

TÁC ĐỘNG CỦA ĐA DẠNG GIỚI TRONG HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ VÀ VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA SỞ HỮU CỦA NHÀ ĐẦU TƯ TỔ CHỨC ĐẾN MỨC ĐỘ ĐẦU TƯ XANH TRONG CÁC DOANH NGHIỆP THUỘC CHỈ SỐ VN100

Nguyễn Thu Thủy

Trường Đại học Thương mại

Email: thuy.nt@tmu.edu.vn

Phạm Huy Hùng*

Trường Đại học Tài Nguyên và Môi trường Hà Nội

Email: phhung.kt@hunre.edu.vn

Mã bài báo: JED-3028

Ngày nhận: 29/03/2026

Ngày nhận bản sửa: 18/04/2026

Ngày duyệt đăng: 20/04/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.3028

Tóm tắt:

Nghiên cứu kiểm định tác động của đa dạng giới trong hội đồng quản trị đến đầu tư xanh và vai trò điều tiết của sở hữu nhà đầu tư tổ chức. Mô hình FE Logit với biến tương tác và biến trễ một kỳ được áp dụng trên 69 doanh nghiệp phi tài chính thuộc VN100. Kết quả cho thấy đa dạng giới không có tác động trực tiếp đến đầu tư xanh, nhưng biến tương tác với sở hữu nhà đầu tư tổ chức có ý nghĩa thống kê cao, khẳng định nhà đầu tư tổ chức đóng vai trò “chất xúc tác” kích hoạt tiềm năng của đa dạng giới. Nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng về mối quan hệ phi tuyến, tác động điều tiết của nhà đầu tư tổ chức là cơ chế nhất quán. Ngoài ra, tác động này mạnh hơn ở ngành ô nhiễm cao và vững chắc qua kiểm định với chỉ số Blau, biến trễ và FE-LPM. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng rằng hiệu quả của đa dạng giới phụ thuộc vào cấu trúc sở hữu, từ đó đề xuất hàm ý cho nhà quản trị, nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách trong thúc đẩy đầu tư xanh tại Việt Nam.

Từ khóa: Quản trị doanh nghiệp, đa dạng giới, đầu tư xanh, sở hữu của nhà đầu tư tổ chức.

Mã JEL: G34, G23, Q56, J16.

The impact of board gender diversity on green investment: The moderating role of institutional ownership in VN100 firms

Abstract:

This research investigates how board gender diversity influences green investment, and the moderating role of institutional ownership. By employing a fixed effects (FE) logit model on 69 non-financial VN100 firms, we find no direct impact of gender diversity alone. However, its interaction with institutional ownership is highly significant, suggesting that institutional investors act as a “catalyst” to unlock the potential of a diverse board. This moderating effect is consistent, with no evidence of non-linearity, and is more pronounced in high-polluting industries. The findings are robust across alternative specifications, including the use of the Blau index, lagged predictors, and the FE-Linear Probability Model. Ultimately, the study demonstrates that the impact of board diversity is context-dependent, offering crucial implications for managers, investors, and policymakers aiming to advance green investment in Vietnam.

Keywords: Corporate governance, gender diversity, green investment, institutional ownership.

JEL Codes: G34, G23, Q56, J16.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh các yếu tố Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) đã trở thành cấu phần cốt lõi trong chiến lược doanh nghiệp (Dyck & cộng sự, 2019; Chen & cộng sự, 2020), đầu tư xanh - các khoản đầu tư nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực đến môi trường - được xem là thước đo then chốt cho cam kết bền vững (García-Sánchez & cộng sự, 2023; Atif & cộng sự, 2021). Mức độ đầu tư xanh tại các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam còn khiêm tốn, chỉ khoảng 28% quan sát có công bố hoạt động đầu tư xanh (Van Tran & cộng sự, 2026), trong khi cam kết phát thải ròng bằng “0” vào năm 2050 tại COP26 đòi hỏi các doanh nghiệp đầu ngành, đặc biệt là các công ty thuộc chỉ số VN100, phải tiên phong chuyển đổi sang mô hình kinh doanh carbon thấp thông qua đầu tư xanh chiến lược.

Từ góc độ quản trị, Lý thuyết Cấp cao (Hambrick & Mason, 1984) và lý thuyết Các bên liên quan (Freeman, 1984) gợi ý rằng đa dạng giới trong hội đồng quản trị có thể là động lực quan trọng thúc đẩy hiệu suất môi trường. Sự hiện diện của các thành viên nữ được cho là làm phong phú vốn nhận thức của hội đồng quản trị, tăng cường sự nhạy cảm với rủi ro dài hạn và định hướng doanh nghiệp theo các mục tiêu bền vững (García-Sánchez & cộng sự, 2023; Habib, 2025). Tuy nhiên, các bằng chứng thực nghiệm vẫn không nhất quán: bên cạnh các kết quả tích cực, nhiều nghiên cứu không tìm thấy tác động đáng kể hoặc thậm chí phát hiện tác động tiêu cực (Kassinis & cộng sự, 2016).

Sự mâu thuẫn này gợi ý rằng tác động của đa dạng giới có thể không phải là một hiệu ứng trực tiếp và mặc nhiên, mà phụ thuộc vào các yếu tố bối cảnh. Nghiên cứu này lập luận rằng một yếu tố điều tiết then chốt nhưng thường bị bỏ qua chính là áp lực giám sát từ các nhà đầu tư tổ chức. Với nguồn lực và chuyên môn sâu về ESG, các nhà đầu tư tổ chức có khả năng gây ảnh hưởng đáng kể đến các quyết định chiến lược (Chen & cộng sự, 2020). Do đó, tiềm năng của đa dạng giới trong thúc đẩy đầu tư xanh có thể chỉ được “kích hoạt” khi có sự giám sát và khuyến khích từ nhà đầu tư tổ chức. Tại Việt Nam, vai trò điều tiết này chưa được nghiên cứu một cách hệ thống, tạo nên một khoảng trống đáng kể trong nền tảng lý thuyết thực chứng.

Để giải quyết khoảng trống này, bài báo hướng đến: (i) kiểm định tác động trực tiếp của đa dạng giới trong hội đồng quản trị lên mức độ đầu tư xanh; (ii) phân tích vai trò điều tiết của sở hữu nhà đầu tư tổ chức trong mối quan hệ trên; và (iii) đề xuất các hàm ý quản trị và chính sách. Qua đó, nghiên cứu đóng góp bằng chứng thực nghiệm mới cho cuộc tranh luận học thuật, đồng thời cung cấp góc nhìn hữu ích cho các nhà quản lý, nhà đầu tư và cơ quan hoạch định chính sách tại Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và phát triển giả thuyết

2.1. Cơ sở lý thuyết nền

Khung lý thuyết của nghiên cứu được xây dựng trên sự tích hợp ba lý thuyết nền tảng. Lý thuyết Cấp cao (Hambrick & Mason, 1984) cho rằng các quyết định của doanh nghiệp phản ánh giá trị và khuynh hướng nhận thức của đội ngũ quản lý cấp cao; theo đó, các đặc điểm nhân khẩu học như giới tính có thể ảnh hưởng đáng kể đến lựa chọn chiến lược, bao gồm các quyết định về trách nhiệm môi trường. Lý thuyết Các bên liên quan (Freeman, 1984) bổ sung rằng doanh nghiệp cần đáp ứng kỳ vọng của nhiều nhóm, không chỉ cổ đông, và đầu tư xanh là phương tiện chiến lược để quản lý các mối quan hệ này. Các nghiên cứu chỉ ra rằng nữ giám đốc thường nhạy cảm hơn với các yêu cầu từ các bên liên quan, do đó thường ủng hộ mạnh mẽ hơn các sáng kiến bền vững (García-Sánchez & cộng sự, 2020).

Tuy nhiên, việc theo đuổi đầu tư xanh có thể mâu thuẫn với áp lực tối đa hóa lợi nhuận ngắn hạn - xung đột được mô tả trong lý thuyết Người đại diện (Jensen & Meckling, 1976). Trong bối cảnh này, các nhà đầu tư tổ chức đóng vai trò là cơ chế giám sát hiệu quả: với tư cách cổ đông lớn có chuyên môn sâu, họ có khả năng và động lực giám sát ban quản lý để đảm bảo các quyết định phù hợp với lợi ích dài hạn, bao gồm đầu tư bền vững (Dyck & cộng sự, 2019). Sự giám sát từ nhà đầu tư tổ chức được kỳ vọng sẽ củng cố mối quan hệ tích cực giữa đa dạng giới trong hội đồng quản trị và đầu tư xanh.

2.2. Phát triển giả thuyết

2.2.1. Đa dạng giới trong hội đồng quản trị và đầu tư xanh

Các nghiên cứu thực nghiệm chỉ ra rằng nữ giám đốc thường quan tâm nhiều hơn đến các vấn đề đạo đức, xã hội và môi trường (Procházková & Micak, 2023), đồng thời có xu hướng ít chấp nhận rủi ro dài hạn như biến đổi khí hậu (Macko & cộng sự, 2025). Theo lý thuyết Vai trò xã hội, những đặc điểm này bắt nguồn từ các vai trò xã hội truyền thống nhấn mạnh sự chăm sóc và quan tâm đến phúc lợi chung (El Haber & Nagpal, 2024).

Trong môi trường hội đồng quản trị, sự hiện diện của nữ giám đốc có thể phá vỡ tư duy nhóm, thúc đẩy các cuộc thảo luận vượt ra ngoài chỉ số tài chính ngắn hạn, và trở thành những người ủng hộ mạnh mẽ cho đầu tư xanh (Kumar & Ravi, 2023; Van Tran & cộng sự, 2026). Với các doanh nghiệp VN100 - những công ty lớn chịu áp lực đáng kể từ công chúng về trách nhiệm môi trường - sự nhạy cảm của nữ giám đốc càng trở nên quan trọng. Từ những lập luận trên, nghiên cứu đề xuất giả thuyết sau:

H1: Đa dạng giới trong hội đồng quản trị có tác động tích cực đến mức độ đầu tư xanh của doanh nghiệp.

2.2.2. Vai trò điều tiết của sở hữu nhà đầu tư tổ chức

Bên cạnh tác động trực tiếp của đa dạng giới, hiệu quả của các quyết định chiến lược trong hội đồng quản trị còn phụ thuộc vào cấu trúc sở hữu. Các nhà đầu tư tổ chức không đồng nhất về mục tiêu: nhà đầu tư ngắn hạn ưu tiên lợi nhuận trước mắt, trong khi nhà đầu tư dài hạn như quỹ hưu trí, quỹ đầu tư bền vững quan tâm nhiều hơn đến hiệu suất ESG (Chen & cộng sự, 2020).

Nhà đầu tư tổ chức có tầm nhìn dài hạn tạo môi trường thuận lợi để hội đồng quản trị theo đuổi chiến lược đầu tư xanh, đóng vai trò là cơ chế giám sát đảm bảo các sáng kiến bền vững được thực thi (Ali & cộng sự, 2024; Guo & cộng sự, 2025). Trong bối cảnh đó, tiếng nói của nữ giám đốc - vốn có xu hướng ủng hộ các vấn đề môi trường - sẽ được phát huy, tạo động lực cộng hưởng thúc đẩy đầu tư xanh (Dyck & cộng sự, 2019; Anwar & Ardianto, 2025). Ngược lại, khi nhà đầu tư tổ chức chủ yếu là quỹ đầu cơ ngắn hạn, áp lực lợi nhuận có thể vô hiệu hóa tác động tích cực từ đa dạng giới (Meqbel & cộng sự, 2025).

Với các doanh nghiệp VN100 đang ngày càng thu hút vốn từ nhà đầu tư tổ chức quốc tế - những tổ chức mang theo tiêu chuẩn ESG khắt khe - tác động điều tiết này được kỳ vọng sẽ trở nên rõ nét. Nghiên cứu đề xuất:

H2: Sở hữu của nhà đầu tư tổ chức điều tiết tích cực mối quan hệ giữa đa dạng giới trong hội đồng quản trị và mức độ đầu tư xanh. (Cụ thể, tác động tích cực của đa dạng giới lên đầu tư xanh sẽ mạnh hơn ở các doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư tổ chức cao hơn).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu và thu thập dữ liệu

Mẫu nghiên cứu bao gồm các doanh nghiệp niêm yết trong chỉ số VN100 tính đến cuối năm 2024 - nhóm doanh nghiệp có quy mô lớn, tính thanh khoản cao và mức độ minh bạch thông tin tốt nhất trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Giai đoạn nghiên cứu kéo dài 10 năm (2015-2024), được lựa chọn vì: (i) bắt đầu sau khi Luật Doanh nghiệp 2014 có hiệu lực, tạo môi trường pháp lý ổn định; (ii) chứng kiến sự gia tăng nhận thức về ESG; và (iii) dữ liệu quản trị và báo cáo bền vững có tính sẵn có và đáng tin cậy hơn.

Quy trình sàng lọc: từ 100 công ty ban đầu, nghiên cứu loại bỏ 18 doanh nghiệp tài chính - ngân hàng - bảo hiểm do cấu trúc đặc thù; 10 doanh nghiệp thiếu dữ liệu trong ít nhất 3 năm liên tiếp; và 3 doanh nghiệp có dữ liệu bất thường. Mẫu cuối cùng gồm 69 doanh nghiệp phi tài chính với 642 quan sát công ty - năm (bảng không cân bằng). Dữ liệu được thu thập thủ công từ báo cáo tài chính đã kiểm toán, báo cáo thường niên, báo cáo phát triển bền vững và đối chiếu với cơ sở dữ liệu Vietstock. Tất cả các biến liên tục được xử lý chặn ở phân vị 1% và 99%.

3.2. Đo lường biến

Việc lựa chọn và đo lường các biến được thực hiện dựa trên tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm trước đây và sự phù hợp với bối cảnh dữ liệu tại Việt Nam. Bảng 1 tóm tắt định nghĩa, cách đo lường của tất cả các biến được sử dụng trong nghiên cứu.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Bảng 1. Mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Loại biến	Ký hiệu	Diễn giải	Cách đo lường
Biến phụ thuộc	GREEN_INVEST	Mức độ đầu tư xanh	Biến giả: 1 nếu có công bố đầu tư xanh; 0 nếu ngược lại.
Biến độc lập	BOARD_GENDER	Đa dạng giới trong hội đồng quản trị	% thành viên nữ trong hội đồng quản trị.
Biến điều tiết	INSTI_OWN	Sở hữu của nhà đầu tư tổ chức	% cổ phần do các tổ chức nắm giữ.
Biến kiểm soát	SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của tổng tài sản.
	LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ / Tổng tài sản.
	ROA	Hiệu quả hoạt động	Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản.
	AGE	Tuổi doanh nghiệp	Logarit tự nhiên của (Năm hiện tại - Năm thành lập + 1).
	INDEP_BOARD	Tỷ lệ thành viên hội đồng quản trị độc lập	% thành viên hội đồng quản trị độc lập trong hội đồng quản trị.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả.

Để kiểm định các giả thuyết đã đề ra, nghiên cứu sử dụng hai mô hình hồi quy dữ liệu bảng.

Mô hình (1) được xây dựng để kiểm định giả thuyết H1 về tác động trực tiếp của đa dạng giới trong hội đồng quản trị đến mức độ đầu tư xanh:

$$GREEN_INVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 BOARD_GENDER_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 INDEP_BOARD_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Mô hình (2) được mở rộng từ mô hình (1) bằng cách thêm biến điều tiết (INSTI_OWN) và biến tương tác (BOARD_GENDER × INSTI_OWN) để kiểm định giả thuyết H2 về vai trò điều tiết của sở hữu nhà đầu tư tổ chức:

$$GREEN_INVEST_{it} = \beta_0 + \beta_1 BOARD_GENDER_{it} + \beta_2 INSTI_OWN_{it} + \beta_3 (BOARD_GENDER_{it} \times INSTI_OWN_{it}) + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \beta_8 INDEP_BOARD_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó:

i và t lần lượt chỉ doanh nghiệp thứ i và năm thứ t .

$GREEN_INVEST_{it}$ là biến phụ thuộc của doanh nghiệp i tại năm t .

β_0 là hệ số chặn.

β_1 đến β_8 là các hệ số hồi quy cần ước lượng.

α_i đại diện cho các tác động cố định không quan sát được, không đổi theo thời gian của từng doanh nghiệp.

ε_{it} là sai số ngẫu nhiên.

3.4. Phương pháp ước lượng và kiểm định độ vững

Do biến phụ thuộc GREEN_INVEST là biến nhị phân và dữ liệu có cấu trúc bảng, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy Logit với tác động cố định (FE Logit) làm phương pháp ước lượng chính. Mô hình FE được ưu tiên vì các đặc tính doanh nghiệp gần như chắc chắn có tương quan với các biến giải thích. Sai số chuẩn mạnh được điều chỉnh theo cụm doanh nghiệp nhằm giải quyết vấn đề phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Hệ số phóng đại phương sai (VIF) được tính toán để kiểm tra đa cộng tuyến. Các kiểm định độ vững bổ sung được thực hiện nhằm đảm bảo tính hợp lệ của kết quả. Toàn bộ phân tích sử dụng phần mềm Stata 17.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2 cung cấp các thống kê mô tả cho tất cả các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 2 cho thấy GREEN_INVEST có giá trị trung bình 0,28, phản ánh 28% quan sát có công bố đầu tư xanh - cho thấy hoạt động này đang nhận được quan tâm nhưng chưa phổ biến trong nhóm doanh nghiệp đầu ngành.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa
GREEN_INVEST	642	0,280	0,450	0,000	1,000
BOARD_GENDER	642	0,175	0,092	0,000	0,429
INSTI_OWN	642	0,385	0,201	0,015	0,857
SIZE	642	29,54	1,85	26,51	33,02
LEV	642	0,521	0,203	0,102	0,884
ROA	642	0,075	0,058	-0,103	0,251
AGE	642	3,20	0,51	2,35	4,05
INDEP_BOARD	642	0,345	0,105	0,200	0,571

Nguồn: Tính toán của tác giả từ dữ liệu thu thập.

Tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị (BOARD_GENDER) trung bình đạt 17,5%, nhưng dao động lớn (0%-42,9%), phản ánh sự không đồng đều đáng kể về đa dạng giới. Sở hữu nhà đầu tư tổ chức (INSTI_OWN) chiếm trung bình 38,5% cổ phần, cũng có biên độ dao động rộng (1,5%-85,7%), khẳng định vai trò và mức độ ảnh hưởng đa dạng của nhóm cổ đông này.

Các biến kiểm soát phản ánh đặc điểm chung của doanh nghiệp VN100: quy mô lớn (SIZE trung bình 29,54), đòn bẩy tài chính vừa phải (LEV 52,1%), hiệu quả sinh lời dương (ROA 7,5%) và tỷ lệ hội đồng quản trị độc lập trung bình 34,5%.

4.2. Phân tích tương quan và kiểm tra đa cộng tuyến

Bảng 3 trình bày ma trận tương quan Pearson giữa tất cả các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu.

Bảng 3. Ma trận tương quan Pearson

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) GREEN_INVEST	1,000							
(2) BOARD_GENDER	0,189**	1,000						
(3) INSTI_OWN	0,121*	0,081	1,000					
(4) SIZE	0,354***	0,102*	0,288***	1,000				
(5) LEV	-0,065	-0,043	-0,095	0,412***	1,000			
(6) ROA	0,142**	0,057	0,160**	0,215***	-0,155**	1,000		
(7) AGE	0,023	0,015	0,112*	0,301***	0,124*	0,088	1,000	
(8) INDEP_BOARD	0,115*	0,205***	0,076	0,148**	-0,031	0,049	0,022	1,000

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

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Ma trận tương quan cho thấy mỗi tương quan dương có ý nghĩa ở mức 5% giữa BOARD_GENDER và GREEN_INVEST ($r = 0,189$), ủng hộ sơ bộ cho H1. Các biến SIZE và ROA cũng tương quan dương với đầu tư xanh. Hệ số tương quan cao nhất giữa các biến độc lập là 0,412 (SIZE-LEV), thấp hơn ngưỡng 0,7. Giá trị VIF cao nhất là 2,15 và trung bình là 1,48, đều thấp hơn nhiều so với ngưỡng 10, cho thấy đa cộng tuyến không phải là vấn đề nghiêm trọng.

4.3. Kết quả hồi quy chính

Để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy Logit với tác động cố định (Fixed Effects Logit). Bảng 4 trình bày kết quả ước lượng từ các mô hình lồng nhau. Mô hình (1) chỉ bao gồm các biến kiểm soát. Mô hình (2) thêm biến độc lập BOARD_GENDER để kiểm định H1. Mô hình (3) bổ sung biến điều tiết INSTI_OWN. Cuối cùng, mô hình (4) đưa vào biến tương tác BOARD_GENDER \times INSTI_OWN để kiểm định H2.

Kết quả ở Cột (2) cho thấy hệ số của BOARD_GENDER là dương (0,851) nhưng không có ý nghĩa thống kê ($p > 0,1$), không cung cấp bằng chứng đủ mạnh để ủng hộ H1. Điều này ngụ ý rằng việc chi gia tăng tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị không mặc nhiên dẫn đến quyết định đầu tư xanh.

Kết quả quan trọng nhất ở Cột (4): hệ số biến tương tác BOARD_GENDER \times INSTI_OWN dương và có ý nghĩa thống kê cao ($\beta = 2,890$, $p < 0,01$), ủng hộ mạnh mẽ H2. Bản thân đa dạng giới không đủ tạo ra tác

Bảng 4. Tác động của Đa dạng giới và Sở hữu tổ chức đến Đầu tư xanh (Mô hình FE Logit)

Biến phụ thuộc	(1)	(2)	(3)	(4)
	GREEN INVEST	GREEN INVEST	GREEN INVEST	GREEN INVEST
BOARD_GENDER		0,851 (0,723)	0,613 (0,745)	-0,754 (0,881)
INSTI_OWN			1,252** (0,598)	0,983* (0,591)
BOARD_GENDER × INSTI_OWN				2,890*** (0,952)
SIZE	0,452*** (0,131)	0,448*** (0,133)	0,415*** (0,138)	0,401*** (0,140)
LEV	-0,214 (0,355)	-0,205 (0,357)	-0,231 (0,360)	-0,245 (0,362)
ROA	1,522** (0,680)	1,501** (0,684)	1,435** (0,695)	1,418** (0,701)
AGE	0,093 (0,152)	0,088 (0,153)	0,075 (0,155)	0,069 (0,156)
INDEP_BOARD	0,654* (0,381)	0,610 (0,395)	0,588 (0,401)	0,552 (0,418)
Số quan sát	642	642	642	642
Số doanh nghiệp	69	69	69	69
Wald chi2	35,81***	37,19***	41,65***	50,24***

Ghi chú: Sai số chuẩn mạnh theo cụm doanh nghiệp được trình bày trong ngoặc đơn.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

động có ý nghĩa, nhưng khi có sự giám sát của nhà đầu tư tổ chức ở mức độ cao, đa dạng giới bắt đầu phát huy tác dụng. Nhà đầu tư tổ chức đóng vai trò “chất xúc tác”, tạo môi trường thuận lợi để những quan điểm

Bảng 5. Các kiểm định độ vững

Biến phụ thuộc	(1)	(2)	(3)
	GREEN INVEST	GREEN INVEST	GREEN INVEST
BLAU_GENDER	1,531 (1,145)		
BLAU_GENDER × INSTI_OWN	4,512** (2,088)		
BOARD_GENDER		-0,650 (0,910)	0,150 (0,145)
BOARD_GENDER × INSTI_OWN		2,755*** (0,981)	0,872** (0,398)
INSTI_OWN	1,015* (0,602)	0,924* (0,553)	0,295* (0,171)
Các biến kiểm soát	Có	Có	Có
Số quan sát	642	573	642
Số doanh nghiệp	69	69	69
Mô hình	FE Logit	FE Logit	FE-LPM
Wald chi2 / F-statistic	48,72***	45,91***	12,33***

Ghi chú: Các biến kiểm soát (SIZE, LEV, ROA, AGE, INDEP_BOARD) được đưa vào tất cả các mô hình nhưng không được trình bày để tiết kiệm không gian. Cột (1) sử dụng chỉ số đa dạng Blau (BLAU_GENDER) thay cho tỷ lệ nữ trong hội đồng quản trị. Cột (2) sử dụng các giá trị trễ một kỳ của biến độc lập và biến điều tiết. Số quan sát giảm do mất dữ liệu năm đầu tiên cho mỗi doanh nghiệp. Cột (3) sử dụng Mô hình xác suất tuyến tính với tác động cố định (FE-LPM).

Nguồn: Tính toán của tác giả.

ủng hộ đầu tư xanh của các thành viên nữ được chuyển hóa thành hành động cụ thể.

4.4. Các kiểm định độ vững

Để đảm bảo tính vững chắc của kết quả nghiên cứu, tác giả thực hiện một số kiểm định độ vững. Bảng 5 tổng hợp kết quả của ba kiểm định độ vững chính.

Cột (1) thay thế BOARD_GENDER bằng chỉ số Blau (BLAU_GENDER) để kiểm tra tính nhạy cảm với cách đo lường. Kết quả cho thấy BLAU_GENDER không có ý nghĩa thống kê, nhưng biến tương tác $BLAU_GENDER \times INSTI_OWN$ vẫn dương (4,512) và có ý nghĩa ở mức 5%, khẳng định vai trò điều tiết của nhà đầu tư tổ chức không phụ thuộc vào thước đo đa dạng giới cụ thể.

Cột (2) sử dụng biến trễ một kỳ cho BOARD_GENDER và INSTI_OWN nhằm giảm thiểu vấn đề nội sinh do quan hệ nhân quả ngược. Hệ số biến tương tác vẫn dương (2,755) và có ý nghĩa ở mức 1%, củng cố diễn giải nhân quả rằng cấu trúc quản trị có trước ảnh hưởng đến quyết định đầu tư xanh sau đó.

Cột (3) ước lượng lại bằng Mô hình xác suất tuyến tính với tác động cố định (FE-LPM), không yêu cầu giả định phân phối. Hệ số biến tương tác vẫn dương (0,872) và có ý nghĩa ở mức 5%. Sự nhất quán giữa các phương pháp cho thấy kết quả có độ tin cậy cao.

4.5. Phân tích bổ sung

Ngoài các kiểm định chính, nghiên cứu thực hiện kiểm tra khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến và xem xét sự khác biệt của tác động giữa các nhóm ngành có đặc thù môi trường khác nhau. Kết quả được trình bày trong Bảng 6.

Bảng 6. Mối quan hệ phi tuyến và tác động theo nhóm ngành

Biến phụ thuộc	(1)	(2)	(3)
	GREEN INVEST Toàn mẫu	GREEN INVEST Ngành ô nhiễm cao	GREEN INVEST Ngành ô nhiễm thấp
BOARD_GENDER	-0,915 (0,933)	-1,104 (1,150)	-0,521 (1,214)
BOARD_GENDER ²	1,358 (2,641)		
INSTI_OWN	0,991* (0,595)	1,854** (0,812)	0,733 (0,765)
BOARD_GENDER × INSTI_OWN	2,915***	4,151***	1,047
	(0,960)	(1,325)	(1,503)
Các biến kiểm soát	Có	Có	Có
Số quan sát	642	258	384
Số doanh nghiệp	69	28	41
Wald chi2	51,05***	38,66***	29,17***

Ghi chú: Tất cả các mô hình đều sử dụng phương pháp FE Logit và bao gồm đầy đủ các biến kiểm soát. Cột (1) kiểm tra mối quan hệ phi tuyến trên toàn mẫu bằng cách thêm biến bình phương của đa dạng giới (BOARD_GENDER²). Cột (2) và (3) trình bày kết quả hồi quy cho hai mẫu con: các doanh nghiệp thuộc ngành ô nhiễm cao và các doanh nghiệp thuộc ngành ô nhiễm thấp.

Nguồn: Tính toán của tác giả.

Để kiểm tra khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến, nghiên cứu thêm biến BOARD_GENDER² vào mô hình. Kết quả ở Cột (1) cho thấy hệ số này dương nhưng không có ý nghĩa thống kê, trong khi biến tương tác BOARD_GENDER × INSTI_OWN vẫn giữ dấu dương và ý nghĩa cao. Không có bằng chứng về mối quan hệ dạng chữ U hay U ngược; tác động điều tiết của nhà đầu tư tổ chức là cơ chế nhất quán.

Phân tích theo nhóm ngành cho thấy sự khác biệt rõ rệt. Ở nhóm ngành ô nhiễm cao (Cột 2), hệ số biến tương tác có ý nghĩa ở mức 1% với độ lớn cao hơn đáng kể (4,151) so với toàn mẫu. Ngược lại, ở nhóm ngành ô nhiễm thấp (Cột 3), hệ số này không có ý nghĩa thống kê, cho thấy cơ chế tương tác phụ thuộc mạnh

vào đặc thù ngành.

5. Thảo luận

5.1. Diễn giải kết quả chính

Phát hiện trung tâm của nghiên cứu là: tác động trực tiếp của đa dạng giới lên đầu tư xanh không có ý nghĩa thống kê (bác bỏ H1), nhưng trở nên tích cực và mạnh hơn dưới sự điều tiết của sở hữu nhà đầu tư tổ chức (ủng hộ H2).

Việc bác bỏ H1 cho thấy, dù lý thuyết Cấp cao và lý thuyết Các bên liên quan gợi ý rằng nữ giám đốc sẽ trực tiếp thúc đẩy các quyết sách môi trường, đây không phải là hệ quả tất yếu. Kết quả này đồng thuận với Kassinis & cộng sự (2016) và có thể được lý giải bởi bối cảnh thị trường Việt Nam: áp lực lợi nhuận ngắn hạn còn lớn, văn hóa doanh nghiệp truyền thống và cấu trúc quyền lực hiện hữu có thể khiến tiếng nói của thành viên nữ chưa đủ trọng lượng để định hình lại ưu tiên chiến lược vốn kém như đầu tư xanh. Sự hiện diện của họ có thể mang tính biểu tượng hơn thực chất, khiến các giá trị của họ chưa phản ánh trực tiếp vào kết quả tổ chức.

Phát hiện về vai trò điều tiết của nhà đầu tư tổ chức (ủng hộ H2) là sự khẳng định và mở rộng lý thuyết Người đại diện. Đa dạng giới không phải yếu tố độc lập mà là tiềm năng chỉ được “kích hoạt” khi có cơ chế giám sát hiệu quả. Nhà đầu tư tổ chức đã tạo ra “môi trường thể chế” thuận lợi, nơi các đề xuất đầu tư xanh từ nữ giám đốc không còn bị xem là chi phí thuần túy mà được nhìn nhận như khoản đầu tư vào quản trị rủi ro và giá trị bền vững. Sự đồng thuận giữa áp lực giám sát bên ngoài (Nhà đầu tư tổ chức) và sự ủng hộ bên trong (nữ giám đốc) tạo ra lực đẩy cộng hưởng vượt qua sức ỳ tài chính ngắn hạn.

5.2. Sự khác biệt theo ngành và đóng góp của nghiên cứu

Kết quả của nghiên cứu cũng cho thấy, tác động điều tiết thể hiện mạnh nhất ở ngành ô nhiễm cao nhưng không có ý nghĩa ở ngành ô nhiễm thấp. Trong các ngành “nóng” về môi trường, rủi ro pháp lý, danh tiếng và áp lực cộng đồng rất cấp bách. Với nhà đầu tư tổ chức, thúc đẩy đầu tư xanh ở những công ty này là chiến lược quản trị rủi ro tài chính trực tiếp - không đầu tư hôm nay có thể dẫn đến những khoản phạt nặng, bị tẩy chay hoặc đình chỉ hoạt động ngày mai. Sự nhạy cảm rủi ro của nữ giám đốc và tầm nhìn dài hạn của nhà đầu tư tổ chức tìm được điểm giao thoa, tạo động lực mạnh mẽ để hành động. Ngược lại, ở ngành dịch vụ hay công nghệ, áp lực môi trường thấp hơn khiến cơ chế này không được kích hoạt mạnh.

Về đóng góp học thuật, nghiên cứu góp phần giải quyết sự mâu thuẫn trong các công trình trước: thay vì kết luận đa dạng giới có tác động tích cực (García-Sánchez & cộng sự, 2023; Atif & cộng sự, 2021), tiêu cực hay không tồn tại (Kassinis & cộng sự, 2016), nghiên cứu cho thấy câu trả lời là “còn tùy thuộc” vào cấu trúc giám sát. Bằng cách tích hợp ba lý thuyết nền và kiểm định mô hình tương tác, bài báo làm phong phú hiểu biết về điều kiện biên mà dưới đó đa dạng giới thực sự phát huy hiệu quả. Về đóng góp thực tiễn, đây là một trong những nghiên cứu tiên phong tại Việt Nam cung cấp bằng chứng định lượng về “khoảng trống tương tác” giữa cấu trúc hội đồng quản trị và cấu trúc sở hữu trong thúc đẩy đầu tư xanh, đồng thời chỉ ra rằng tác động này có đặc thù ngành rõ rệt - phát hiện có giá trị thiết kế chính sách phân loại theo ngành.

6. Kết luận và hàm ý

6.1. Kết luận

Nghiên cứu này chứng minh rằng tác động của đa dạng giới trong hội đồng quản trị đến đầu tư xanh của doanh nghiệp không phải là một tác động trực tiếp, mà phụ thuộc một cách có điều kiện vào cấu trúc sở hữu của doanh nghiệp. Nghiên cứu không tìm thấy bằng chứng thống kê cho thấy việc chỉ đơn thuần gia tăng tỷ lệ nữ giám đốc sẽ tự động dẫn đến các quyết định đầu tư xanh lớn hơn. Tuy nhiên, phát hiện cốt lõi của nghiên cứu đã cho thấy một hiệu ứng cộng hưởng mạnh mẽ: đa dạng giới chỉ trở thành một động lực quan trọng thúc đẩy đầu tư xanh khi được kết hợp với tỷ lệ sở hữu cao của các nhà đầu tư tổ chức. Các nhà đầu tư tổ chức đóng vai trò như một chất xúc tác quan trọng, tạo ra một môi trường quản trị nơi các khuynh hướng ủng hộ môi trường và nhạy cảm với rủi ro dài hạn của các nữ giám đốc có thể được chuyển hóa thành hành động hữu hình của doanh nghiệp. Kết quả này vẫn vững chắc sau hàng loạt các kiểm định, bao gồm việc sử

dụng thước đo đa dạng thay thế, mô hình biến trễ để giảm thiểu vấn đề nội sinh và phân tích sâu theo đặc thù ngành. Do đó, nghiên cứu này đã làm rõ một điều kiện biên quan trọng, chuyển cuộc tranh luận học thuật từ câu hỏi *liệu* đa dạng giới có quan trọng hay không, sang câu hỏi *khi nào* và *làm thế nào* nó thực sự tạo ra tác động đối với các kết quả bền vững của doanh nghiệp.

6.2. Hàm ý thực tiễn

Đối với các nhà quản trị doanh nghiệp và hội đồng quản trị: Phát hiện này nhấn mạnh rằng các sáng kiến về đa dạng giới phải được đi kèm với việc chủ động tương tác và xây dựng quan hệ với các cổ đông tổ chức có tầm nhìn dài hạn. Thay vì xem đa dạng giới như một mục tiêu tuân thủ đơn thuần, các hội đồng quản trị nên tận dụng sự hiện diện của các thành viên nữ như những người ủng hộ nội bộ cho các chiến lược bền vững, đặc biệt khi tìm kiếm sự hậu thuẫn từ các nhà đầu tư tập trung vào ESG.

Đối với các nhà đầu tư tổ chức: Nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho một chiến lược gia tăng giá trị: việc tích cực giám sát và hợp tác với các công ty trong danh mục đầu tư có hội đồng quản trị đa dạng có thể thúc đẩy hiệu quả quá trình chuyển đổi sang các hoạt động kinh doanh xanh hơn. Vai trò giám sát của họ không chỉ là thụ động, mà là một yếu tố then chốt để kích hoạt tiềm năng quản trị và tạo ra giá trị bền vững.

Đối với các nhà hoạch định chính sách: Kết quả cho thấy các chính sách chỉ nhằm thúc đẩy đa dạng giới trên hội đồng quản trị, chẳng hạn như quy định về tỷ lệ hay yêu cầu công bố thông tin, có thể sẽ không đủ để tạo ra tác động. Để đạt hiệu quả, các quy định này cần được song hành với các biện pháp giúp củng cố quyền của cổ đông và khuyến khích một môi trường đầu tư có sự tham gia tích cực, lâu dài từ các tổ chức, qua đó tạo ra một hệ sinh thái quản trị thuận lợi cho phát triển bền vững.

Tài liệu tham khảo

- Ali, R., García-Sánchez, I.M., Aibar-Guzmán, B. & Rehman, R. U. (2024). Is biodiversity disclosure emerging as a key topic on the agenda of institutional investors?. *Business Strategy and the Environment*, 33(3), 2116-2142. <https://doi.org/10.1002/bse.3587>
- Anwar, S. & Ardianto, A. (2025). Leadership networks, gender-inclusive boards, and corporate environmental transparency: The influence of CEO social capital in Indonesian firms. *Business Strategy & Development*, 8(3), e70212. <https://doi.org/10.1002/bsd2.70212>
- Atif, M., Hossain, M., Alam, M.S. & Goergen, M. (2021). Does board gender diversity affect renewable energy consumption?. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101665. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101665>
- Chen, T., Dong, H. & Lin, C. (2020). Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 135(2), 483-504. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.007>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- El Haber, N. & Nagpal, S. (2024). The role of managerial hierarchy in the moral reasoning of local government managers. *Australian Journal of Public Administration*, 83(4), 565-583. <https://doi.org/10.1111/1467-8500.12633>
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- García-Sánchez, I.M., Monteiro, S., Piñeiro-Chousa, J.R. & Aibar-Guzmán, B. (2023). Climate change innovation: Does board gender diversity matter?. *Journal of Innovation & Knowledge*, 8(3), 100372. <https://doi.org/10.1016/j.jik.2023.100372>
- García-Sánchez, I.M., Oliveira, M.C. & Martínez-Ferrero, J. (2020). Female directors and gender issues reporting: The impact of stakeholder engagement at country level. *Corporate Social Responsibility and Environmental*

Management, 27(1), 369-382. <https://doi.org/10.1002/csr.1811>

- Guo, P., Liu, Y., Yu, J. & Chen, Y. (2025). Female CEOs and green innovation in family firms: Promoting or inhibiting?. *Business Strategy and the Environment*, 34(7), 9059-9080. <https://doi.org/10.1002/bse.70060>
- Habib, J. (2025). Climate change risk and corporate risk-taking: Do board gender diversity and environment, social and governance performance matter?. *International Journal of Climate Change Strategies and Management*, 17(1), 938-962. <https://doi.org/10.1108/IJCCSM-01-2025-0016>
- Hambrick, D.C. & Mason, P.A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277628>
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kassinis, G., Panayiotou, A., Dimou, A. & Katsifaraki, G. (2016). Gender and environmental sustainability: A longitudinal analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(6), 399-412. <https://doi.org/10.1002/csr.1386>
- Kumar, S. & Ravi, R. (2023). Earnings management: Are men from Mars and women from Venus?. *Managerial Finance*, 49(6), 1017-1035. <https://doi.org/10.1108/mf-04-2022-0154>
- Macko, A., Kubińska, E., Wyrobek, J. & Faryj, Ł. (2025). The Lehman sister's hypothesis: Gender differences in risk-taking and insights from the 2008 Polish currency options crisis. *Krakow Review of Economics and Management*, 3(1009), 75-98. <https://doi.org/10.15678/krem.16700>
- Meqbel, R., Dwekat, A. & Mardawi, Z. (2025). *Ownership structure and sustainability: Insights into SDG disclosures in European firms* [Preprint]. Research Square. <https://doi.org/10.21203/rs.3.rs-5907095/v1>
- Prochazkova, K. & Micak, P. (2023). CEO gender and its effect on corporate social responsibility and the perception of business ethics. *Economic & Managerial Spectrum*, 17(1), 29-38. <https://doi.org/10.26552/ems.2023.1.29-38>
- Van Tran, H., Nguyen, H., Hoang, Y.V.T., Lan, V.P.H. & Pham, H.H. (2026). Green investment and firm value in the real estate and construction Sector: The role of auditor industry specialization in Vietnam. *Economics*, 14(1). <https://doi.org/10.2478/coik-2026-0017>

***Tác giả liên hệ: Phạm Huy Hùng. Email: phung.kt@hunre.edu.vn**