
ẢNH HƯỞNG KHÁC BIỆT CỦA CÁC MỨC ĐỘ SỞ HỮU TRỰC TIẾP NHÀ NƯỚC ĐẾN MỐI QUAN HỆ ESG VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH: BẰNG CHỨNG TỪ DOANH NGHIỆP XÂY DỰNG NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Trần Thị Hồng

Trường Đại học Thủy lợi

Email: hongtt@thlu.edu.vn

Mã bài báo: JED-3121

Ngày nhận: 07/05/2026

Ngày nhận bản sửa: 14/06/2026, 24/06/2026, 02/07/2026, 09/07/2026

Ngày duyệt đăng: 13/07/2026

DOI: 10.33301/JED.VI.3121

Tóm tắt:

Nghiên cứu xem xét ảnh hưởng khác biệt của các mức độ sở hữu của nhà nước và cách sử dụng biến sở hữu nhà nước đến việc nhận diện mối quan hệ phi tuyến giữa thực hành ESG và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam. Sử dụng dữ liệu của 119 doanh nghiệp giai đoạn 2015- 2024, nghiên cứu áp dụng mô hình dữ liệu bảng hiệu ứng cố định với sai số chuẩn vững Driscoll-Kraay. Sở hữu nhà nước được đo lường theo hai cách: tỷ lệ sở hữu liên tục và phân nhóm theo ngưỡng sở hữu. Kết quả cho thấy mô hình dạng liên tục không phát hiện tác động phi tuyến hay vai trò điều tiết có ý nghĩa thống kê. Tuy nhiên, biến phân nhóm xuất hiện dấu hiệu điều tiết tại một số ngưỡng sở hữu. Nhóm sở hữu thấp cho thấy xu hướng quan hệ ESG và hiệu quả tài chính thiên về dạng chữ U ngược, trong khi nhóm sở hữu cao hơn gợi ý sự thay đổi về hình thái phi tuyến. Kết quả hàm ý rằng cách tiếp cận theo ngưỡng có thể phản ánh rõ hơn các trạng thái kiểm soát mang tính thể chế của Nhà nước.

Từ khóa: CFP, ngành xây dựng, ESG, điều tiết, sở hữu nhà nước.

Mã JEL: G32, M14, C23, Q56.

The impact of different levels of direct state ownership on the ESG - financial performance relationship: Evidence from listed construction firms in Vietnam

Abstract:

This study examines whether different levels of direct state ownership influence the nonlinear relationship between ESG practices and financial performance among listed construction firms in Vietnam. Using panel data from 119 firms during 2015-2024, the study employs fixed-effects models with Driscoll-Kraay robust standard errors. State ownership is measured using both continuous ownership ratios and ownership-threshold groups. The continuous model shows no significant nonlinear or moderating effects, whereas threshold groups suggest moderation at certain ownership levels. Lower ownership tends toward an inverted U-shaped ESG-financial performance relationship, while higher ownership shows weaker nonlinear patterns, indicating that threshold-based measures better capture institutional state control effects.

Keywords: CFP, construction industry, ESG, moderating effect, state ownership.

JEL code: G32, M14, C23, Q56.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh phát triển bền vững trở thành xu hướng chủ đạo của nền kinh tế toàn cầu, các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị (ESG) ngày càng được xem là một cấu phần quan trọng trong chiến lược phát triển doanh nghiệp. Nhiều nghiên cứu cho thấy ESG có thể cải thiện hiệu quả tài chính, giảm chi phí vốn và gia tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả tài chính (CFP) vẫn chưa đạt được sự đồng thuận, đặc biệt tại các thị trường đang phát triển.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về ESG còn hạn chế và chủ yếu tập trung vào lĩnh vực tài chính ngân hàng hoặc doanh nghiệp quy mô lớn. Trong khi đó ngành có cường độ tác động ESG cao như xây lắp lại chưa được khai thác đầy đủ trong mối quan hệ ESG-CFP. Đồng thời, kết quả thực nghiệm hiện có cũng cho thấy sự không nhất quán, đặt ra yêu cầu cần tiếp cận sâu hơn không chỉ về bối cảnh ngành mà còn về cách sử dụng biến trong mô hình nghiên cứu.

Một hướng tiếp cận quan trọng là xem xét vai trò của sở hữu nhà nước. Trong các nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam, doanh nghiệp có vốn nhà nước thường theo đuổi đồng thời mục tiêu kinh tế và xã hội, qua đó có thể làm thay đổi cách thức ESG được triển khai và chuyển hóa thành hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu đo lường sở hữu nhà nước dưới dạng tỷ lệ liên tục, ngầm giả định rằng tác động của yếu tố này là tuyến tính. Giả định này có thể chưa phản ánh đúng bản chất kinh tế của sở hữu nhà nước, khi quyền kiểm soát thường thay đổi theo các ngưỡng quan trọng thay vì tăng đều theo tỷ lệ nắm giữ. Do đó, việc sử dụng biến sở hữu nhà nước dưới dạng liên tục có thể làm giảm các hiệu ứng kinh tế, trong khi cách tiếp cận phân nhóm theo ngưỡng có khả năng phản ánh tốt hơn các trạng thái kiểm soát khác nhau. Ngoài ra, chưa nhiều nghiên cứu làm rõ sự khác biệt giữa sở hữu nhà nước trực tiếp và gián tiếp. Khác với sở hữu gián tiếp thông qua các pháp nhân trung gian, sở hữu trực tiếp phản ánh rõ nét hơn mức độ tham gia của Nhà nước vào quản trị doanh nghiệp và hạn chế sai lệch khi ra quyết định.

Từ các lập luận trên, nghiên cứu đặt ra câu hỏi liệu cách sử dụng biến sở hữu nhà nước có làm thay đổi kết luận về mối quan hệ ESG-CFP hay không. Trên cơ sở đó, nghiên cứu so sánh hai dạng (dạng % liên tục và dạng phân nhóm) trong cùng một khuôn khổ phân tích.

Nghiên cứu đóng góp trên hai phương diện. Thứ nhất, nghiên cứu bổ sung bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ phi tuyến ESG-CFP trong ngành xây dựng tại Việt Nam, là lĩnh vực có cường độ ESG cao nhưng còn ít được khai thác trong các nghiên cứu trước. Thứ hai, về mặt phương pháp luận, nghiên cứu cho thấy cách sử dụng biến sở hữu nhà nước có thể ảnh hưởng đáng kể đến kết luận về vai trò điều tiết trong mô hình ESG-CFP. Điều này hàm ý rằng tác động của sở hữu nhà nước có thể mang tính ngưỡng thay vì vận động tuyến tính theo tỷ lệ nắm giữ. Qua đó, nghiên cứu nhấn mạnh tầm quan trọng của lựa chọn biến trong các nghiên cứu thực nghiệm.

2. Tổng quan nghiên cứu

2.1. Nghiên cứu mối quan hệ phi tuyến giữa ESG và hiệu quả tài chính

Nhiều nghiên cứu gần đây cho thấy mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả tài chính có thể không diễn ra theo dạng tuyến tính đơn giản. Ở mức độ thấp đến trung bình, thực hành ESG có thể giúp doanh nghiệp cải thiện uy tín, giảm bất cân xứng thông tin, nâng cao khả năng tiếp cận vốn và củng cố niềm tin của các bên liên quan. Tuy nhiên, khi mức độ đầu tư ESG vượt quá một ngưỡng nhất định, chi phí tuân thủ, triển khai và quản trị có thể gia tăng nhanh hơn lợi ích thu được, làm giảm hiệu quả tài chính. Cơ chế này hàm ý khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa ESG và CFP.

Các nghiên cứu thực nghiệm quốc tế đã cung cấp bằng chứng cho lập luận này. Pu (2023) cho thấy mối quan hệ ESG-CFP có dạng chữ U ngược, trong đó ESG cải thiện hiệu quả tài chính ở mức thấp đến trung bình nhưng làm suy giảm hiệu quả khi vượt ngưỡng tối ưu. Teng & cộng sự (2022) phát hiện hiệu ứng “too much of a good thing”, cho thấy lợi ích biên của ESG giảm dần khi mức độ ESG gia tăng. Bagh & cộng sự (2024) ghi nhận mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa ESG và tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp. Trong khi đó, Wang & Sonenshine (2025) cho thấy ESG có quan hệ phi tuyến với kết quả trên thị

trường chứng khoán, được đo lường thông qua lợi suất vượt trội và tỷ suất sinh lợi điều chỉnh theo rủi ro.

Tại Việt Nam, bằng chứng về tác động phi tuyến của ESG đến hiệu quả kinh tế, tài chính còn hạn chế, chủ yếu tập trung trong lĩnh vực ngân hàng. Nguyễn Minh Phương & cộng sự (2024) ghi nhận mối quan hệ phi tuyến giữa công bố ESG và khả năng sinh lời của ngân hàng, Đỗ Thị Mộng Thường & cộng sự (2025) cũng cho thấy dấu hiệu phi tuyến khi phân tích mối liên hệ giữa phát triển bền vững và ổn định tài chính của các ngân hàng châu Á. Tuy nhiên, các bằng chứng hiện có chủ yếu tập trung vào lĩnh vực tài chính ngân hàng, trong khi nghiên cứu về mối quan hệ phi tuyến giữa ESG-CFP tại ngành có cường độ ESG cao như xây dựng vẫn còn khiêm tốn.

Từ các lập luận trên, nghiên cứu kỳ vọng rằng ESG có thể cải thiện hiệu quả tài chính trong giai đoạn đầu, nhưng tác động tích cực này có thể suy giảm khi mức độ ESG vượt quá ngưỡng phù hợp với năng lực nguồn lực của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết:

H1: Thực hành ESG có mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

2.2. Nghiên cứu về vai trò của sở hữu nhà nước

Sở hữu nhà nước được xem là một trong những yếu tố có thể điều tiết mối quan hệ giữa thực hành ESG-CFP. Theo lý thuyết đại diện và lý thuyết các bên liên quan, sự hiện diện của Nhà nước trong cơ cấu sở hữu có thể ảnh hưởng đến mục tiêu, động cơ và cơ chế giám sát doanh nghiệp, từ đó tác động đến cách thức triển khai các hoạt động ESG cũng như khả năng chuyển hóa các hoạt động này thành kết quả tài chính. Đối với doanh nghiệp có vốn nhà nước cao, các khoản đầu tư ESG thường được nhìn nhận như một phần của định hướng phát triển dài hạn hơn là áp lực lợi nhuận ngắn hạn. Do đó, phản ứng của hiệu quả tài chính trước thay đổi trong thực hành ESG có xu hướng yếu hơn, qua đó làm suy giảm độ cong của mối quan hệ phi tuyến ESG-CFP.

Al-Amosh & Khatib (2021) cho thấy sở hữu nhà nước có tác động tích cực đến mức độ công bố ESG tại các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết ở Jordan. Ngược lại, Fuadah & cộng sự (2022) không tìm thấy bằng chứng về ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê của sở hữu nhà nước đối với công bố ESG tại các doanh nghiệp niêm yết tại Indonesia. Các bằng chứng thực nghiệm chưa thống nhất này cho thấy vai trò của sở hữu nhà nước đối với ESG có thể phụ thuộc vào bối cảnh thể chế, cơ chế quản trị doanh nghiệp và đặc điểm của từng thị trường.

Gần đây, nghiên cứu của Zhang (2025) chỉ ra ESG có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp Trung Quốc và kết quả này tồn tại ở cả doanh nghiệp nhà nước và doanh nghiệp ngoài nhà nước. Febrianti & cộng sự (2025) phát hiện tác động của ESG đến giá trị doanh nghiệp có sự khác biệt theo loại hình sở hữu, trong đó tác động của thành phần môi trường là tích cực đối với doanh nghiệp ngoài nhà nước nhưng lại mang dấu âm đối với doanh nghiệp nhà nước. Những bằng chứng này cho thấy đặc điểm sở hữu nhà nước có thể làm thay đổi mức độ chuyển hóa các hoạt động ESG thành kết quả tài chính.

Mặc dù đều sử dụng yếu tố sở hữu nhà nước, các nghiên cứu trước hoặc phân loại doanh nghiệp thành doanh nghiệp nhà nước và ngoài nhà nước (theo luật nước sở tại) hoặc sử dụng biến sở hữu nhà nước mà chưa đề cập rõ cách đo lường biến sở hữu nhà nước là trực tiếp hay gián tiếp.

Như vậy, phần lớn các nghiên cứu hiện nay mới tập trung vào (i) tác động của sở hữu nhà nước đối với ESG hoặc (ii) sự khác biệt trong tác động của ESG giữa doanh nghiệp nhà nước, ngoài nhà nước trong mô hình tuyến tính. Các nghiên cứu kiểm định vai trò điều tiết của sở hữu nhà nước trực tiếp trong mối quan hệ phi tuyến giữa ESG-CFP vẫn còn hạn chế, đặc biệt trong bối cảnh ngành có cường độ ESG cao như xây dựng.

Bên cạnh đó, một hạn chế quan trọng trong các nghiên cứu hiện tại nằm ở cách sử dụng biến sở hữu nhà nước. Phần lớn các nghiên cứu đo lường sở hữu nhà nước dưới dạng tỷ lệ liên tục, ngầm giả định rằng tác động của yếu tố này thay đổi tuyến tính theo mức nắm giữ. Tuy nhiên, trên thực tế, quyền kiểm soát và mức độ chi phối của Nhà nước thường thay đổi theo các ngưỡng sở hữu nhất định. Do đó, cách tiếp cận phân nhóm theo ngưỡng có thể phản ánh rõ hơn các trạng thái kiểm soát khác nhau và giúp nhận diện tốt hơn vai

trò điều tiết của sở hữu nhà nước trong mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả tài chính. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất các giả thuyết:

H2: Mức độ sở hữu nhà nước có thể làm suy giảm độ cong của mối quan hệ phi tuyến giữa thực hành ESG và hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

H3: Vai trò điều tiết của sở hữu nhà nước có khác biệt tùy theo cách đo lường sở hữu nhà nước dưới dạng liên tục hoặc phân nhóm.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ 119 doanh nghiệp xây lắp niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2015-2024. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo thường niên, báo cáo phát triển bền vững và các nguồn dữ liệu tài chính như FiinPro, Bloomberg và CafeF.

Dữ liệu tài chính được sử dụng để tính toán các chỉ tiêu như ROA, Tobin's Q, cấu trúc sở hữu, quy mô doanh nghiệp và đòn bẩy tài chính. Dữ liệu về thực hành ESG được thu thập từ thông tin công bố của doanh nghiệp qua báo cáo thường niên, báo cáo bền vững và được xử lý theo phương pháp phân tích nội dung sử dụng trọng số theo SASB.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Để so sánh ảnh hưởng của hai cách sử dụng biến sở hữu Nhà nước, nghiên cứu xây dựng hai mô hình hồi quy riêng biệt. Mô hình 1 sử dụng biến liên tục OWN_PCT trong khi mô hình 2 thay thế bằng biến phân loại OWN_GROUP. Cụ thể như sau:

Mô hình 1: $CFP_{it} = \alpha + \beta_1 * ESG_{it} + \beta_2 * ESG_{it}^2 + \beta_3 * OWN_PCT_{it} + \beta_4(ESG_{it} * OWN_PCT_{it}) + \beta_5(ESG_{it}^2 * OWN_PCT_{it}) + \beta_6 * LEV_{it} + \beta_7 * SIZE_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$

Mô hình 2: $CFP_{it} = \alpha + \beta_1 * ESG_{it} + \beta_2 * ESG_{it}^2 + \beta_3 * OWN_GROUP_{it} + \beta_4(ESG_{it} * OWN_GROUP_{it}) + \beta_5(ESG_{it}^2 * OWN_GROUP_{it}) + \beta_6 * LEV_{it} + \beta_7 * SIZE_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$

CFP_{it} : hiệu quả tài chính (ROA hoặc Tobin's Q) của công ty i tại năm t

ESG_{it} : Mức độ thực hành ESG

OWN_PCT_{it} : sở hữu nhà nước trực tiếp dạng % liên tục

OWN_GROUP : sở hữu nhà nước dạng ngưỡng

$ESG \times OWN$, $ESG^2 \times OWN$: các biến tương tác kiểm định vai trò điều tiết

LEV_{it} , $SIZE_{it}$: biến kiểm soát

μ_i : hiệu ứng công ty cố định

λ_t : hiệu ứng năm

ε_{it} : sai số ngẫu nhiên.

3.3. Đo lường biến

3.3.1. Đo lường biến phụ thuộc: Hiệu quả tài chính doanh nghiệp

(1) Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA)

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản bình quân}}$$

(2) Giá trị doanh nghiệp theo Tobin's Q

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị thị trường CP} + \text{Giá trị sổ sách nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

3.3.2. Đo lường biến độc lập: Thực hành ESG

Thực hành ESG được đo lường thông qua phương pháp phân tích nội dung dựa trên các thông tin ESG do doanh nghiệp công bố trong báo cáo thường niên và báo cáo phát triển bền vững. Trong bối cảnh Việt Nam chưa có hệ thống dữ liệu ESG chuẩn hóa từ các tổ chức xếp hạng độc lập, cách tiếp cận này được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu ESG tại thị trường mới nổi nhằm phản ánh mức độ thực hiện và minh bạch

hóa các hoạt động ESG của doanh nghiệp. Trên cơ sở kế thừa các chuẩn mực quốc tế như GRI và nguyên tắc trọng yếu ngành của SASB, nghiên cứu xây dựng bộ tiêu chí gồm 15 chỉ tiêu thành phần thuộc ba trụ cột môi trường (E), xã hội (S) và quản trị (G). Mỗi tiêu chí được chấm theo thang điểm từ 0 đến 2, tương ứng với mức độ công bố thông tin ESG của doanh nghiệp (xem Phụ lục 1). Các trọng số được phân bổ theo nguyên tắc trọng yếu ngành xây dựng, trong đó nhóm môi trường được ưu tiên cao hơn, tiếp theo là nhóm xã hội và quản trị, nhằm phản ánh mức độ trọng yếu khác nhau của từng trụ cột ESG đối với đặc thù ngành xây dựng tại Việt Nam. Chỉ số ESG được xác định theo công thức:

$$ESG = W_E E + W_S S + W_G G$$

Trong đó:

E, S, G là tổng điểm của ba trụ cột môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp.

W_E , W_S , W_G lần lượt là trọng số.

3.3.3. Đo lường biến kiểm soát

Quy mô doanh nghiệp (SIZE):

$$SIZE_{it} = \ln(\text{tổng tài sản}_{it})$$

Đòn bẩy tài chính (LEV):

$$LEV = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng tài sản}}$$

3.3.4. Đo lường biến điều tiết

Mức độ sở hữu trực tiếp của nhà nước được đo lường bằng 2 dạng thức trong 2 mô hình:

Dạng tỷ lệ % liên tục (OWN_PCT): tỷ lệ cổ phần do các cơ quan, tổ chức thuộc Nhà nước trực tiếp nắm giữ tại doanh nghiệp. Ở dạng thức này, biến sở hữu nhà nước phản ánh rằng tác động của sở hữu nhà nước đến mối quan hệ ESG-CFP thay đổi liên tục theo tỷ lệ nắm giữ.

Sở hữu phân nhóm dạng ngưỡng OWN_GROUP: Biến OWN_GROUP được phân nhóm theo các ngưỡng sở hữu nhằm phản ánh sự khác biệt về mức độ ảnh hưởng và khả năng chi phối của Nhà nước trong doanh nghiệp. Cụ thể, biến được mã hóa thành các nhóm: 0, 1, 2 và 3. Nhóm dưới 5% phản ánh việc nhà nước không sở hữu hoặc mức sở hữu trực tiếp không đáng kể (nhóm 0). Nhóm từ 5% đến dưới 20% (mức thấp - nhóm 1) thể hiện mức sở hữu có khả năng tạo ít ảnh hưởng. Nhóm từ 20% đến dưới 50% (mức trung bình - nhóm 2) phản ánh trạng thái đồng kiểm soát hoặc có ảnh hưởng đáng kể; trong khi, nhóm từ 50% trở lên (mức cao - nhóm 3) đại diện cho các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước trực tiếp chi phối. Cách phân nhóm này dựa trên giả định rằng quyền kiểm soát của Nhà nước có thể thay đổi theo các ngưỡng sở hữu thay vì biến động tuyến tính theo từng 1% sở hữu. Trong mô hình hồi quy, OWN_GROUP được khai báo dưới dạng biến phân loại bằng cú pháp *i.own_group* trong Stata. Khi đó, Stata tự động tạo các biến chỉ báo cho từng nhóm, đồng thời chọn Nhóm 0 làm nhóm tham chiếu.

3.4. Phương pháp

Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng. Hai mô hình hồi quy được ước lượng tương ứng với hai cách sử dụng biến sở hữu trực tiếp của Nhà nước: dạng tỷ lệ liên tục OWN_PCT và dạng phân nhóm theo ngưỡng OWN_GROUP. FEM và REM được ước lượng, và kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn mô hình phù hợp. Kết quả cho thấy FEM là lựa chọn tối ưu. Sai số chuẩn được điều chỉnh theo cụm ở cấp doanh nghiệp và hiệu ứng năm được kiểm soát nhằm xử lý phương sai thay đổi và tự tương quan. Ngoài ra, để kiểm tra tính vững của kết quả trong điều kiện tồn tại phụ thuộc chéo giữa các doanh nghiệp, nghiên cứu tiếp tục thực hiện hồi quy robustness bằng Driscoll-Kraay standard errors.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả và tương quan

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Kết quả cho thấy tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) đạt trung bình 5,05%, phản ánh mức sinh lời ở mức trung bình của các doanh nghiệp xây lắp. Chỉ số Tobin's Q có giá trị trung bình 1,03, cho thấy giá trị thị trường nhìn chung cao hơn

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến

Tên biến	Kí hiệu biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Tỉ suất sinh lời của tổng tài sản	Roa	1157	5,05	6,064	0	44,441
Giá trị doanh nghiệp theo Tobin's Q	tobinq	1156	1,028	0,491	0,145	6,35
Điểm thực hành ESG	esg	1153	15,676	6,270	0	30
Điểm thực hành ESG bình phương	esg2	1153	285,031	194,112	0	900
Sở hữu nhà nước dạng % liên tục	own pct	1157	13,923	24,155	0	91,5
Sở hữu nhà nước dạng ngưỡng	own group	1157	0,725	1,171	0	3
Quy mô doanh nghiệp	size	1156	27,342	1,511	23,903	31,292
Đòn bẩy tài chính	lev	1156	53,369	23,431	0,062	120,686

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu từ Stata.

Bảng 2. Ma trận hệ số tương quan

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) roa	1,000							
(2) tobinq	0,505***	1,000						
(3) esg	0,066**	0,181***	1,000					
(4) esg2	0,077***	0,189***	0,969***	1,000				
(5) own_pct	-0,076***	-0,072**	0,053*	0,060**	1,000			
(6) own_group	-0,057*	-0,059**	0,059**	0,066**	0,970***	1,000		
(7) size	-0,090***	0,065**	0,439***	0,434***	0,092***	0,056*	1,000	
(8) lev	-0,376***	-0,012	0,007	-0,016	0,028	0,028	0,369***	1,000

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$.

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu từ Stata.

giá trị sổ sách. Điểm ESG trung bình đạt 15,68/30, hàm ý mức độ thực hành ESG của các doanh nghiệp còn ở mức trung bình.

Đối với cấu trúc sở hữu, tỷ lệ sở hữu nhà nước trung bình là 13,92% nhưng có độ phân tán lớn, trong khi biến phân nhóm (OWN_GROUP) cho thấy phần lớn các doanh nghiệp tập trung ở mức sở hữu thấp. Các biến kiểm soát như quy mô doanh nghiệp (SIZE) và đòn bẩy tài chính (LEV) cũng có sự khác biệt đáng kể giữa các doanh nghiệp trong mẫu.

Kết quả phân tích tương quan (Bảng 2) cho thấy hệ số tương quan giữa các biến độc lập nhìn chung ở mức thấp, ngoại trừ các cặp biến có quan hệ cơ học như ESG và ESG² hoặc OWN_PCT và OWN_GROUP. Điều này không phản ánh đa cộng tuyến nghiêm trọng mà là đặc trưng kỹ thuật của mô hình. Kiểm định đa cộng tuyến thông qua hệ số VIF cũng cho kết quả tương tự, cho thấy không tồn tại vấn đề đa cộng tuyến đáng kể ảnh hưởng đến độ tin cậy của ước lượng.

4.2. Kết quả hồi quy mô hình

4.2.1. Kết quả mô hình với biến sở hữu nhà nước trực tiếp dạng liên tục

Kết quả hồi quy trong Bảng 3 cho thấy các biến ESG và ESG² đều không có ý nghĩa thống kê đối với cả hai thước đo hiệu quả tài chính là ROA và Tobin's Q. Cụ thể, hệ số của ESG trong mô hình ROA là 0,131, và của ESG² là -0,004, tuy nhiên cả hai hệ số đều không có ý nghĩa thống kê ($p > 0,1$). Trong mô hình TobinQ, hai hệ số của ESG và ESG² đều dương và không có ý nghĩa thống kê. Các biến tương tác giữa ESG và OWN_PCT cũng không có ý nghĩa thống kê trong cả hai mô hình.

Đối với các biến kiểm soát, kết quả cho thấy đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động tiêu cực và có ý nghĩa

thống kê đến ROA với hệ số -0,054 ($p < 0,05$), phản ánh việc gia tăng sử dụng nợ làm suy giảm hiệu quả sinh lời trên tài sản. Trong khi đó, biến này không có ý nghĩa thống kê đối với Tobin's Q, cho thấy ảnh hưởng của đòn bẩy chủ yếu thể hiện ở góc độ kế toán hơn là giá trị thị trường. Biến quy mô doanh nghiệp (SIZE) có hệ số âm trong cả hai mô hình (-0,242 đối với ROA và -0,018 đối với Tobin's Q) nhưng không có ý nghĩa thống kê.

Ngoài ra, các biến giả năm cho thấy một số năm có tác động đáng kể đến hiệu quả tài chính, đặc biệt là năm 2016 và 2017 đối với ROA (hệ số lần lượt là 1,675 và 1,094, có ý nghĩa thống kê), phản ánh sự biến động theo chu kỳ của ngành xây lắp trong giai đoạn nghiên cứu.

Như vậy, kết quả mô hình OWN_PCT cho thấy chưa có bằng chứng thống kê về mối quan hệ phi tuyến giữa ESG-CFP, cũng như chưa xác nhận vai trò điều tiết của sở hữu nhà nước đo lường dưới dạng tỷ lệ liên tục.

4.2.2. Kết quả mô hình với biến sở hữu nhà nước trực tiếp dạng ngưỡng

Bảng 3. Kết quả hồi quy với biến OWN_PCT

Tên biến	Ký hiệu biến	ROA	TobinQ
Điểm thực hành ESG	esg	0,131 (0,151)	0,009 (0,019)
Điểm thực hành ESG bình phương	esg2	-0,004 (0,005)	0,000 (0,001)
Sở hữu nhà nước dạng %	own_pct	0,016 (0,029)	0,003 (0,003)
Biến tương tác giữa ESG và sở hữu nhà nước dạng %	c.esg#c.own_pct	-0,005 (0,004)	-0,000 (0,000)
Biến tương tác giữa ESG ² và sở hữu nhà nước dạng %	c.esg2#c.own_pct	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
Đòn bẩy tài chính	lev	-0,054** (0,026)	0,004 (0,003)
Quy mô doanh nghiệp	size	-0,242 (0,443)	-0,018 (0,046)
Biến giả 2016	2016.year	1,675*** (0,565)	0,073** (0,028)
Biến giả 2017	2017.year	1,094** (0,547)	0,043 (0,043)
Biến giả 2018	2018.year	1,015 (0,666)	-0,049 (0,043)
Biến giả 2019	2019.year	0,201 (0,577)	-0,076* (0,044)
Biến giả 2020	2020.year	0,484 (0,697)	-0,045 (0,053)
Biến giả 2021	2021.year	-0,601 (0,631)	0,246*** (0,070)
Biến giả 2022	2022.year	-0,905 (0,734)	-0,119* (0,066)
Biến giả 2023	2023.year	-1,032 (0,776)	-0,047 (0,078)
Biến giả 2024	2024.year	-0,688 (0,859)	-0,055 (0,086)
Hằng số mô hình	Constant	13,680 (11,198)	1,177 (1,184)
Số quan sát	Observations	1.152	1.152
Hệ số xác định R ²	R-squared	0,064	0,106
Số doanh nghiệp	Number of mack_id	119	119

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu từ Stata.

Bảng 4. Kết quả hồi quy với biến sở hữu nhà nước dạng ngưỡng

Tên biến	Kí hiệu biến	ROA	TobinQ
Điểm thực hành ESG	esg	0,154 (0,152)	0,010 (0,020)
Điểm thực hành ESG ²	esg2	-0,005 (0,005)	0,000 (0,001)
Nhóm 1	1.own_group	-5,657* (3,164)	-0,713*** (0,214)
Nhóm 2	2.own_group	-0,231 (2,157)	0,366** (0,152)
Nhóm 3	3.own_group	1,158 (1,897)	0,143 (0,221)
Nhóm 0 (nhóm tham chiếu)	0b.own_group#co.esg	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
Biến tương tác giữa Nhóm 1 và ESG	1.own_group#c.esg	0,527 (0,371)	0,100*** (0,032)
Biến tương tác giữa Nhóm 2 và ESG	2.own_group#c.esg	-0,532 (0,360)	-0,033 (0,025)
Biến tương tác giữa Nhóm 3 và ESG	3.own_group#c.esg	-0,295 (0,233)	-0,016 (0,028)
Biến tương tác giữa Nhóm 0 và ESG ² (nhóm tham chiếu)	0b.own_group#co.esg2	0,000 (0,000)	0,000 (0,000)
Biến tương tác giữa Nhóm 1 và ESG ²	1.own_group#c.esg2	-0,022* (0,011)	-0,003*** (0,001)
Biến tương tác giữa Nhóm 2 và ESG ²	2.own_group#c.esg2	0,023* (0,012)	0,001 (0,001)
Biến tương tác giữa Nhóm 3 và ESG ²	3.own_group#c.esg2	0,011 (0,008)	0,000 (0,001)
Đòn bẩy tài chính	lev	-0,053** (0,026)	0,004 (0,003)
Quy mô doanh nghiệp	size	-0,194 (0,438)	-0,009 (0,045)
Biến giả 2016	2016.year	1,596*** (0,533)	0,088*** (0,031)
Biến giả 2017	2017.year	1,035** (0,521)	0,055 (0,044)
Biến giả 2018	2018.year	0,979 (0,644)	-0,037 (0,043)
Biến giả 2019	2019.year	0,148 (0,564)	-0,063 (0,045)
Biến giả 2020	2020.year	0,411 (0,698)	-0,032 (0,054)
Biến giả 2021	2021.year	-0,647 (0,654)	0,259*** (0,071)
Biến giả 2022	2022.year	-0,940 (0,773)	-0,106 (0,067)
Biến giả 2023	2023.year	-1,040 (0,812)	-0,032 (0,079)
Biến giả 2024	2024.year	-0,696 (0,894)	-0,040 (0,088)
Hằng số mô hình	Constant	12,539 (10,963)	0,869 (1,158)
Số quan sát	Observations	1.152	1.152
Hệ số xác định (R ²)	R-squared	0,077	0,113
Số doanh nghiệp	Number of mack id	119	119

Nguồn: Kết quả xử lý dữ liệu từ Stata.

Với mô hình sử dụng biến `OWN_GROUP`, kết quả hồi quy trong Bảng 4 cho thấy khi sử dụng biến sở hữu nhà nước dưới dạng phân nhóm, một số hệ số tương tác giữa ESG, ESG² và các nhóm sở hữu trở nên có ý nghĩa thống kê.

Trong mô hình này, `OWN_GROUP` được đưa vào mô hình hồi quy dưới dạng biến phân loại. Theo cách sử dụng này, Stata tự động tạo các biến chỉ báo tương ứng với các nhóm 1, 2 và 3 (ký hiệu lần lượt là `1.own_group`, `2.own_group` và `3.own_group`), nhóm 0 được sử dụng làm nhóm tham chiếu. Các hệ số ước lượng của các biến chỉ báo này phản ánh sự khác biệt về tác động của từng nhóm sở hữu nhà nước so với nhóm tham chiếu trong mô hình hồi quy.

Kết quả kiểm định bổ sung bằng Lincom cho thấy vai trò điều tiết của sở hữu nhà nước đối với hình thái phi tuyến của mối quan hệ ESG-CFP chỉ được ghi nhận rõ ở một số ngưỡng sở hữu nhất định. Cụ thể, đối với nhóm doanh nghiệp có sở hữu nhà nước thấp, tổng hệ số của ESG² trong mô hình TobinQ mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê, cho thấy quan hệ ESG-CFP thiên về dạng chữ U ngược. Tuy nhiên, ở các nhóm sở hữu nhà nước cao hơn, ESG² chuyển sang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này chưa đủ cơ sở để khẳng định sự chuyển đổi rõ ràng về hình thái phi tuyến của mối quan hệ (từ dạng chữ U ngược sang chữ U thường), nhưng cho thấy xu hướng phi tuyến của mối quan hệ ESG-CFP có dấu hiệu suy giảm khi mức độ sở hữu nhà nước tăng lên.

Như vậy, mặc dù có ý nghĩa thống kê nhưng giả thuyết H2 chỉ được ủng hộ một phần. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy sở hữu nhà nước có khả năng làm thay đổi đặc điểm phi tuyến của mối quan hệ ESG-CFP, đặc biệt khi so sánh nhóm sở hữu thấp với các nhóm sở hữu cao hơn.

So với mô hình sử dụng `OWN_PCT`, mô hình `OWN_GROUP` cho thấy vai trò điều tiết xuất hiện rõ hơn tại một số ngưỡng sở hữu cụ thể. Kết quả này hàm ý rằng việc sử dụng biến sở hữu nhà nước dưới dạng liên tục có thể “làm mờ” khác biệt về cơ chế kiểm soát giữa các nhóm doanh nghiệp, trong khi cách tiếp cận phân nhóm phản ánh rõ hơn tính chất ngưỡng của sở hữu nhà nước trong mối quan hệ ESG-CFP. Đồng thời, sự khác biệt giữa hai cách sử dụng biến sở hữu nhà nước cũng cung cấp bằng chứng hỗ trợ cho giả thuyết H3.

Đối với các biến kiểm soát, kết quả tương đối nhất quán với mô hình trước khi biến LEV tiếp tục có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đối với ROA (hệ số -0,053; $p < 0,05$), trong khi không có ý nghĩa đối với Tobin's Q. Điều này cho thấy đòn bẩy tài chính chủ yếu ảnh hưởng đến hiệu quả kế toán hơn là giá trị thị trường. Biến SIZE tiếp tục không có ý nghĩa thống kê trong cả hai mô hình.

Nhìn chung, kết quả mô hình `OWN_GROUP` cho thấy vai trò điều tiết của sở hữu nhà nước có xu hướng phụ thuộc vào các ngưỡng sở hữu cụ thể thay vì thay đổi tuyến tính theo tỷ lệ nắm giữ. Ngoài ra, hồi quy robustness sử dụng sai số chuẩn Driscoll-Kraay cho kết quả nhất quán về dấu và ý nghĩa thống kê của các biến chính, qua đó củng cố độ tin cậy của các phát hiện nghiên cứu.

4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả nghiên cứu chưa cung cấp bằng chứng thống kê rõ ràng về mối quan hệ trực tiếp giữa thực hành ESG và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp xây dựng niêm yết tại Việt Nam khi mức sở hữu trực tiếp của nhà nước được đo lường dưới dạng tỷ lệ liên tục. Đồng thời, vai trò điều tiết của sở hữu nhà nước cũng chưa được xác nhận. Điều này hàm ý rằng giả định tác động tuyến tính của sở hữu nhà nước theo tỷ lệ nắm giữ có thể chưa phản ánh đầy đủ bản chất kinh tế của mối quan hệ ESG-CFP.

Tuy nhiên, kết quả thay đổi đáng kể khi sử dụng biến sở hữu trực tiếp nhà nước dạng phân nhóm. Mô hình `OWN_GROUP` ghi nhận tác động điều tiết có ý nghĩa thống kê tại một số ngưỡng sở hữu, đồng thời cho thấy hình thái phi tuyến của mối quan hệ ESG-CFP thay đổi theo mức độ sở hữu nhà nước. Ở nhóm doanh nghiệp có sở hữu nhà nước thấp, quan hệ ESG-CFP có xu hướng mang dạng chữ U ngược, hàm ý rằng ESG giúp cải thiện hiệu quả tài chính ở giai đoạn đầu nhưng lợi ích biên suy giảm khi mức độ ESG vượt quá ngưỡng tối ưu. Tuy nhiên, khi tỷ lệ sở hữu nhà nước tăng lên mức trung bình, kết quả gợi ý rằng độ cong phi tuyến có xu hướng suy giảm và có dấu hiệu chuyển dịch hình thái sang dạng chữ U thông thường. Kết quả này gợi ý rằng sở hữu nhà nước không chỉ ảnh hưởng đến độ nhạy mà còn có thể ảnh hưởng đến hình thái của mối quan hệ phi tuyến ESG-CFP.

Từ các kết quả trên, nghiên cứu cho thấy mối quan hệ ESG-CFP trong ngành xây dựng Việt Nam không tuân theo một dạng tuyến tính đơn giản mà có thể thay đổi theo mức độ thực hành ESG và cấu trúc sở hữu doanh nghiệp. Các phát hiện từ mô hình OWN_GROUP cho thấy sở hữu nhà nước không chỉ điều tiết cường độ tác động của ESG mà còn có thể làm thay đổi độ cong và hình thái của mối quan hệ phi tuyến ESG-CFP. Trong các doanh nghiệp có mức sở hữu nhà nước thấp (dưới 20%), ESG có xu hướng tạo ra tín hiệu thị trường rõ hơn và tác động mạnh hơn đến hiệu quả tài chính. Ngược lại, tại các doanh nghiệp có sở hữu nhà nước ở mức đáng kể đến chi phối, ESG có thể gắn nhiều hơn với mục tiêu ổn định kinh tế - xã hội hoặc yêu cầu tuân thủ chính sách, khiến phản ứng của hiệu quả tài chính trước thay đổi trong thực hành ESG trở nên ít nhạy cảm hơn.

Bên cạnh đó, kết quả cũng cho thấy việc sử dụng biến sở hữu trực tiếp của nhà nước dưới dạng liên tục hoặc phân nhóm theo ngưỡng có thể dẫn đến khác biệt trong kết quả kiểm định vai trò điều tiết. Điều này hàm ý rằng trong bối cảnh các nền kinh tế chuyển đổi như Việt Nam, nơi quyền kiểm soát và mục tiêu quản trị có thể thay đổi theo các ngưỡng sở hữu cụ thể, cách tiếp cận phân nhóm có thể phản ánh rõ hơn tính chất phi tuyến và hiệu ứng ngưỡng trong mối quan hệ ESG-CFP.

5. Hàm ý và định hướng

5.1. Hàm ý

Kết quả nghiên cứu cho thấy tác động của ESG đến hiệu quả tài chính có thể thay đổi theo cách sử dụng biến sở hữu nhà nước và các ngưỡng kiểm soát khác nhau. Điều này cho thấy doanh nghiệp không nên triển khai ESG theo cách đồng nhất mà cần cân nhắc đặc điểm cấu trúc sở hữu và cơ chế quản trị đi kèm. Đối với cơ quan quản lý vốn nhà nước, kết quả nghiên cứu hàm ý rằng việc đánh giá vai trò của sở hữu nhà nước không nên chỉ dựa trên tỷ lệ nắm giữ đơn thuần mà cần xem xét các trạng thái kiểm soát và cơ chế quản trị đi kèm, do các mức sở hữu khác nhau có thể tạo ra động cơ và hiệu quả ESG khác nhau.

5.2. Hạn chế và hướng nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng thước đo ESG dựa trên thông tin công bố, có thể chưa phản ánh đầy đủ chất lượng thực thi. Phạm vi mẫu giới hạn trong ngành xây dựng niêm yết tại Việt Nam, do đó khả năng khái quát còn hạn chế. Ngoài ra, mô hình chủ yếu xem xét tác động trực tiếp và điều tiết, chưa bao quát các cơ chế trung gian hoặc yếu tố thể chế khác. Bên cạnh đó, biến sở hữu nhà nước trong nghiên cứu được đo lường theo tỷ lệ sở hữu trực tiếp của Nhà nước tại doanh nghiệp và chưa xem xét quyền sở hữu gián tiếp thông qua các pháp nhân hoặc doanh nghiệp trung gian. Do đó, mức độ ảnh hưởng thực tế của Nhà nước trong một số trường hợp có thể chưa được phản ánh đầy đủ.

Các nghiên cứu tiếp theo có thể hoàn thiện đo lường ESG bằng cách sử dụng dữ liệu quốc tế hoặc kết hợp nhiều nguồn dữ liệu. Đồng thời, việc mở rộng phạm vi sang các ngành hoặc quốc gia khác sẽ giúp kiểm định tính khái quát. Đối với biến sở hữu nhà nước, các nghiên cứu tiếp theo có thể kết hợp cả sở hữu trực tiếp và sở hữu gián tiếp hoặc xác định quyền kiểm soát cuối cùng nhằm phản ánh đầy đủ hơn mức độ chi phối của Nhà nước. Ngoài ra, nghiên cứu trong tương lai cần xem xét các cơ chế trung gian và áp dụng các phương pháp kinh tế lượng nâng cao nhằm xử lý tốt hơn vấn đề nội sinh.

Tài liệu tham khảo

- Al-Amosh, H. & Khatib, S.F.A. (2022). Ownership structure and environmental, social and governance performance disclosure: The moderating role of board independence. *Journal of Business and Socioeconomic Development*, 2(1), 49-66.
- Bagh, T., Zhou, B., Alawi, S.M. & Azam, R.I. (2024). ESG resilience: Exploring the nonlinear effects of ESG performance on firms' sustainable growth. *Research in International Business and Finance*, 70, 102305
- Đỗ Thị Mộng Thường, Phan Thị Hằng Nga, Văn Cập Huy & Văn Tấn Phú (2025). Phát triển bền vững và ổn định tài chính ngân hàng: Nghiên cứu từ các ngân hàng Châu Á. *Tạp chí nghiên cứu Tài chính – Marketing*, 16(5), 17-32. <https://doi.org/10.52932/jfmr.v16i5.735>
- Febrianti, N.P.A., Suryanawa, I.K., Mimba, N.P.S.H. & Ratnadi, N.M.D. (2025). The effect of environmental, social, and governance (ESG) performance on firm value: A comparative study between state-owned and non-state-owned enterprises (An empirical study of companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2020-2023 period). *International Journal of Economics Management and Accounting*, 2(3), 261-274
- Fuadah, L.L., Mukhtaruddin, M., Andriana, I. & Arisman, A. (2022). The ownership structure, and the environmental, social, and governance (ESG) disclosure, firm value and firm performance: The audit committee as moderating variable. *Economies*, 10(12), 314.
- Nguyễn Minh Phương, Trần Thúy Anh, Bùi Thị Dạ Lý, Trần Bình Minh & Đinh Phương Hà (2024). Tác động của công bố thông tin ESG tới khả năng sinh lời của ngân hàng thương mại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 330, 23-33
- Pu, G. (2023). A non-linear assessment of ESG and firm performance relationship: Evidence from China. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 36(1). <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2113336>
- Teng, X., Ge, Y., Wu, K.S., Chang, B.G., Kuo, L. & Zhang, X. (2022). Too little or too much? Exploring the inverted U-shaped nexus between voluntary environmental, social, and governance and corporate financial performance. *Frontiers in Environmental Science*, 10. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2022.969721>
- Wang, Y. & Sonenshine, R. (2025). The nonlinear impact of environmental, social, and governance on stock market performance among US manufacturing and banking firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 18(6), 293. <https://doi.org/10.3390/jrfm18060293>
- Zhang, L.S. (2025). The impact of ESG performance on the financial performance of companies: Evidence from China's Shanghai and Shenzhen A-share listed companies. *Frontiers in Environmental Science*, 13, 1507151.