doanh nghiệp thực hiện các hành vi như công bố thông tin carbon để chứng tỏ sự tuân thủ các chuẩn mực, giá trị và niềm tin của xã hội. Bằng cách đó, doanh nghiệp xây dựng và duy trì sự tín nhiệm từ cộng đồng, giảm thiểu các rủi ro về pháp lý và uy tín, qua đó đảm bảo sự ủng hộ từ cộng đồng. Cả hai lý thuyết này cùng nhau dự báo rằng công bố thông tin carbon như một hành động chiến lược và có trách nhiệm sẽ được thị trường ghi nhận và chuyển hóa thành lợi ích tài chính.

Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm không nhất quán cho thấy mối liên kết này không phải là tất yếu. Trong bối cảnh đó, lý thuyết thể chế (North, 1990) cung cấp một khung phân tích quan trọng để lý giải vấn đề. Lý thuyết này khẳng định rằng hành vi và kết quả của các tổ chức chịu ảnh hưởng sâu sắc bởi các thể chế trong xã hội, vốn được định nghĩa là các quy tắc chính thức (luật pháp, quy định) và phi chính thức (chuẩn mực, văn hóa). Theo đó, giá trị của công bố thông tin carbon không phải là một thuộc tính cố hữu, mà phụ thuộc vào bối cảnh thể chế nơi nó được thực hiện. Trong một môi trường có chất lượng thể chế pháp quy cao, nơi luật pháp được thực thi nghiêm minh và quyền lợi nhà đầu tư được bảo vệ, việc công bố thông tin được xem là một tín hiệu đáng tin cậy về cam kết bền vững. Ngược lại, trong môi trường thể chế yếu kém, hành động này có nguy cơ bị nghi ngờ là “tẩy xanh” và không mang lại giá trị. Vì vậy, lý thuyết thể chế đóng vai trò là khung lý thuyết bao trùm, giải thích tại sao chất lượng thể chế pháp quy lại có thể điều tiết mối quan hệ giữa công bố thông tin carbon và hiệu quả tài chính.

2.2. Phát triển giả thuyết

2.2.1. Công bố thông tin carbon và hiệu quả tài chính doanh nghiệp

Dựa trên nền tảng của lý thuyết các bên liên quan và lý thuyết hợp pháp hóa, nghiên cứu lập luận rằng việc công bố thông tin carbon có khả năng tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp thông qua nhiều cơ chế. Thứ nhất, sự minh bạch về carbon giúp giảm thiểu bất đối xứng thông tin giữa doanh nghiệp và các nhà đầu tư, qua đó có thể làm giảm chi phí vốn của doanh nghiệp (Xu & cộng sự, 2024). Thứ hai, việc chủ động công bố thông tin báo hiệu năng lực quản trị rủi ro liên quan đến khí hậu một cách hiệu quả, một dấu hiệu của chất lượng quản trị vượt trội được thị trường đánh giá cao (Lins & cộng sự, 2017; Munir & Pratama, 2025). Thứ ba, hành động này giúp nâng cao danh tiếng và hình ảnh thương hiệu, từ đó thu hút các nhà đầu tư, khách hàng và nhân viên có ý thức về môi trường. Cuối cùng, nó mở ra cơ hội cho doanh nghiệp tiếp cận các thị trường và nguồn vốn xanh. Các nghiên cứu thực nghiệm trước đây, chẳng hạn như của Matsumura & cộng sự (2014) hay Alareeni & Hamdan (2020) đã cung cấp bằng chứng ủng hộ mối quan hệ tích cực này. Tuy nhiên, một số nghiên cứu không tìm thấy tác động trực tiếp đáng kể nào của việc công bố thông tin carbon đến giá trị doanh nghiệp (Anggita & Nugroho, 2022; Wang, 2023). Mặc dù vậy, bối cảnh các quốc gia ASEAN-5 với áp lực ngày càng tăng về phát triển bền vững và thu hút vốn đầu tư có trách nhiệm, có thể khiến thị trường phản ứng tích cực hơn với sự minh bạch của doanh nghiệp. Việc công bố thông tin carbon được kỳ vọng sẽ là một lợi thế cạnh tranh, giúp củng cố niềm tin của các bên liên quan. Từ những lập luận này, giả thuyết nghiên cứu thứ nhất được đề xuất như sau:

H1: Việc công bố thông tin carbon có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

2.2.2. Vai trò điều tiết của chất lượng thể chế pháp quy

Trong một môi trường có chất lượng thể chế pháp quy cao, với các quy định rõ ràng và được thực thi nghiêm minh, công bố thông tin carbon trở thành một tín hiệu đáng tin cậy về cam kết bền vững và năng lực quản trị của doanh nghiệp. Các nhà đầu tư và các bên liên quan khác có xu hướng tin tưởng vào tính xác thực của thông tin được công bố, do đó họ thường đánh giá cao hơn các doanh nghiệp minh bạch, điều này được thể hiện qua việc định giá cao hơn và chi phí vốn thấp hơn. Ngược lại, tại các quốc gia có thể chế yếu kém, nơi việc thực thi pháp luật lỏng lẻo, việc công bố này có nguy cơ bị xem là hành vi “tẩy xanh” nhằm đánh bóng hình ảnh. Trong bối cảnh đó, các nhà đầu tư sẽ hoài nghi về giá trị thực chất của thông tin, khiến

cho hành động công bố không chuyển hóa được thành lợi ích tài chính. Lập luận này phù hợp với các nghiên cứu trước đây cho thấy chất lượng thể chế quốc gia là một yếu tố then chốt quyết định giá trị của thông tin do doanh nghiệp công bố (Mateo-Márquez & cộng sự, 2020; Pham & Pham, 2025). Từ những lập luận kể trên, giả thuyết thứ hai được phát biểu như sau:

H2: Chất lượng thể chế pháp quy điều tiết tích cực mối quan hệ giữa công bố thông tin carbon và hiệu quả tài chính.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu và thu thập dữ liệu

Mẫu nghiên cứu bao gồm các công ty phi tài chính được niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán chính của 5 quốc gia ASEAN, bao gồm Indonesia (IDX), Malaysia (Bursa Malaysia), Philippines (PSE), Thái Lan (SET), và Việt Nam (HOSE & HNX). Giai đoạn nghiên cứu được lựa chọn là 11 năm, từ 2012 đến 2022.

Dữ liệu được thu thập từ nhiều nguồn có uy tín quốc tế để đảm bảo tính khách quan và toàn diện: Refinitiv Eikon/Workspace; Worldwide Governance Indicators (WGI) của Ngân hàng Thế giới (World Bank); World Development Indicators (WDI), cũng của Ngân hàng Thế giới.

Quy mô mẫu ban đầu bao gồm 3630 công ty niêm yết tại 5 quốc gia, tương đương với 39930 quan sát công ty-năm. Sau đó, nghiên cứu áp dụng các tiêu chí loại trừ:

(i) Loại trừ các công ty thuộc ngành tài chính: Loại bỏ 715 công ty (tương đương 7865 quan sát) thuộc ngành tài chính (mã SIC từ 6000-6999) do cấu trúc báo cáo tài chính và các quy định đặc thù của ngành này có thể làm sai lệch kết quả phân tích.

(ii) Loại trừ các quan sát thiếu dữ liệu: Các quan sát bị loại bỏ nếu thiếu dữ liệu cho bất kỳ biến nào trong mô hình, đặc biệt là biến công bố carbon (CDS) và các biến tài chính chính. Do tính chất tự nguyện của việc công bố carbon trong phần lớn giai đoạn nghiên cứu, bước này đã loại bỏ 24587 quan sát.

(iii) Loại trừ các công ty có dữ liệu không đủ dài: Để đảm bảo tính ổn định của phân tích dữ liệu bảng, nghiên cứu yêu cầu mỗi công ty phải có ít nhất 3 năm quan sát liên tục. Tiêu chí này loại bỏ thêm 650 quan sát.

Sau quá trình sàng lọc, mẫu cuối cùng là một bộ dữ liệu bảng không cân bằng bao gồm 6828 quan sát công ty-năm từ 652 công ty duy nhất.

3.2. Đo lường biến

Việc lựa chọn và đo lường các biến được thực hiện dựa trên sự kế thừa từ các nghiên cứu thực nghiệm có

Bảng 1. Mô tả và đo lường các biến

Biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Nguồn dữ liệu
Biến phụ thuộc			
HQTC	TQ_{it}	Tobin's Q: (Giá trị thị trường của vốn CSH + Giá trị sổ sách của tổng nợ) / Giá trị sổ sách của tổng tài sản.	Refinitiv
Biến độc lập			
CBTT carbon	CDS_{it}	Điểm công bố thông tin về phát thải carbon, dao động từ 0 đến 100.	Refinitiv
Biến điều tiết			
Chất lượng pháp quy	RQ_{jt}	Chỉ số Chất lượng pháp quy từ WGI, được chuẩn hóa từ -2.5 đến 2.5.	WGI
Biến kiểm soát			
Quy mô công ty	$SIZE_{it}$	Logarit tự nhiên của tổng tài sản.	Refinitiv
Đòn bẩy tài chính	LEV_{it}	Tổng nợ / Tổng tài sản.	Refinitiv
Tỷ suất sinh lời	ROA_{it}	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản.	Refinitiv
Tuổi công ty	AGE_{it}	Logarit tự nhiên của (Năm hiện tại - Năm thành lập + 1).	Refinitiv
Tăng trưởng GDP	$GDPG_{jt}$	Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%).	WDI
Lạm phát	INF_{jt}	Thay đổi chỉ số giá tiêu dùng hàng năm (%).	WDI

Nguồn: Tác giả tổng hợp

ảnh hưởng trong lĩnh vực tài chính và kế toán bền vững, đồng thời đảm bảo sự phù hợp với bối cảnh dữ liệu tại các thị trường ASEAN. Bảng 1 tóm tắt các biến được sử dụng trong nghiên cứu.

Cụ thể hơn, biến HQTC (TQ) được tính tại thời điểm cuối mỗi năm tài chính. Chỉ số chất lượng pháp quy (RQ) từ WGI đo lường nhận thức về khả năng của chính phủ trong việc xây dựng và thực thi các chính sách hợp lý. Chỉ số này được chuẩn hóa với miền giá trị từ -2,5 (rất yếu) đến +2,5 (rất mạnh).

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm định giả thuyết H1 về tác động trực tiếp của công bố thông tin carbon lên hiệu quả tài chính, nghiên cứu sử dụng mô hình (1):

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 CDS_{it} + \sum \beta_k Controls_{it,jt} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Để kiểm định giả thuyết H2 về vai trò điều tiết của chất lượng thể chế pháp quy, nghiên cứu đưa thêm biến điều tiết (RQ) và một biến tương tác ($CDS \times RQ$) vào mô hình (2).

$$TQ_{it} = \alpha + \beta_1 CDS_{it} + \beta_2 RQ_{jt} + \beta_3 (CDS_{it} \times RQ_{jt}) + \sum \beta_k Controls_{it,jt} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó: i, j, t lần lượt chỉ công ty, quốc gia và năm; TQ_{it} là Tobin's Q của công ty i tại năm t ; CDS_{it} là điểm công bố carbon của công ty i tại năm t ; RQ_{jt} là chất lượng pháp quy của quốc gia j tại năm t ; Controls là một vector các biến kiểm soát cấp công ty và cấp quốc gia; γ_i là ảnh hưởng cố định của công ty; δ_t là ảnh hưởng cố định theo năm; ε_{it} là sai số ngẫu nhiên.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và phân tích tương quan

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả cho toàn bộ các biến được sử dụng trong nghiên cứu với 6828 quan sát công ty-năm.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Ký hiệu	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa
HQTC	TQ_{it}	6828	1,42	0,85	0,61	4,89
CBTT carbon	CDS_{it}	6828	35,45	22,10	0,00	98,50
Chất lượng pháp quy	RQ_{jt}	6828	0,21	0,65	-0,78	1,45
Quy mô công ty	$SIZE_{it}$	6828	14,88	1,95	11,50	18,90
Đòn bẩy tài chính	LEV_{it}	6828	0,48	0,23	0,05	0,92
Tỷ suất sinh lời	ROA_{it}	6828	0,04	0,06	-0,15	0,20
Tuổi công ty	AGE_{it}	6828	3,15	0,75	1,39	4,50
Tăng trưởng GDP	$GDPG_{jt}$	6828	4,55	1,80	-0,50	7,10
Lạm phát	INF_{jt}	6828	3,10	1,50	0,85	6,50

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Stata 17.0.

Giá trị trung bình của Tobin's Q (TQ_{it}) là 1,42 với độ lệch chuẩn là 0,85, cho thấy sự khác biệt đáng kể về hiệu quả tài chính giữa các doanh nghiệp trong mẫu. Đáng chú ý, điểm công bố carbon (CDS_{it}) có giá trị trung bình là 35,45 nhưng độ lệch chuẩn rất lớn (22,10), phản ánh sự không đồng đều trong mức độ minh bạch carbon tại ASEAN-5. Chỉ số chất lượng pháp quy (RQ_{jt}) cũng dao động rộng, miền giá trị trong mẫu (-0,78 đến 1,45) đã thể hiện sự khác biệt thể chế đáng kể trong khu vực ASEAN-5.

Bảng 3 trình bày ma trận tương quan Pearson và hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF).

Kết quả cho thấy mối quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa thống kê giữa công bố thông tin carbon (CDS_{it}) và HQTC (TQ_{it}) (hệ số = 0,185), cung cấp dấu hiệu sơ bộ ủng hộ giả thuyết H1. Các hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều dưới ngưỡng 0,7. Thêm vào đó, hệ số VIF trung bình là 1,22 và không có biến nào có VIF vượt quá 5, khẳng định rằng hiện tượng đa cộng tuyến không phải là một vấn đề đáng lo ngại trong mô hình nghiên cứu.

4.2. Kết quả hồi quy chính

Bảng 3. Ma trận tương quan Pearson và hệ số VIF

Biến	TQ _{it}	CDS _{it}	RQ _{jt}	SIZE _{it}	LEV _{it}	ROA _{it}	AGE _{it}	GDPG _{jt}	INF _{jt}	VIF
TQ _{it}	1,000									
CDS _{it}	0,185***	1,000								1,35
RQ _{jt}	0,095**	0,215***	1,000							1,21
SIZE _{it}	0,150***	0,452***	0,110**	1,000						1,58
LEV _{it}	-0,210***	-0,088*	-0,045	0,280***	1,000					1,15
ROA _{it}	0,350***	0,112**	0,067	0,098**	-0,310***	1,000				1,22
AGE _{it}	0,055	0,134***	0,021	0,195***	0,085*	0,043	1,000			1,09
GDPG _{jt}	0,031	0,015	0,155***	0,028	0,011	0,049	0,009	1,000		1,12
INF _{jt}	-0,024	-0,019	-0,091*	-0,033	0,025	-0,051	-0,014	-0,250***	1,000	1,08
VIF TB										1,22

Chú thích: ***, **, và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Stata 17.0.

Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy chính từ mô hình FEM với sai số chuẩn Driscoll-Kraay để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu. Mô hình (1) kiểm định tác động trực tiếp của việc công bố thông tin carbon lên hiệu quả tài chính (H1). Mô hình (2) kiểm định vai trò điều tiết của chất lượng thể chế pháp quy trong mối quan hệ này (H2).

Bảng 4. Tác động của công bố thông tin carbon lên hiệu quả tài chính và vai trò điều tiết của chất lượng pháp quy

Biến số	(1) TQ _{it}	(2) TQ _{it}
Biến độc lập		
CDS _{it}	0,0008 (0,0006)	-0,0015 (0,0011)
Biến điều tiết		
RQ _{jt}		0,082** (0,035)
Biến tương tác		
CDS _{it} × RQ _{jt}		0,0045** (0,0021)
Biến kiểm soát		
SIZE _{it}	0,095*** (0,021)	0,092*** (0,020)
LEV _{it}	-0,451*** (0,088)	-0,448*** (0,085)
ROA _{it}	2,854*** (0,312)	2,849*** (0,309)
AGE _{it}	0,015 (0,025)	0,013 (0,024)
GDPG _{jt}	0,022* (0,012)	0,019* (0,011)
INF _{jt}	-0,018** (0,008)	-0,016** (0,007)
Hằng số	0,876*** (0,195)	0,912*** (0,191)
Thống kê kiểm định		
Ảnh hưởng cố định theo công ty	Có	Có
Ảnh hưởng cố định theo năm	Có	Có
Số quan sát	6828	6828
Số nhóm (công ty)	652	652
R-squared (within)	0,254	0,271
Kiểm định F (vs. Pooled OLS)	25,81***	27,05***
Kiểm định Hausman (vs. REM)	42,17***	45,33***

Chú thích: Sai số chuẩn Driscoll-Kraay được trình bày trong ngoặc đơn. ***, **, và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Stata 17.0.

Trước khi phân tích kết quả, nghiên cứu đã thực hiện các kiểm định lựa chọn mô hình. Kết quả kiểm định F có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ($F = 25,81$, $p = 0,000$), cho thấy mô hình FEM phù hợp hơn Pooled OLS. Quan trọng hơn, kết quả kiểm định Hausman cũng có ý nghĩa thống kê cao ($\chi^2 = 42,17$, $p = 0,002$), chỉ ra rằng mô hình FEM là lựa chọn phù hợp và hiệu quả hơn so với mô hình tác động ngẫu nhiên (REM).

Kết quả ở Cột (1) của Bảng 4 cho thấy hệ số của biến công bố thông tin carbon (CDS_{it}) là 0,0008 và không có ý nghĩa thống kê ($p > 0,10$). Điều này chỉ ra rằng, khi xét một cách độc lập hành vi công bố thông tin carbon không tạo ra tác động đáng kể nào đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại ASEAN-5. Kết quả này cung cấp bằng chứng thực nghiệm không ủng hộ giả thuyết H1, cho thấy việc công bố thông tin carbon tự bản thân nó chưa đủ để được thị trường ghi nhận và chuyển hóa thành giá trị tài chính trong bối cảnh chung của khu vực.

Kết quả ở Cột (2) cho thấy hệ số của biến tương tác $CDS_{it} \times RQ_{it}$ là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% ($\beta_3 = 0,0045$, $p < 0,05$). Trong khi đó, tác động trực tiếp của CDS_{it} vẫn không có ý nghĩa thống kê. Phát hiện này ủng hộ giả thuyết H2, nó cho thấy chất lượng thể chế pháp quy đóng vai trò điều tiết tích cực trong mối quan hệ giữa công bố thông tin carbon và hiệu quả tài chính. Cụ thể, tác động của việc công bố thông tin carbon lên hiệu quả tài chính phụ thuộc vào chất lượng của môi trường thể chế. Trong các quốc gia có chất lượng pháp quy cao, hành vi công bố thông tin minh bạch về carbon sẽ được thị trường đánh giá cao và tạo ra giá trị tài chính và ngược lại.

4.3. Các phân tích độ nhạy

Để đảm bảo tính vững chắc và độ tin cậy của các kết quả chính, nghiên cứu đã thực hiện một số kiểm định độ nhạy. Kết quả của các phân tích này được tổng hợp trong Bảng 5.

Bảng 5. Kết quả các phân tích độ nhạy

Biến số	(1) Sys-GMM TQ_{it}	(2) Sys-GMM TQ_{it}	(3) FEM ROA_{it}	(4) FEM TQ_{it}	(5) FEM TQ_{it}
CDS_{it}	0,0011 (0,0009)	-0,0019 (0,0014)	-0,0002 (0,0001)	-0,0021 (0,0018)	-0,0009 (0,0015)
RQ_{it}		0,091** (0,041)	0,015** (0,007)	0,105** (0,049)	0,065 (0,042)
$CDS_{it} \times RQ_{it}$		0,0051** (0,0024)	0,0009** (0,0004)	0,0062*** (0,0022)	0,0018 (0,0028)
Các biến kiểm soát	Có	Có	Có	Có	Có
Ảnh hưởng cố định theo DN	Có	Có	Có	Có	Có
Ảnh hưởng cố định theo năm	Có	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	6176	6176	6828	2510	4318
Số doanh nghiệp	652	652	652	241	411
R-bình phương (nội bộ)			0,189	0,301	0,245
Kiểm định Sargan (p-value)	0,215	0,258			
Kiểm định AR(1) (p-value)	0,021	0,019			
Kiểm định AR(2) (p-value)	0,453	0,417			

Chú thích: Sai số chuẩn vững chắc được trình bày trong ngoặc đơn. ***, **, và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, và 10%.

Cột (1) và (2) trình bày kết quả ước lượng bằng phương pháp System GMM hai bước để kiểm soát vấn đề nội sinh. Biến phụ thuộc là TQ_{it} . Số quan sát ít hơn do việc sử dụng các biến trễ làm công cụ. Cột (3) sử dụng tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA_{it}) làm biến phụ thuộc thay thế, ước lượng bằng mô hình FEM. Cột (4) và (5) trình bày kết quả phân tích dưới mẫu cho các ngành có mức độ ô nhiễm cao và thấp, ước lượng bằng mô hình FEM. Biến phụ thuộc là TQ_{it} .

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Stata 17.0

Một quan ngại trong mối quan hệ này là vấn đề nội sinh, phát sinh từ quan hệ nhân quả ngược và biến bị bỏ sót. Các Cột (1) và (2) trong Bảng 5 cho thấy, sau khi kiểm soát vấn đề nội sinh tiềm tàng bằng phương pháp System GMM, các kiểm định chẩn đoán đều thỏa mãn (p-value của kiểm định Sargan $> 0,10$ và p-value của AR(2) $> 0,10$), cho thấy mô hình được đặc tả tốt. Quan trọng hơn, hệ số của biến tương tác

$(CDS_{it} \times RQ_{it})$ vẫn giữ nguyên dấu dương và có ý nghĩa thống kê ($\beta = 0,0051, p < 0,05$). Điều này củng cố mạnh mẽ kết luận chính của nghiên cứu, cho thấy vai trò điều tiết của chất lượng thể chế pháp quy không bị chi phối bởi vấn đề nội sinh.

Kết quả ở Cột (3) cho thấy, khi sử dụng ROA làm thước đo hiệu quả tài chính, hệ số của biến tương tác vẫn dương và có ý nghĩa thống kê ($\beta = 0,0009, p < 0,05$). Phát hiện này khẳng định rằng kết luận của nghiên cứu không phụ thuộc vào một thước đo hiệu quả tài chính cụ thể, mà nhất quán trên cả thước đo dựa trên thị trường và thước đo dựa trên kế toán.

Tác động của việc công bố thông tin carbon và vai trò của thể chế có thể khác biệt đáng kể giữa các ngành, đặc biệt là ở những ngành nhạy cảm với môi trường. Nghiên cứu phân chia mẫu thành hai nhóm: (i) các ngành có mức độ ô nhiễm cao (khai khoáng, sản xuất, năng lượng) và (ii) các ngành có mức độ ô nhiễm thấp (dịch vụ, công nghệ). Phân tích dưới mẫu ở Cột (4) và (5) mang lại một phát hiện thú vị. Hệ số của biến tương tác chỉ có ý nghĩa thống kê và mang dấu dương trong nhóm các ngành ô nhiễm cao ($\beta = 0,0062, p < 0,01$), trong khi lại không có ý nghĩa ở nhóm ngành ô nhiễm thấp.

5. Thảo luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy, trong bối cảnh chung của các quốc gia ASEAN-5, việc công bố thông tin carbon không có tác động trực tiếp và đáng kể đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Phát hiện này gợi ý rằng mối quan hệ này phức tạp hơn so với những dự báo ban đầu của lý thuyết các bên liên quan và lý thuyết hợp pháp hóa, vốn cho rằng hành vi minh bạch sẽ luôn được thị trường ghi nhận tích cực. Kết quả này tương đồng với một số nghiên cứu trước đây (ví dụ, Anggita & Nugroho, 2022) nhưng trái ngược với các nghiên cứu khác (ví dụ, Matsumura & cộng sự, 2014). Sự khác biệt này có thể được lý giải bởi bối cảnh đặc thù của ASEAN-5: một khu vực có sự đa dạng lớn về chất lượng thể chế pháp quy. Trong môi trường mà việc thực thi pháp luật còn thiếu nhất quán, các nhà đầu tư có thể hoài nghi về tính xác thực của thông tin tự nguyện, xem đó là hành vi “tẩy xanh” hơn là một tín hiệu đáng tin cậy, do đó không chuyển hóa thành giá trị tài chính.

Quan trọng hơn, nghiên cứu đã chứng minh rằng chất lượng thể chế pháp quy đóng vai trò điều tiết tích cực, một phát hiện củng cố và mở rộng lý thuyết thể chế. Tác động của công bố thông tin carbon lên hiệu quả tài chính là có điều kiện chứ không phải là phổ quát. Cụ thể, lợi ích tài chính từ việc công bố chỉ trở nên rõ ràng ở những quốc gia có môi trường pháp quy vững mạnh. Điều này là do một thể chế chất lượng cao hoạt động như một cơ chế đảm bảo độ tin cậy, xác thực cam kết của doanh nghiệp và giảm thiểu bất đối xứng thông tin, từ đó thuyết phục được các nhà đầu tư.

Phân tích sâu hơn ở các phân nhóm ngành càng làm rõ cơ chế này: vai trò điều tiết của thể chế chỉ có ý nghĩa thống kê ở các ngành ô nhiễm cao. Điều này cho thấy cơ chế củng cố niềm tin từ thể chế là đặc biệt quan trọng khi rủi ro môi trường là hữu hình và mang tính trọng yếu đối với các bên liên quan. Đối với các công ty trong ngành sản xuất hay năng lượng, áp lực từ nhà đầu tư và cơ quan quản lý là rất lớn, do đó một tín hiệu minh bạch được xác thực bởi một thể chế mạnh sẽ tạo ra giá trị vượt trội.

Do đó, đóng góp chính của nghiên cứu là dịch chuyển trọng tâm từ câu hỏi “liệu công bố thông tin carbon có giá trị không?” sang câu hỏi ý nghĩa hơn «khi nào và tại sao nó có giá trị?». Bằng cách cung cấp bằng chứng thực nghiệm về vai trò điều tiết của chất lượng thể chế pháp quy, đặc biệt là trong các ngành có rủi ro cao tại khu vực ASEAN-5, nghiên cứu đã làm sáng tỏ một cơ chế phức hợp, qua đó đóng góp những hiểu biết mới và có giá trị vào kho kiến thức hiện có về mối liên hệ giữa tính bền vững, thể chế và giá trị doanh nghiệp.

Mặc dù đạt được mục tiêu nghiên cứu đề ra, nghiên cứu này vẫn còn một số hạn chế, như việc sử dụng thước đo công bố carbon dạng điểm tổng hợp và chỉ tập trung vào các công ty niêm yết lớn. Các nghiên cứu trong tương lai có thể khám phá sâu hơn các kênh truyền dẫn cụ thể (ví dụ, chi phí vốn), xem xét các yếu tố điều tiết khác ở cấp độ công ty (như cấu trúc quản trị) và mở rộng phạm vi sang các thị trường cận biên.

6. Kết luận và hàm ý

Nghiên cứu này khẳng định rằng trong bối cảnh các thị trường mới nổi ASEAN-5, việc công bố thông tin carbon, tự bản thân nó không đủ để nâng cao hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Thay vào đó, giá trị của hành vi minh bạch này phụ thuộc một cách có điều kiện vào chất lượng thể chế pháp quy. Chỉ trong một môi trường pháp quy vững mạnh, nơi thông tin được xác thực và trở nên đáng tin cậy, việc công bố mới được thị trường vốn ghi nhận và chuyển hóa thành lợi ích tài chính. Phát hiện này đặc biệt rõ nét ở các ngành có mức độ ô nhiễm cao, nơi vai trò đảm bảo của thể chế trở nên tối quan trọng trong việc giảm thiểu hoài nghi của nhà đầu tư về hành vi “tẩy xanh”. Bằng cách chứng minh vai trò điều tiết thiết yếu này, nghiên cứu góp phần tái định hình cuộc tranh luận học thuật, không chỉ dừng lại ở câu hỏi liệu công bố thông tin carbon có giá trị hay không, mà mở rộng sang câu hỏi quan trọng hơn là khi nào và tại sao nó tạo ra giá trị.

Các kết quả của nghiên cứu mang lại những hàm ý thực tiễn quan trọng cho ba nhóm đối tượng chính:

(i) Đối với các nhà hoạch định chính sách: Kết quả nhấn mạnh rằng việc chỉ ban hành quy định về công bố thông tin là chưa đủ. Để biến minh bạch thành giá trị, cần phải ưu tiên củng cố toàn diện chất lượng thể chế, đặc biệt là năng lực thực thi pháp luật và cơ chế bảo vệ nhà đầu tư. Một khung pháp lý hiệu lực, hiệu quả chính là nền tảng để các tín hiệu môi trường của doanh nghiệp trở nên đáng tin cậy và có ý nghĩa kinh tế.

(ii) Đối với các nhà quản trị doanh nghiệp: Nghiên cứu chỉ ra rằng công bố thông tin carbon không phải là một chiến lược độc lập. Để tối đa hóa lợi ích, doanh nghiệp, đặc biệt là trong các ngành nhạy cảm về môi trường, cần chủ động kết hợp việc công bố với các hành động tạo dựng niềm tin khác như sử dụng kiểm toán từ bên thứ ba hoặc tuân thủ các chuẩn mực quốc tế khắt khe, nhất là khi hoạt động trong môi trường thể chế còn hạn chế.

(iii) Đối với các nhà đầu tư: Nghiên cứu đưa ra một khuyến nghị quan trọng: không nên đánh giá thông tin công bố về môi trường một cách biệt lập. Các nhà đầu tư cần lồng ghép phân tích chất lượng thể chế pháp quy của quốc gia vào quy trình thẩm định để phân biệt giữa các cam kết bền vững thực chất và hành vi “tẩy xanh” tiềm tàng, qua đó đưa ra quyết định phân bổ vốn chính xác hơn.

Tài liệu tham khảo

- Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409-1428. <https://doi.org/10.1108/CG-06-2020-0258>
- Alsaifi, K., Elnahass, M., & Salama, A. (2020). Carbon disclosure and financial performance: UK environmental policy. *Business Strategy and the Environment*, 29(2), 711-726. <https://doi.org/10.1002/bse.2426>
- Anggita, W., & Nugroho, A. A. (2022). Carbon emission disclosure and green accounting practices on the firm value. *Jurnal Akuntansi*, 26(3), 464-481. <https://doi.org/10.24912/ja.v26i3.1052>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Luo, L. (2019). The influence of institutional contexts on the relationship between voluntary carbon disclosure and carbon emission performance. *Accounting & Finance*, 59(2), 1235-1264. <https://doi.org/10.1111/acfi.12267>
- Mateo-Márquez, A. J., González-González, J. M., & Zamora-Ramírez, C. (2020). Countries' regulatory context and voluntary carbon disclosures. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(2), 383-408. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-11-2018-0302>
- Matsumura, E. M., Prakash, R., & Vera-Muñoz, S. C. (2014). Firm-value effects of carbon emissions and carbon

-
- disclosures. *The Accounting Review*, 89(2), 695–724. <https://doi.org/10.2308/accr-50629>
- Munir, A. R., & Pratama, A. (2025). Emission Performance, Environmental Disclosure, and Firm Value: Evidence from Southeast Asia. *Risks*, 13(12), 235. <https://doi.org/10.3390/risks13120235>
- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511808678>
- Pham, T. T., & Pham, H. H. (2025). The Impact of Green Governance and the Moderating Role of Institutional Ownership on Financial Reporting Quality in VN-Allshare Listed Companies. *Management (Montevideo)*, 3, 337-337. <https://doi.org/10.62486/agma2025337>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
- Wang, Q. (2023). Financial effects of carbon risk and carbon disclosure: A review. *Accounting & Finance*, 63(4), 4175-4219. <https://doi.org/10.1111/acfi.13090>
- Xu, W., Sun, Z., & Ni, H. (2024). Transparency pays: How carbon emission disclosure lowers cost of capital. *Economic Analysis and Policy*, 83, 165-177. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2024.05.020>

***Tác giả liên hệ: Trần Hồng Vân. Email: hongvan@ufm.edu.vn**