

ẢNH HƯỞNG CỦA MÔI TRƯỜNG, XÃ HỘI VÀ QUẢN TRỊ (ESG) ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TẠI VIỆT NAM

Trần Thị Xuân Anh¹

Học viện Ngân hàng, Hà Nội, Việt Nam

Nguyễn Thuỳ Linh

Học viện Ngân hàng, Hà Nội, Việt Nam

Ngày nhận: 12/06/2023; Ngày hoàn thành biên tập: 11/09/2023; Ngày duyệt đăng: 21/09/2023

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.062023.1067>

Tóm tắt: Môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp (ESG) là những yếu tố phi tài chính ngày càng được doanh nghiệp quan tâm nhằm hướng đến mục tiêu phát triển bền vững. Việc thực hiện ESG tốt có thể làm gia tăng giá trị cũng như thương hiệu và vị thế của doanh nghiệp. Để đưa ra minh chứng thực nghiệm về vấn đề này, nghiên cứu xem xét tác động của ESG đến khả năng sinh lời và giá trị thị trường của các doanh nghiệp Việt Nam thuộc chỉ số VN30 – nhóm cổ phiếu có vốn hóa và thanh khoản cao nhất trên sàn HOSE trong giai đoạn 2017-2021 bằng việc áp dụng phương pháp phân tích dữ liệu bảng. Kết quả nghiên cứu cho thấy, đầu tư vào ESG có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính dựa trên dữ liệu kế toán nhưng có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính dựa trên dữ liệu thị trường.

Từ khóa: Môi trường, Xã hội, Quản trị, Hiệu quả tài chính, VN30

IMPACT OF ENVIRONMENT, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG) ON FIRM'S FINANCIAL PERFORMANCE: EMPIRICAL EVIDENCES IN VIETNAM

Abstract: Environment, social, and governance (ESG) are considered non-financial factors that enterprises are increasingly paying attention with the aim for sustainable development. If companies perform well on ESG issues, they can increase shareholder value, reputation and brand of the enterprise. To provide empirical evidence on this issue, the study examined the impact of ESG on profit and market value of enterprises in the VN30 index, a group of stocks with the highest market capitalization and liquidity on the HOSE exchange, from 2017 to 2021 and by applying the panel data analysis method. The research presents that ESG investing has a negative impact on

¹ Tác giả liên hệ, Email: anhhtx@hvn.edu.vn

financial performance based on accounting data while having a positive impact on financial performance based on market data.

Keywords: Environment, Social and Governance, Financial Performance, VN30

1. Giới thiệu

Vấn đề về môi trường, xã hội và quản trị (Environment, Social and Governance - ESG) được đặt ra đầu những năm 1960 từ phong trào môi trường, trong đó, các tập đoàn lớn trên thế giới được yêu cầu phải có trách nhiệm đối với môi trường và sức khỏe con người do tác động từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp gây ra. Ủy ban Châu Âu (2001) đưa ra báo cáo về thúc đẩy khuôn khổ Châu Âu về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, trong đó vấn đề về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp (CSR) được trình bày dưới dạng một chiến lược riêng biệt nhằm thúc đẩy các doanh nghiệp chịu trách nhiệm về những tác động của họ đối với xã hội. Liên Hợp Quốc (2004) đã xây dựng hướng dẫn và khuyến nghị cách tích hợp các vấn đề về môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp trong quản lý tài sản và các dịch vụ môi giới chứng khoán liên quan. Báo cáo cũng chỉ ra nếu các công ty hoạt động thực hiện tốt các vấn đề ESG có thể tăng giá trị cho cổ đông và đóng góp vào sự phát triển bền vững cho xã hội, đồng thời có tác động tích cực đến danh tiếng và thương hiệu của doanh nghiệp.

Tại Việt Nam, các doanh nghiệp đang ngày càng chú trọng đến việc thực hiện và công bố ESG với mục tiêu phát triển bền vững. Đặc biệt, sau khi Thông tư 155/TT-BTC/2015 của Bộ Tài chính được ban hành, bên cạnh việc công bố Báo cáo thường niên tập trung vào các thông tin tài chính, các doanh nghiệp đã đưa thêm Báo cáo phát triển bền vững vào Báo cáo thường niên trong đó bao gồm cả các thông tin thực hiện ESG. VN30 là nhóm những doanh nghiệp có mức vốn hóa lớn nhất tại thị trường chứng khoán Việt Nam và được niêm yết trên sàn HOSE. Hơn thế, VN30 là tập hợp của nhiều công ty ở nhiều lĩnh vực khác nhau bao gồm cả các công ty tài chính, công ty sản xuất và công ty thương mại. Do đó, những tác động của doanh nghiệp trong nhóm VN30 đến môi trường và xã hội là vô cùng lớn. Đặc biệt, khi các vấn đề về môi trường tại Việt Nam ngày càng trở nên trầm trọng, mối lo ngại về tác động của ô nhiễm môi trường đối với sức khỏe cũng tăng lên. Cùng với đó là sự xuất hiện của đại dịch COVID-19 khiến cho vấn đề sức khỏe ngày càng thực sự trở nên quan trọng, khách hàng dần quan tâm đến việc sản phẩm phải đảm bảo chất lượng, tốt cho sức khỏe và môi trường sống phải trong lành. Vì vậy, khi lựa chọn sử dụng sản phẩm của một doanh nghiệp, khách hàng không chỉ tìm hiểu về sản phẩm mà còn xem xét những khía cạnh như an toàn vệ sinh, sản phẩm thân thiện với môi trường. Một số nghiên cứu đánh giá tác động của trách nhiệm xã hội đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp Việt Nam có thể kể đến như: Nguyễn & Lư (2008); Phạm (2011); Phạm (2014); Trang & Yekini (2014); Châu & Nguyễn (2012); Hoàng (2015); Nguyễn (2020). Tuy nhiên, các

nghiên cứu này có kết quả không đồng nhất và chỉ phân tích chung về ảnh hưởng của công bố thực hiện trách nhiệm xã hội đến hiệu quả tài chính của tất cả các ngành, chưa có phân tích nào thực hiện trên nhóm các công ty có mức vốn hóa lớn và có ảnh hưởng đến thị trường như VN30. Do vậy, bài nghiên cứu này thực hiện nghiên cứu thực nghiệm trong giai đoạn 2017-2021 nhằm đánh giá ảnh hưởng của ESG đối với nhóm doanh nghiệp trong chỉ số VN30 để đưa ra tiếng nói phản biện về vấn đề này.

Cấu trúc bài nghiên cứu gồm phần 1 giới thiệu vấn đề nghiên cứu; tiếp đó phần 2 trình bày cơ sở lý luận trình bày các lý thuyết liên quan đến nội dung nghiên cứu; phần 3 tổng quan các nghiên cứu trước đó; phần 4 mô tả cơ sở dữ liệu và phương pháp nghiên cứu; phần 5 phân tích và thảo luận kết quả nghiên cứu, trên cơ sở đó đưa ra một số khuyến nghị và kết luận trong phần 6.

2. Cơ sở lý luận

2.1 Lý thuyết các bên liên quan

Lý thuyết các bên liên quan cho rằng một công ty quản trị tạo mối quan hệ tốt với tất cả các bên liên quan thì càng thành công theo thời gian. Các bên liên quan bao gồm các cá nhân, nhóm được hưởng lợi ích hoặc bị tổn hại bởi các hoạt động của công ty (Freeman, 1994). Lý thuyết của Freeman cho rằng thành công thực sự của một công ty nằm ở việc làm hài lòng tất cả các bên liên quan chứ không chỉ các cổ đông của công ty. Dựa trên lý thuyết này, các hoạt động ESG cần được kết hợp vào hoạt động kinh doanh của công ty để tăng hiệu quả hoạt động và sự thành công. Ví dụ, sự hài lòng của nhân viên sẽ khiến họ có động lực hơn trong công việc; sự hài lòng của khách hàng sẽ thúc đẩy lòng trung thành, những nhà cung cấp sẽ giảm giá,... điều này sẽ nâng cao danh tiếng của công ty, dẫn đến hiệu quả tài chính và sự phát triển bền vững (Jo & Harjoto, 2012). Đặc biệt, El Ghoul & cộng sự (2017) nhận thấy rằng việc đầu tư vào ESG sẽ có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của công ty vì các hoạt động ESG có thể giải quyết xung đột giữa các nhà quản lý và các bên liên quan. Điều này cho thấy ESG được xem là công cụ bảo vệ lợi nhuận đồng thời làm gia tăng giá trị cho cổ đông.

2.2 Lý thuyết hợp pháp

Lý thuyết hợp pháp cho rằng sự tồn tại và thành công của một tổ chức phụ thuộc vào sự chấp nhận của các bên liên quan. Theo lý thuyết này, một tổ chức được coi là “hợp pháp” nếu nó đáp ứng được mong đợi của các bên liên quan. Suchman (1995) cho rằng tính hợp pháp là thước đo thái độ của xã hội đối với một công ty và các hoạt động của công ty đó. Nghiên cứu này cũng nhấn mạnh rằng tính hợp pháp dựa trên các giá trị mà xã hội nắm giữ và các hành vi mà xã hội tin là chấp nhận được. Đồng quan điểm, Lindblom (1994) cho rằng một tổ chức đạt được tính hợp pháp khi hệ thống giá trị của nó phù hợp với hệ thống giá trị của xã hội. Nói cách khác, tính hợp pháp liên quan đến một quá trình “biện minh”,

theo đó một tổ chức cố gắng biện minh cho chính mình trước các nhân viên hoặc với các hệ thống cấp trên về sự tồn tại của họ. Dowling & Pfeffer (1975) cũng có thêm rằng, một công ty “hợp pháp” khi nó được xã hội đánh giá là “công bằng và đáng được hỗ trợ”. Suchman (1995) cũng khẳng định lại tính hợp pháp không phải thước đo trừu tượng về “tính đúng đắn” của công ty, mà đúng hơn, là thước đo nhận thức của xã hội về mức độ phù hợp về hành vi của công ty. Bansal & Roth (2000) đã đưa ra quan điểm về tính hợp pháp của một công ty là việc công ty tuân thủ pháp luật, thành lập ủy ban môi trường để giám sát sự tác động đến môi trường của một tổ chức, tiến hành kiểm tra môi trường xung quanh. Parsons (1960) đã đưa ra định nghĩa cô đọng về tính hợp pháp, đó là giúp thu hút các nguồn lực và sự ủng hộ liên tục của các cổ đông. Suchman (1995) đã nhấn mạnh tính hợp pháp cũng giống như tiền bạc, một nguồn lực quan trọng mà một doanh nghiệp cần phải có để duy trì hoạt động.

Pfeffer (1981) cũng lập luận rằng các nhà quản lý sử dụng tính hợp pháp gắn liền với văn hóa, chuẩn mực xã hội và giá trị đạo đức để đạt được mục tiêu doanh thu và lợi nhuận. Dowling & Pfeffer (1975) dựa trên quan điểm cạnh tranh để đưa ra nhận định về tính hợp pháp được doanh nghiệp áp dụng nhằm củng cố vị thế cạnh tranh và tạo sự khác biệt với những công ty cùng ngành. Bên cạnh đó, Ashforth & Gibbs (1990) và Vogel (2005) lại cho rằng tính hợp pháp nên được lên kế hoạch và tính toán rõ ràng để doanh nghiệp có thể đưa ra những quyết định phù hợp với pháp luật và luôn được các bên liên quan đón nhận.

3. Tổng quan nghiên cứu

3.1 Các nghiên cứu thực hiện ở các nước phát triển

Tại thị trường phát triển, các công ty công bố báo cáo ESG sẽ có rủi ro hệ thống và rủi ro đặc thù thấp hơn, bên cạnh đó, công ty ít phải đối mặt khả năng bị kiện tụng và phản ứng tiêu cực của thị trường (Sassen & cộng sự, 2016). Porter & cộng sự (2019) cho biết việc báo cáo ESG có liên quan đến lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp nếu họ cung cấp các giải pháp phát triển bền vững cho các vấn đề môi trường và xã hội. Việc tham gia vào các hoạt động ESG giúp doanh nghiệp xác định các sản phẩm cung cấp có phù hợp với nhu cầu xã hội và yêu cầu của nhà tiêu dùng. Tuy nhiên, Balabanis & cộng sự (1998) lại đưa ra quan điểm rằng việc công bố thông tin về môi trường có tác động tiêu cực đối với hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp tại Vương Quốc Anh. Nghiên cứu về các công ty niêm yết trên S&P500 tại Hoa Kỳ trong giai đoạn 2009-2018 cho thấy việc công bố thông tin về trách nhiệm xã hội và quản trị doanh nghiệp được cho là giúp cải thiện hiệu quả tài chính của công ty nhưng thông tin về môi trường lại cho kết quả ngược lại (Alareeni & Hamdan, 2020).

Các công ty có sự minh bạch về thông tin ESG sẽ đối mặt với rủi ro thông tin thấp hơn so với những doanh nghiệp không công bố (Cormier & Magan, 2007). Cheng & cộng sự (2014) lập luận rằng các công ty áp dụng chiến lược ESG có khả

năng tiếp cận vốn tốt hơn vì họ có sự tham gia của các bên liên quan và minh bạch thông tin, điều này cho phép công ty phân bổ nguồn lực một cách hiệu quả. Eliwa & cộng sự (2019) đã chứng minh bằng nghiên cứu thực nghiệm trên 15 quốc gia EU và đưa ra kết luận rằng các tổ chức cho vay sẽ đánh giá cao các công ty công bố thông tin ESG một cách minh bạch bằng việc giảm chi phí cho vay. Nghiên cứu của Crifo & cộng sự (2017) đã đưa ra kết quả đồng thuận với nghiên cứu của Cormier & Magan (2007) với bộ dữ liệu của 23 quốc gia OECD từ năm 2007-2012. Chênh lệch lợi suất thấp cho phép các công ty đạt được lợi thế cạnh tranh và chi phí tài chính thấp hơn khi công ty phát hành trái phiếu (Reznick & Viehs, 2017), Cai & He (2014) tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa trách nhiệm xã hội của công ty với lợi nhuận trong dài hạn. Tác giả cho rằng với một thị trường phát triển có tính cạnh tranh cao, việc công bố thông tin ESG sẽ tạo niềm tin với các bên liên quan và khả năng công ty tạo ra hiệu suất vượt trội so với thị trường.

3.2 Các nghiên cứu tại các nước đang phát triển

Các nghiên cứu về ESG tại các thị trường đang phát triển cho thấy việc công bố thông tin về ESG làm giảm vấn đề bất cân xứng thông tin và nâng cao nhận thức của nhà đầu tư về các chiến lược đầu tư của doanh nghiệp (Fatemi & cộng sự, 2018). Nghiên cứu của Park (2017) đối với 175 doanh nghiệp mới nổi của Hàn Quốc từ năm 2010 đến năm 2012 cho thấy CSR có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động trong dài hạn của doanh nghiệp và mang lại giá trị trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua phản hồi tích cực về danh tiếng. Tại Malaysia, việc tạo ra giá trị thông qua việc tích hợp ESG trong chiến lược dài hạn của công ty với tầm nhìn đúng đắn sẽ thu hút nhân tài, xây dựng tệp khách hàng thông qua cơ cấu quản trị hiệu quả và tăng giá trị cho cổ đông. Said & cộng sự (2013) cho thấy việc công bố thông tin ESG và CSR ở Malaysia còn chưa đồng nhất, chủ yếu các doanh nghiệp dựa trên tính tự nguyện. Do đó, điều này dẫn đến sự không thống nhất trong việc công bố thông tin ESG.

Một số các nghiên cứu khác cũng cho thấy sự gia tăng trong việc công bố thông tin CSR và hiệu quả hoạt động của công ty có liên quan đến quyền sở hữu của chính phủ và việc áp dụng các tiêu chí quản trị công ty (Haji, 2013; Said & cộng sự, 2013; Arayssi & Jizi, 2019). Sự hỗ trợ của chính phủ dưới hình thức thiết lập tiêu chuẩn, cơ sở vật chất và nguồn lực là bắt buộc đối với sự phát triển của việc công bố ESG ở Malaysia do những điều này có tác động trực tiếp hoặc gián tiếp đến hiệu quả dài hạn và lợi thế cạnh tranh của công ty. Sự công nhận của chính phủ và các tổ chức tài chính thúc đẩy niềm tin của nhà đầu tư và cải thiện lợi thế cạnh tranh của công ty dưới hình thức chi phí vốn bình quân gia quyền thấp hơn (Wu & cộng sự, 2014). Bên cạnh đó, các sáng kiến do các bên liên quan thực hiện nhằm nâng cao nhận thức và hiểu biết về công bố thông tin ESG thúc đẩy các công ty tham gia vào ESG nhiều hơn. Trên thực tế, các công ty tham gia công bố thông tin ESG thường là những công ty hàng đầu và có uy tín trên thị trường (Jeffrey & cộng sự, 2019). Tại Đài

Loan, Wu & cộng sự (2014) nhận thấy việc công khai CSR cao có liên quan đến chi phí vốn thấp hơn do các tổ chức tài chính công nhận những nỗ lực của các công ty nhằm cải thiện tính bền vững. Một số kết quả nghiên cứu thực nghiệm ở Malaysia đã chỉ ra mối liên hệ tích cực giữa chi phí vốn bình quân gia quyền và công bố ESG (Atan & cộng sự, 2018).

3.3 Các nghiên cứu ở Việt Nam

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về ảnh hưởng của ESG hay CSR đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp được chia làm hai nhóm chính: nhóm nghiên cứu lý luận và nhóm nghiên cứu thực nghiệm.

Đối với nhóm nghiên cứu lý luận, nghiên cứu của Nguyễn & Lư (2008) trình bày tổng quan các quan điểm về trách nhiệm xã hội, đưa ra thực trạng CSR ở Việt Nam và các vấn đề tồn tại về tư duy đổi mới của nhà nước. Từ đó, tác giả đưa ra các kiến nghị để thực hiện CSR ở Việt Nam tốt hơn. Nghiên cứu làm rõ nội dung trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và vai trò của nó đối với doanh nghiệp Việt Nam (Phạm, 2011). Nghiên cứu của Phạm (2014) đã đưa ra quan điểm đồng nhất với quan điểm của Nguyễn & Lư (2008) mở rộng đối tượng nghiên cứu bao gồm người lao động, cổ đông, người tiêu dùng và các đối tượng khác.

Đối với nhóm nghiên cứu thực nghiệm, Trang & Yekini (2014) đã cho thấy gần như không có mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và hiệu quả tài chính của 20 công ty lớn nhất niêm yết trên hai sàn chứng khoán HNX và HOSE trong 2 năm 2010-2012. Trần & Nguyễn (2013) đã nghiên cứu mối quan hệ giữa CSR và lợi ích kinh tế, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp trên địa bàn Cần Thơ nhằm gia tăng hiệu quả tài chính trong dài hạn. Bên cạnh đó, Hoàng (2015) xem xét mối quan hệ giữa trách nhiệm xã hội và xu hướng thị trường (Market Orientation – MO) với hiệu quả tài chính. Kết quả cho thấy mối quan hệ tích cực của cả trách nhiệm xã hội và MO đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Nghiên cứu cũng đưa ra khuyến nghị để các công ty có thể nâng cao khả năng cạnh tranh trong nền kinh tế thị trường, các nhà quản lý cấp cao, CEO cũng như các chủ sở hữu công ty của Việt Nam cần nâng cao nhận thức về tầm quan trọng của trách nhiệm xã hội.

Nguyễn (2020) đã đánh giá mức độ công bố CSR và tác động của CSR đến kết quả tài chính của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã thực hiện công bố thông tin CSR trong giai đoạn 2012-2017. Trong nghiên cứu này, CSR được xem xét qua ba khía cạnh bao gồm trách nhiệm kinh tế, môi trường và xã hội. Thước đo kết quả tài chính mà tác giả sử dụng trong nghiên cứu là ROA và Tobin'Q. Kết quả sau khi ước lượng cho thấy trách nhiệm xã hội có mối quan hệ cùng chiều với kết quả tài chính dựa trên thước đo thị trường và ngược chiều khi kết quả tài chính đo bằng thước đo kế toán.

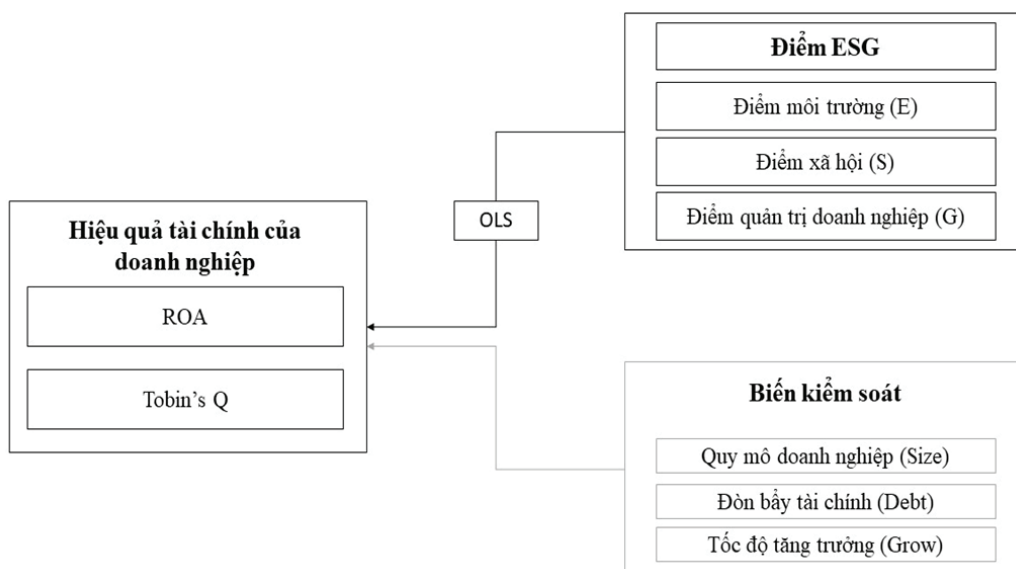
Như vậy, có thể thấy đã có nhiều nghiên cứu thực nghiệm xem xét mối quan hệ giữa các hoạt động ESG và hiệu quả tài chính để xác định tính bền vững của doanh nghiệp. Phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy mối quan hệ tích cực giữa hiệu quả tài chính của doanh nghiệp và ESG. Tuy nhiên, các hoạt động ESG làm phát sinh thêm chi phí cho các vấn đề người đại diện và phân bổ nguồn lực không hiệu quả, điều này sẽ đặt doanh nghiệp vào vị trí bất lợi trong thị trường tự do và cạnh tranh. Do vậy, một số nghiên cứu thực nghiệm đã chỉ ra mối quan hệ ngược chiều giữa hoạt động xã hội và hoạt động tài chính của doanh nghiệp. Mặc dù vậy vẫn còn khoảng trống nghiên cứu trong lĩnh vực này.

Một là, thiếu tiêu chuẩn hóa trong cách đo lường và báo cáo các yếu tố ESG tại các nước đang phát triển do không có chỉ số đánh giá ESG đáng tin cậy để đo lường việc thực hành trách nhiệm môi trường, xã hội và quản trị cho các tổ chức. Vì vậy các nghiên cứu trước đây đã chỉ ra rằng các đặc điểm ESG ở các nước đang phát triển khác biệt so với các nước phát triển (Velte, 2017). Ngoài ra, theo Chapple & Moon (2005), mỗi quốc gia đang phát triển sẽ có xu hướng, đặc điểm trách nhiệm xã hội khác nhau. Do đó, trước khi xác định mức độ ảnh hưởng của ESG đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp cần phải có một chỉ số ESG cho mỗi quốc gia. Đồng thời, cũng chưa có khung nghiên cứu về ESG chung phù hợp với bối cảnh ở các nước đang phát triển nói chung và Việt Nam nói riêng để hướng dẫn cho doanh nghiệp (ngoài việc chủ yếu dựa vào hướng dẫn GRI4).

Hai là, mặc dù có một số bằng chứng cho thấy các yếu tố ESG có thể có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính, nhưng không phải tất cả các nghiên cứu đều chỉ ra mối quan hệ rõ ràng về vấn đề này. Theo Tilakasiri (2012), có những lợi ích thiết thực của ESG đang được làm rõ ở các nước đang phát triển, nhưng nhiều nước vẫn còn thiếu sự hiểu biết rõ ràng về trách nhiệm xã hội ví dụ như Việt Nam.

Ba là, mặc dù một số nghiên cứu đã xem xét tác động ngắn hạn của các yếu tố ESG đối với hoạt động tài chính, nhưng tác động dài hạn lại ít được nghiên cứu.

Với cơ sở lý luận và tổng quan nghiên cứu nêu trên, nghiên cứu này tập trung làm rõ tính minh bạch của thông tin ESG có liên quan như thế nào đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, liệu mức độ công bố thông tin có tác động khác nhau đến hiệu quả tài chính của công ty hay không. Để có thể đánh giá tác động của ESG đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, bài nghiên cứu xem xét dựa trên tầm nhìn chiến lược của ban lãnh đạo, trách nhiệm của doanh nghiệp với môi trường, trách nhiệm của doanh nghiệp với xã hội dựa trên những chính sách của doanh nghiệp cho người lao động trong công ty và những hoạt động cộng đồng. Bên cạnh đó, để đo lường hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, hai khía cạnh của hiệu quả tài chính đã được sử dụng là tỷ suất lợi nhuận ròng trên tài sản (ROA) đại diện cho việc đo lường bằng kế toán và Tobin's Q đại diện cho việc đo lường dựa trên thị trường.



Hình 1. Khung nghiên cứu về ảnh hưởng của ESG đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp

Nguồn: Đề xuất của nhóm tác giả

4. Phương pháp nghiên cứu

4.1 Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu được thực hiện trên cơ sở dữ liệu của các doanh nghiệp thuộc chỉ số VN30 – nhóm cổ phiếu có vốn hóa và thanh khoản cao nhất trên sàn HOSE. Mục đích của bài nghiên cứu là đánh giá tác động của ESG đối với những công ty có mức vốn hóa lớn trên thị trường chứng khoán Việt Nam do những công ty này được xem là có đủ tiềm lực tài chính để đầu tư vào ESG và được báo cáo đầy đủ trong báo cáo thường niên của công ty trong giai đoạn nghiên cứu 2017-2021. Các thông tin về ESG được thu thập trong báo cáo ESG, báo cáo thường niên và phương tiện truyền thông để tính toán điểm số. Sau khi xem xét tổng thể 30 công ty trong nhóm VN30, Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW), Công ty Cổ phần Vinhomes (VHM) và Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR) không đáp ứng được một trong hai tiêu chí trên do đó bị loại khỏi mẫu nghiên cứu. Khoảng thời gian nghiên cứu 2017-2021 được lựa chọn vì đây là giai đoạn sau khi Bộ tiêu chuẩn báo cáo phát triển bền vững GRI hợp nhất ban hành cùng với việc kết hợp với tiêu chí trong Thông tư 155/TT-BTC/2015.

4.2 Mô hình và biến nghiên cứu

Trong nghiên cứu này, mô hình được sử dụng để đánh giá tác động của ESG đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp được trình bày như sau:

$$CFP(ROA, Tobin's Q) = \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Debt_{it} + \beta_4 Grow_{it} + \varepsilon$$

trong đó, α là hệ số chặn; β_k với $k = 1, 4$ là hệ số góc; i là công ty i ; và t thể hiện cho năm t .

Biến phụ thuộc. ROA (lợi nhuận ròng trên tổng tài sản) là thước đo sử dụng để đo lường hiệu quả tài chính dựa trên phương pháp kế toán. Velte (2017); Jitaree (2015); Mohammed & cộng sự (2016) cũng đã sử dụng ROA để kiểm tra mức độ ảnh hưởng của ESG đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

$$ROA = \frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}} * 100\%.$$

Đề đo lường dựa trên thị trường, Tobin's Q được sử dụng cho phép đánh giá hiệu quả tài chính của công ty tốt hơn do các thước đo hiệu quả tài chính theo phương pháp không phản ánh được rủi ro có hệ thống của doanh nghiệp (Singh & cộng sự, 2018).

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Giá trị thị trường của công ty}}{\text{Giá trị sổ sách của tài sản}}.$$

Biến độc lập. Biến độc lập được xây dựng dựa trên cơ sở kế thừa kết quả nghiên cứu của Tạ (2019), thông qua phân tích nội dung để xây dựng các tiêu chí đánh giá ESG liên quan đến ba nhóm bao gồm môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp, sau đó, tiến hành chấm điểm các tiêu chí ESG. Việc xây dựng tiêu chí đánh giá sẽ dựa trên bộ tiêu chuẩn GRI năm 2016 và Thông tư số 155/2015/TT BTC của Bộ Tài chính ban hành vào năm 2015.

Tương tự như các nghiên cứu của Haniffa & Cook (2002), Saleh & cộng sự (2010), Rouf (2011) để đo lường mức độ công bố thông tin ESG, nghiên cứu sử dụng phương pháp chỉ số công bố thông tin không trọng số. Quy ước ESG bằng 1 có sự hiện diện của thông tin ESG trong báo cáo thường niên và ngược lại ESG bằng 0 khi thông tin ESG không được công bố (Gujarati, 2009). Để tính được điểm ESG của từng công ty, nghiên cứu lấy điểm trung bình của 28 chỉ tiêu đã được thành lập (Branco & Rodrigues, 2006; Haniffa & Cooke, 2002). Chỉ số ESG được tính theo công thức sau:

$$ESG = \sum_{j=1}^n \frac{r_j}{n}$$

trong đó, ESG thể hiện cho điểm số ESG tổng thể của công ty, ESG nằm trong khoảng từ 0 đến 1; ký hiệu r_j là điểm ESG được công bố cho từng yếu tố, nếu một yếu tố trong Phụ lục 1 được công ty báo cáo thì điểm số của yếu tố này bằng 1, và ngược lại bằng 0 nếu thông tin không được báo cáo; và n bằng 28 là tổng số tiêu chí đánh giá về hoạt động ESG của doanh nghiệp.

Biến kiểm soát. Một số biến kiểm soát sẽ được đưa vào trong mô hình để phân tích trên cơ sở kế thừa kết quả nghiên cứu của Waddock & Graves (1997) và Derwall (2007). Chi tiết được nêu ra tại Bảng 2.

Bảng 2. Bảng tóm tắt biến nghiên cứu

Loại biến	Tên biến	Ký hiệu	Công thức	Kỳ vọng	Tác giả
Biến phụ thuộc	Lợi nhuận trên tài sản	ROA	$\frac{\text{Lợi nhuận ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$		Golin & Delhaise (2013)
	Tobin's Q	TobinsQ	$\frac{\text{Giá trị thị trường của công ty}}{\text{Giá trị sổ sách của tài sản}}$		Cho & cộng sự (2019)
Biến độc lập	Điểm ESG	ESG	$ESG = \sum_{j=1}^n \frac{r_j}{n}$	+	Orazalin (2019)
Biến kiểm soát	Quy mô doanh nghiệp	Size	Ln của tổng tài sản	+	Pasiouras & cộng sự (2008); Guillén & cộng sự (2014)
	Đòn bẩy tài chính	Debt	Nợ phải trả/tổng tài sản	+/-	Berger & cộng sự (1997)
	Tốc độ tăng trưởng	Grow	$\frac{\text{Doanh thu thuần}_n - \text{Doanh thu thuần}_{n-1}}{\text{Doanh thu thuần}_{n-1}}$		

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

4.3 Phương pháp phân tích

Phương pháp phân tích hồi quy cho dữ liệu bảng được sử dụng để đo lường tác động của ESG đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Với 2 biến phụ thuộc, 1 biến độc lập và 4 biến kiểm soát, bài nghiên cứu ảnh hưởng của ESG đến 27 công ty trong vòng 5 năm, do đó dữ liệu bảng được sử dụng cho 945 quan sát. Bên cạnh đó, để phù hợp với dữ liệu bảng nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled OLS), mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) và mô hình hồi quy tác động cố định (FEM).

Theo lý thuyết các bên liên quan và kết quả thực nghiệm trước đây, ESG có mối quan hệ tích cực với hiệu quả tài chính. Vì vậy, giả thuyết đưa ra tồn tại mối quan hệ tích cực giữa công bố thông tin ESG và hiệu quả tài chính doanh nghiệp.

5. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Sau khi kiểm tra đa cộng tuyến giữa các biến độc lập và các biến kiểm soát và đưa ra kết luận là hiện tượng đa cộng tuyến không có khả năng xảy ra, nghiên cứu sử dụng phần mềm STATA 16 để hồi quy mô hình đã xây dựng.

Bảng 3. Kết quả hồi quy đa biến ảnh hưởng của môi trường, xã hội và quản trị đến tỷ suất sinh lời trên tài sản của các doanh nghiệp VN30

	Pooled OLS	FEM	REM
ESG	-0,017	5,16	1,16
(0,454)	-0,039	16,72	0,97
(0,101)	-0,038	6,55	1,19
(0,054)	160	1,15	1,11
Size	-0,002	3,41	0,19
(0,599)	-0,005	4,30	0,33
(0,578)	-0,003	4,38	0,17
(0,529)	160	4,16	0,74
Debt	-0,226	9,47	1,25
(0,000)	-0,214	2,19	1,29
(0,000)	-0,220		
(0,000)			
Grow	0,028		
(0,039)	0,028		
(0,001)	0,028		
(0,000)			
Hằng số	0,294		
(0,013)	0,421		
(0,195)	0,361		
(0,047)			
Số quan sát	135	135	135
R ²	0,616	0,665	0,667
Prob > F	0,000	0,000	0,000
Kiểm định Hausman		0,976	
Kiểm định F	0,000		
Kiểm định Breusch-Pagan			0,000

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Nghiên cứu thực hiện lần lượt các mô hình Pooled OLS, FEM và REM. Để có thể kiểm định sự phù hợp giữa mô hình OLS và FEM, nghiên cứu sử dụng kiểm định F-test. Kết quả kiểm định F test cho thấy Prob lớn hơn F có giá trị nhỏ hơn mức 5% nên chấp nhận mô hình tác động ngẫu nhiên thích hợp để nghiên cứu mô hình OLS. Tiếp theo, sử dụng kiểm định Breusch-Pagan để kiểm định sự phù hợp của mô

hình Pooled OLS và REM. Sau khi kiểm định, nghiên cứu nhận thấy mô hình REM phù hợp để nghiên cứu hơn mô hình Pooled OLS vì Prob lớn hơn chi2 có giá trị nhỏ hơn mức 5%. Cuối cùng, để có thể tìm ra mô hình phù hợp nhất để nghiên cứu, nghiên cứu tiếp tục tiến hành kiểm định Hausman cho hai mô hình FEM và REM. Với Prob lớn hơn chi2 có giá trị bằng 97,68% lớn hơn mức 5%. Vì vậy, nghiên cứu đưa ra kết luận mô hình tác động ngẫu nhiên (REM) phù hợp nhất để nghiên cứu ảnh hưởng của ESG đến hiệu quả tài chính theo dữ liệu kế toán (ROA).

Với mức ý nghĩa là 5%, mô hình REM là mô hình phù hợp để nghiên cứu vì có Prob lớn hơn chi2 có giá trị bằng 0%. Điều này có nghĩa rằng các biến độc lập được đưa vào mô hình có thể giải thích sự thay đổi của biến phụ thuộc, tức là đầu tư vào ESG, quy mô doanh nghiệp (Size), đòn bẩy tài chính (Debt) và tốc độ tăng trưởng (Grow) được nghiên cứu trong mô hình giải thích được sự ảnh hưởng đến lợi nhuận trên tổng tài sản của doanh nghiệp (ROA). Bên cạnh đó, giá trị R² bằng 66,77% đều cho thấy các biến độc lập và biến kiểm soát được đưa vào mô hình có thể giải thích 66,77% sự thay đổi của biến phụ thuộc.

Để thu được mô hình nghiên cứu phù hợp với giả thuyết ESG có ảnh hưởng tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp (Tobin’s Q), nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy Pooled OLS, FEM và REM phù hợp với dữ liệu bảng được thu thập.

Bảng 4. Kết quả hồi quy đa biến cho ảnh hưởng của môi trường, xã hội và quản trị đến hệ số Q của các doanh nghiệp VN30

	Pooled OLS	FEM	REM
ESG	0,322 (0,458)	0,238 (0,543)	0,206 (0,581)
Size	0,111 (0,132)	-0,143 (0,405)	-0,160 (0,167)
Debt	-3,123 (0,000)	3,559 (0,000)	-0,531 (0,453)
Grow	0,009 (0,970)	0,092 (0,492)	0,2186 (0,138)
Hằng số	-0,103 (0,962)	3,664 (0,487)	6,977 (0,039)
Số quan sát	135	135	135
R ²	0,402	0,519	0,293
Prob > F	0,000	0,002	0,086
Kiểm định Hausman		0,000	1,25
Kiểm định F	0,000		1,29
Kiểm định Breusch-Pagan			0,000

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Để tìm ra mô hình nghiên cứu phù hợp nhất với giả thuyết ảnh hưởng của ESG đến hiệu quả tài chính dựa trên số liệu thị trường của doanh nghiệp, nghiên cứu đã sử dụng kiểm định F-test, Breusch-Pagan và Hausman. Kết quả kiểm định cho thấy mô FEM là mô hình phù hợp nhất để nghiên cứu với Prob lớn hơn F có giá trị bằng 0,022% nhỏ hơn 5%, điều này có nghĩa rằng các biến độc lập và biến kiểm soát được đưa vào mô hình có thể giải thích sự biến đổi của biến phụ thuộc. Bên cạnh đó, với R² bằng 51,9% thì biến độc lập (ESG) và biến kiểm soát (Size, Debt và Grow) có thể giải thích được đến 51,9% sự thay đổi của biến phụ thuộc (TobinsQ).

Dựa vào kết quả nghiên cứu có thể thấy việc các doanh nghiệp đầu tư vào ESG có ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp (ROA) nhưng lại có tác động tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp (Tobin's Q).

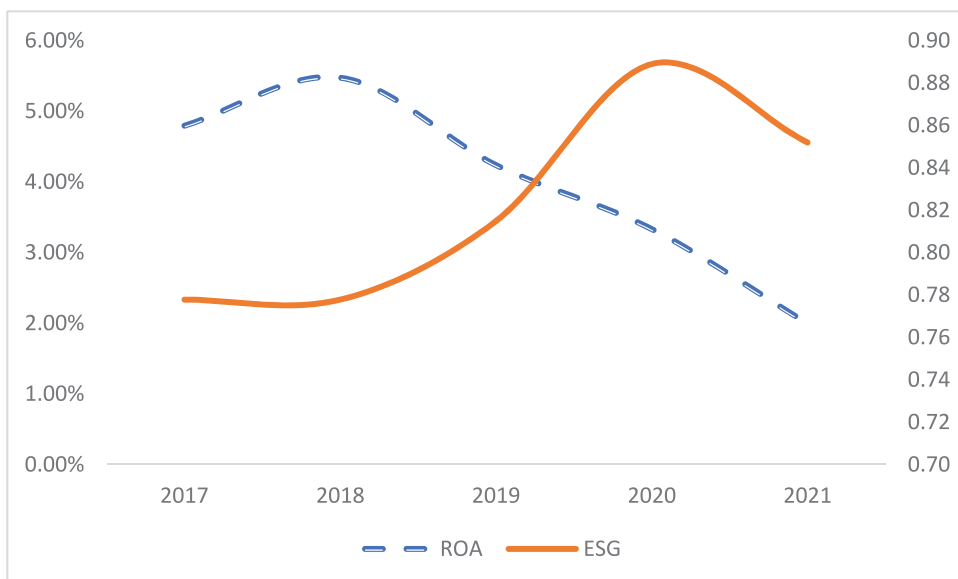
Bảng 5. Tổng hợp kết quả kiểm định

	ROA	Tobin's Q
ESG	Tác động ngược chiều	Tác động cùng chiều
Quy mô công ty (Size)	Không có tác động	Tác động cùng chiều
Đòn bẩy tài chính (Debt)	Tác động ngược chiều	Tác động ngược chiều
Tốc độ tăng trưởng (Grow)	Tác động cùng chiều	Không có tác động

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Sau khi khắc phục khuyết tật của mô hình bằng việc sử dụng mô hình hồi quy GLS, kết quả chỉ ra rằng ESG có tác động ngược chiều đối với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Điều này hoàn toàn phù hợp với lý thuyết cổ đông của Friedman (1970) khi chỉ ra rằng trách nhiệm chính của doanh nghiệp là tối đa hóa lợi nhuận cho cổ đông thông qua việc tạo ra lợi nhuận và giá trị cổ phiếu tăng lên. Điều này có thể đạt được thông qua các hành động cắt giảm chi phí, tăng doanh thu và đầu tư vào các dự án mới. Trong khi đó, chỉ tiêu cho ESG không mang lại lợi ích tốt nhất cho các cổ đông vì điều này thể hiện dòng vốn chảy ra làm giảm lợi nhuận (Jensen & Meckling, 1976).

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL) là một ví dụ điển hình cho kết quả nghiên cứu này. NVL là một trong những công ty hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản. Bên cạnh đó, báo cáo thường niên của NVL được đánh giá là báo cáo đầy đủ về các thông tin liên quan đến ESG. Trong giai đoạn nghiên cứu, điểm số ESG của NVL luôn ở mức cao từ 0,78 cho đến 0,89; đây được coi là mức điểm ESG thuộc nhóm cao nhất và có sự gia tăng qua các năm. Nhưng ngược chiều với ESG là tỷ lệ lợi nhuận ròng trên tổng tài sản của NVL lại có xu hướng giảm. Nguyên nhân trực tiếp khiến ROA của doanh nghiệp giảm là việc tốc độ tăng trưởng lợi nhuận thuần của NVL chậm hơn tốc độ tăng trưởng tổng tài sản của doanh nghiệp. Nguyên nhân gián tiếp đến từ việc NVL đã chi quá nhiều tiền vào những hoạt động không tạo ra lợi nhuận khiến cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp bị ảnh hưởng.

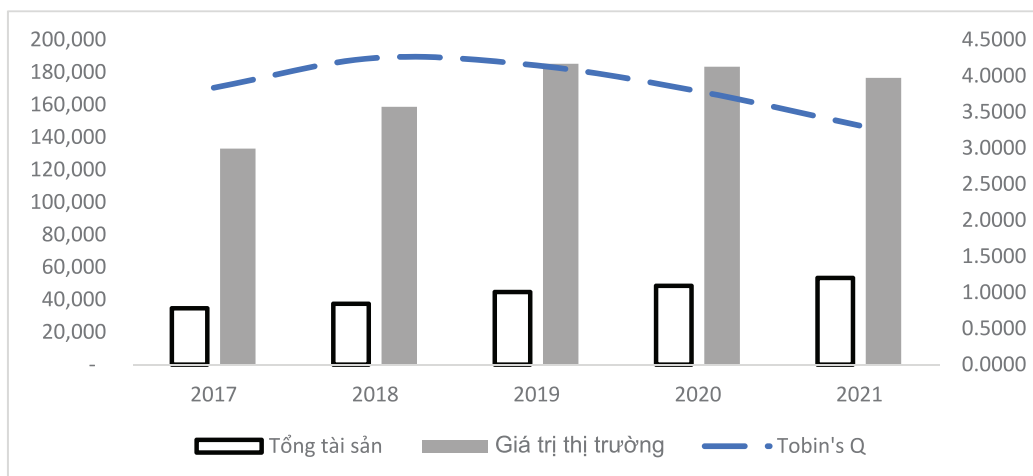


Hình 2. Công ty Cổ phần Tập đoàn Đầu tư địa ốc No Va

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Trong khi đó, kết quả nghiên cứu cho thấy ESG có mối quan hệ cùng chiều với Tobin's Q, điều này trùng khớp với nghiên cứu của Alareeni & Hamdan (2020), Wang & Sarkis (2017) khi nghiên cứu trên thị trường Hoa Kỳ. Buallay (2019) khi nghiên cứu tại 20 quốc gia phát triển trong giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2016 cũng đưa ra kết luận rằng đầu tư vào ESG có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính dựa trên dữ liệu thị trường. Hơn thế, kết quả nghiên cứu cũng được ủng hộ bởi lý thuyết các bên liên quan của Freeman (1984) cho rằng các nhà quản lý cần hiểu mối quan tâm của các cổ đông, nhân viên, khách hàng, nhà cung cấp, người cho vay và xã hội để phát triển các mục tiêu phát triển bền vững. Lý thuyết các bên liên quan cho rằng thành công thực sự của một công ty nằm ở việc làm hài lòng tất cả các bên liên quan chứ không chỉ các cổ đông của công ty. Việc doanh nghiệp đầu tư vào ESG sẽ khiến giá trị thị trường của doanh nghiệp tăng lên cùng với đó là sự hài lòng của các bên liên quan.

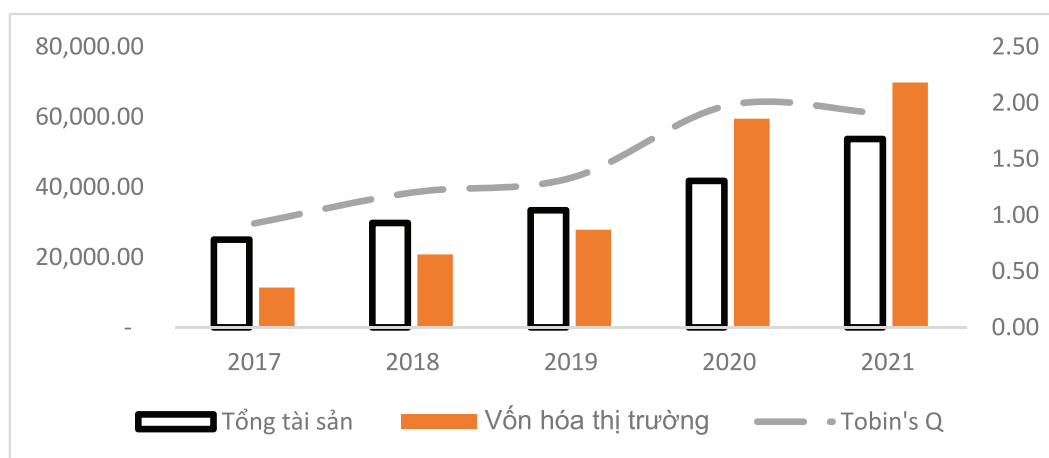
Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam (Vinamilk) là một ví dụ điển hình cho kết quả của nghiên cứu. Vinamilk được đánh giá là doanh nghiệp có nhiều hoạt động ESG nổi bật tại Việt Nam, bên cạnh đó công ty cũng luôn chú trọng vào việc báo cáo các hoạt động của họ trong báo cáo tài chính hàng năm. Cùng với đó là giá trị thị trường (Tobin's Q) của Vinamilk luôn gấp 3-4 lần so với giá trị sổ sách của công ty trong khoảng thời gian nghiên cứu, đây cũng là công ty có giá trị thị trường so với giá trị sổ sách là cao nhất trong các doanh nghiệp được nghiên cứu. Điều này cho thấy, việc các doanh nghiệp thực hiện ESG sẽ khiến giá trị thị trường của doanh nghiệp tăng cao, việc minh bạch thông tin đã khiến các nhà đầu tư tin tưởng và đẩy giá trị thị trường của công ty lên cao.



Hình 3. Công ty Cổ phần Sữa Việt Nam

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Quy mô doanh nghiệp (Size) có tác động tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp với mức ý nghĩa 5%, điều này nghĩa là hiệu quả tài chính của doanh nghiệp theo dữ liệu thị trường có liên quan đến quy mô của doanh nghiệp. Kết quả ủng hộ giả thuyết rằng doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì giá trị thị trường của doanh nghiệp càng cao. Điều đó được chứng minh thông qua việc nếu doanh nghiệp có quy mô lớn, giá trị tổng tài sản cao thì doanh nghiệp sẽ dễ dàng thu hút các nhà đầu tư hơn so với những doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Bên cạnh đó, việc huy động vốn để đáp ứng cho quá trình sản xuất kinh doanh cũng trở nên đơn giản hơn. Pasiouras & cộng sự (2008), Guillén & cộng sự (2014) còn chỉ ra rằng doanh nghiệp có quy mô hơn sẽ giảm chi phí hoạt động do tận dụng lợi thế quy mô, từ đó thu hút được khách hàng và các bên liên quan.

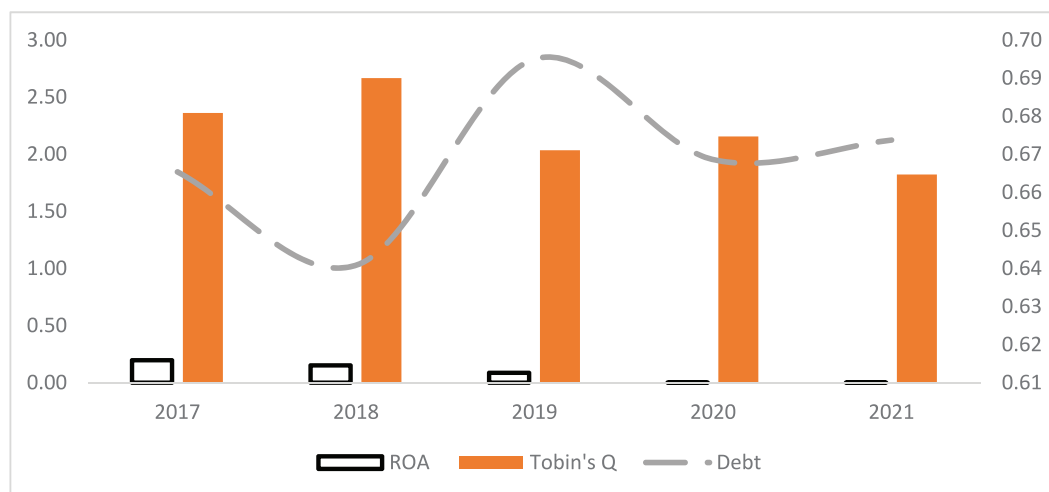


Hình 4. Tobin's Q của Tập đoàn FPT

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bằng chứng thực nghiệm cho kết quả hồi quy là Tập đoàn FPT, một trong những tập đoàn về công nghệ hàng đầu Việt Nam với quy mô doanh nghiệp tăng dần từ năm 2017-2021. Hình 4 cho thấy sự đồng pha của tổng tài sản và vốn hóa thị trường của công ty. Khi doanh nghiệp mở rộng quy mô thì mức vốn hóa thị trường của công ty cũng sẽ được tăng lên, cùng với đó là hệ số Tobin's Q cũng sẽ tăng lên theo mức vốn hóa thị trường. Bên cạnh đó, ngoài ba lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là công nghệ, viễn thông và giáo dục, FPT còn kinh doanh ở rất nhiều lĩnh vực khác nhau như bán lẻ, tài chính và bất động sản. Nhờ lợi thế về quy mô, doanh nghiệp có thể dễ dàng mở rộng lĩnh vực kinh doanh và thu hút khách hàng, nhà đầu tư.

Kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng đòn bẩy tài chính (Debt) có tác động ngược chiều lên Tobin's Q tại mức ý nghĩa 5%, tức là ủng hộ giả định giá trị thị trường của doanh nghiệp có mối liên hệ với đòn bẩy tài chính. Điều này cho thấy đòn bẩy tài chính làm giảm giá trị thị trường của doanh nghiệp, trùng khớp với kết quả của mô hình với biến phụ thuộc là ROA của nghiên cứu. Kết quả đã cho thấy, với những doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính cao thì các nhà đầu tư càng lo ngại về khả năng phá sản và việc tiếp tục hoạt động trong tương lai của công ty. Theo các nghiên cứu đi trước, với những doanh nghiệp sản xuất – dịch vụ nếu sử dụng đòn bẩy tài chính trên 60% thì có thể xảy ra vỡ nợ và con số này là trên 90% đối với các doanh nghiệp trong lĩnh vực ngân hàng. Do đó, để an toàn với các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao thì các chủ nợ và nhà đầu tư sẽ yêu cầu công ty có những biện pháp quản trị rủi ro chặt chẽ hơn.



Hình 5. Công ty Cổ phần Hàng không Vietjet

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Công ty Cổ phần Hàng không Vietjet (VJC) là một trong những ví dụ của kết quả đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến khả năng sinh lời (ROA) và giá trị thị trường (Tobin's Q) của công ty. Trong giai đoạn 2017-2021, VJC luôn sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức trên 60%, đây là mức sử dụng đòn bẩy tài chính cao khi VJC là

một doanh nghiệp kinh doanh dịch vụ. Tương quan với mức đòn bẩy tài chính cao là việc khả năng sinh lời của công ty giảm dần theo thời gian và giá trị thị trường cũng giảm xuống thấp nhất vào năm 2021. Hơn thế nữa, ngoài việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao khiến các nhà đầu tư lo ngại còn có tác động từ COVID-19 khiến tình hình kinh doanh của doanh nghiệp bị đình trệ. Do đó, những yếu tố trên đã khiến lợi nhuận của VJC giảm sút, điều này đã khiến ROA của doanh nghiệp giảm dần từ năm 2017-2021.

Tốc độ tăng trưởng (Grow) càng cao thì khả năng sinh lời của doanh nghiệp càng tăng lên. Tốc độ tăng trưởng được tính toán dựa trên tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp, cùng với đó công thức lợi nhuận thuần trên tổng tài sản được sử dụng để tính toán ROA. Do đó, việc tăng trưởng doanh thu sẽ kéo theo việc tăng lên của ROA.

Như vậy, đầu tư vào ESG có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính dựa trên dữ liệu kế toán nhưng lại có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính dựa trên dữ liệu thị trường. Điều này phù hợp với kết quả nghiên cứu của Buallay (2019) khi bài nghiên cứu đưa ra kết quả trùng khớp với kết quả của nghiên cứu. Kết quả đã cho thấy rằng nếu các doanh nghiệp có một kế hoạch đầu tư nghiêm túc vào ESG thì sẽ đem lại hiệu quả nhất định, đặc biệt là sự tin tưởng của các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán. Do đó, có thể kết luận rằng việc đầu tư vào ESG của doanh nghiệp mang lại những lợi ích tích cực đến giá trị thị trường của doanh nghiệp bằng việc quảng bá doanh nghiệp thông qua những hoạt động cộng đồng hay thu hút người tiêu dùng bằng các hoạt động đảm bảo an toàn chất lượng.

6. Kết luận

Thông báo các hoạt động ESG của các doanh nghiệp Việt Nam đến các bên liên quan (bao gồm nhà đầu tư trong nước và nước ngoài, cơ quan chức năng, chính quyền sở tại và người tiêu dùng) vẫn chủ yếu là tự nguyện và khá tự do mà không tuân theo bất kỳ hướng dẫn chung nào ngoại trừ GRI hợp nhất ban hành năm 2016 và các tiêu chí trong Thông tư 155/TT-BCT/2015. Các công ty có quy mô lớn mới lập báo cáo ESG và số lượng các công ty thực hiện báo cáo ESG (bao gồm báo cáo phát triển bền vững) là rất ít và chủ yếu tập trung trong nhóm VN30. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng việc các công ty công bố ESG trong báo cáo thường niên hoặc báo cáo phát triển bền vững đến các bên liên quan sẽ làm tăng giá trị thị trường của công ty. Điều này ngụ ý rằng ESG giúp doanh nghiệp nâng cao giá trị thương hiệu, tăng cường sự trung thành của người lao động đối với công ty cũng như lòng trung thành và niềm tin của cộng đồng và người tiêu dùng đối với hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Chính vì vậy, doanh nghiệp cần chú trọng hơn trong quá trình lập báo cáo thường niên và báo cáo ESG đến các bên liên quan.

Ngoài ra, để đẩy mạnh việc nhận thức về trách nhiệm xã hội lẫn tác động của ESG đối với hiệu quả tài chính của một doanh nghiệp, người lãnh đạo và các quản lý cấp cao trong các công ty cần phải hình thành một thái độ đúng đắn và suy nghĩ

khác biệt về ESG, bởi quyết định của họ ảnh hưởng đến việc thiết lập chiến lược kinh doanh cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Từ đó, việc đầu tư vào ESG không chỉ đơn giản là vấn đề đạo đức hay các hoạt động từ thiện của doanh nghiệp, mà những khía cạnh khác của ESG cũng cần được nắm rõ. Đầu tư ESG không đòi hỏi doanh nghiệp phải chi tiêu một khoản chi phí mà không đem lại lợi ích kinh tế. Trái lại, nhận thức đúng về ESG sẽ giúp cho tổ chức có được nhiều lợi thế trong môi trường cạnh tranh, từ đó khuyến khích các nhà quản lý tự ghi vào chiến lược kinh doanh của công ty những hoạt động ESG, cũng như tích cực tham gia vào các chương trình nhằm đưa ra giải pháp có ích cho cả công ty và các bên liên quan.

Tài liệu tham khảo

- Alareeni, B.A. & Hamdan, A. (2020), “ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms”, *Corporate Governance*, Vol. 20 No. 7, pp. 1409-1428.
- Arayssi, M. & Jizi, M.I. (2019), “Does corporate governance spill over firm performance? A study of valuation of MENA companies”, *Social Responsibility Journal*, Vol. 15 No. 5, pp. 597-620.
- Ashforth, B.E. & Gibbs, B.W. (1990), “The double-edge of organizational legitimation”, *Organization Science*, Vol. 1 No. 2, pp. 177-194.
- Atan, R., Alam, M.M., Said, J. & Zamri, M. (2018), “The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: panel study of Malaysian companies”, *Management of Environmental Quality: an International Journal*, Vol. 29 No. 2, pp. 182-194.
- Balabanis, G., Phillips, H.C. & Lyall, J. (1998), “Corporate social responsibility and economic performance in the top British companies: are they linked?”, *European Business Review*, Vol. 98 No. 1, pp. 25-44.
- Bansal, P. & Roth, K. (2000), “Why companies go green: a model of ecological responsiveness”, *Academy of Management Journal*, Vol. 43 No. 4, pp. 717-736.
- Berger, A.N., Leusner, J.H. & Mingo, J.J. (1997), “The efficiency of bank branches”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 40 No. 1, pp. 141-162.
- Branco, M.C. & Rodrigues, L.L. (2006), “Corporate social responsibility and resource-based perspectives”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 69, pp. 111-132.
- Buallay, A. (2019), “Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector”, *Management of Environmental Quality: an International Journal*, Vol. 30 No. 1, pp. 98-115.
- Cai, L. & He, C. (2014), “Corporate environmental responsibility and equity prices”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 125 No. 4, pp. 617-635.
- Chapple, W. & Moon, J. (2005), “Corporate Social Responsibility (CSR) in Asia”, *Business and Society*, Vol. 44 No. 4, pp. 415-441.
- Châu, T.L.D. & Nguyễn, M.C. (2012), “Phân tích những nhân tố thúc đẩy trách nhiệm xã hội của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Thành phố Cần Thơ”, *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, Số 25, tr. 9-16.
- Cheng, B., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014), “Corporate social responsibility and access to finance”, *Strategic Management Journal*, Vol. 35 No. 1, pp. 1-23.

- Cho, J., Youn, J.M. & Cho, D. (2019), “An automatic array distribution technique for multi-bank memory of high performance IoT systems”, *World Journal of Wireless Devices and Engineering*, Vol. 3 No. 1, pp. 15-20.
- Cormier, D. & Magnan, M. (2007), “The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: an international perspective”, *Ecological Economics*, Vol. 62 No. 3-4, pp. 613-626.
- Crifo, P., Diaye, M.A. & Oueghlissi, R. (2017), “The effect of countries' ESG ratings on their sovereign borrowing costs”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 66, pp. 13-20.
- Derwall, J.M.M. (2007), *The Economic Virtues of SRI and CSR*, Erasmus University Rotterdam, Rotterdam.
- Dowling, J. & Pfeffer, J. (1975), “Organizational legitimacy: social values and organizational behaviour”, *Pacific Sociological Review*, Vol. 18 No. 1, pp. 122-136.
- El Ghouli, S., Guedhami, O. & Kim, Y. (2017), “Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 48, pp. 360-385.
- Eliwa, Y., Aboud, A. & Saleh, A. (2019), “ESG practices and the cost of debt: evidence from EU countries”, *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 79, 102097.
- Fatemi, A., Glaum, M. & Kaiser, S. (2018), “ESG performance and firm value: the moderating role of disclosure”, *Global Finance Journal*, Vol. 38, pp. 45-64.
- Freeman, R.E. (1994), “The politics of stakeholder theory”, *Business Ethics Quarterly*, Vol. 4, pp. 409-421.
- Friedman, M. (1970), “The social responsibility of business is to increase its profits”, In *Corporate Ethics and Corporate Governance*, Springer, Berlin.
- Golin, J. & Delhaise, P. (2013), *The Bank Credit Analysis Handbook: a Guide for Analysis, Bankers and Investors (2nd ed.)*, John Wiley & Sons, USA.
- Guillén, J., Rengifo, E.W. & Ozsoz, E. (2014), “Relative power and efficiency as a main determinant of banks' profitability in Latin America”, *Borsa Istanbul Review*, Vol. 14 No. 2, pp. 119-125.
- Gujarati, D.N. (2009), *Basic Econometrics*, Tata McGraw-Hill Education, New Delhi.
- Haji, A.A. (2013), “Corporate social responsibility disclosures over time: evidence from Malaysia”, *Managerial Audit Journal*, Vol. 28 No. 7, pp. 647-676.
- Haniffa, R.M. & Cooke, T.E. (2002), “Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations”, *Abacus*, Vol. 38 No. 3, pp. 317-349.
- Hoàng, C.L. (2015), *Định hướng thị trường, trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp và kết quả kinh doanh: vai trò điều tiết của định hướng marketing mối quan hệ*, Luận án Tiến sĩ, Trường Đại học kinh tế TP. Hồ Chí Minh.
- Jeffrey, S., Rosenberg, S. & McCabe, B. (2019), “Corporate social responsibility behaviors and corporate reputation”, *Social Responsibility Journal*, Vol. 15 No. 3, pp. 395-408.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, pp. 77-132.
- Jitaree, W. (2015), *Corporate Social Responsibility Disclosure and Financial Performance: Evidence from Thailand*, Doctor of Philosophy thesis, University of Wollongong, Australia.

- Jo, H. & Harjoto, M.A. (2012), “The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 106, pp. 53-72.
- Lindblom, C.K. (1994), “The implications of organisational legitimacy for corporate social performance and disclosure”, In *Critical Perspectives on Accounting Conference*, New York.
- Mohammed, N.A., Saheed, Z. & Oladele, O.K. (2016), “Corporate social responsibility disclosure and financial performance of listed manufacturing firms in Nigeria”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 7 No. 4, pp. 47-58.
- Nguyễn, Đ.C. & Lư, M.Đ. (2008), “Trách nhiệm xã hội doanh nghiệp: một số vấn đề lý luận, kinh nghiệm quốc tế và thực tiễn tại Việt Nam”, *Tạp chí Quản lý Kinh tế*, Tập 23, Số 4, tr. 3-11.
- Nguyễn, Q.N. (2020), *Tác động của trách nhiệm xã hội đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam*, Luận văn thạc sĩ, Đại học Quốc gia TP Hồ Chí Minh, Trường Đại học Kinh tế - Luật, TP Hồ Chí Minh.
- Orazalin, N. (2019), “Corporate governance and corporate social responsibility (CSR) disclosure in an emerging economy: evidence from commercial banks of Kazakhstan”, *Corporate Governance: the International Journal of Business in Society*, Vol. 19 No. 3, pp. 490-507.
- Park, S. (2017), “Corporate social responsibility, visibility, reputation, and financial performance: empirical analysis on the moderating and mediating variables from Korea”, *Social Responsibility Journal*, Vol. 13 No. 4, pp. 856-871.
- Parsons, T. (1960), *Structure and Process in Modern Societies*, Free Press, New York.
- Pasiouras, F., Liadaki, A. & Zopounidis, C. (2008), “Bank efficiency and share performance: Evidence from Greece”, *Applied Financial Economics*, Vol. 18 No. 14, pp. 1121-1130.
- Pfeffer, J. (1981), “Management as symbolic action: the creation and maintenance of organizational paradigms”, *Research in Organizational Behavior*, Vol. 13, pp. 1-52.
- Phạm, L.C. (2014), “Thực trạng và các giải pháp nâng cao hiệu quả thực hiện trách nhiệm xã hội của các doanh nghiệp Việt Nam”, *Kỷ yếu Khoa học*, Trường Đại học Thăng Long, Hà Nội.
- Phạm, V.Đ. (2011), “Một số vấn đề lý luận và thực tiễn cấp bách trong việc thực hiện trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp Việt Nam hiện nay”, *Tạp chí Nghiên cứu kinh tế*, Tập 400, Số 9, tr. 19-33.
- Porter, M., Serafeim, G. & Kramer, M. (2019), “Where ESG fails”, *Institutional Investor*, Vol. 16 No. 2, pp. 121-140.
- Prasad, S., Singh, A., Korres, N.E., Rathore, D., Sevda, S. & Pant, D. (2020), “Sustainable utilization of crop residues for energy generation: a life cycle assessment (LCA) perspective”, *Bioresource Technology*, Vol. 303, 122964.
- Reznick, M. & Viehs, M. (2017), “Pricing ESG risk in credit markets”, *Hermes Credit and Hermes EOS Research Paper Q*, Vol. 2, pp. 1-7.
- Rouf, D.M.A. (2011), “The corporate social responsibility disclosure: a study of listed companies in Bangladesh”, *Business and Economics Research Journal*, Vol. 2 No. 3, pp. 19-32.
- Said, R., Omar, N. & Abdullah, W.N. (2013), “Empirical investigations on boards, business characteristics, human capital, and environmental reporting”, *Social Responsibility Journal*, Vol. 9 No. 4, pp. 534-553.

- Saleh, M., Zulkifli, N. & Muhamad, R. (2010), “Corporate social responsibility disclosure and its relation on institutional ownership: evidence from public listed companies in Malaysia”, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 25 No. 6, pp. 591-613.
- Sassen, R., Hinze, A.K. & Hardeck, I., (2016), “Impact of ESG factors on firm risk in Europe”, *Journal of Business Economics*, Vol. 86 No. 8, pp. 867-904.
- Suchman, M.C. (1995), “Managing legitimacy: strategic and institutional approaches”, *Academy of Management Review*, Vol. 20 No. 3, pp. 571-610.
- Tạ, T.T.H. (2017), “Mối quan hệ công bố thông tin trách nhiệm xã hội và hiệu quả tài chính tại các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam”, Kỷ yếu Hội thảo, Trường Đại học Quy Nhơn, Bình Định.
- Tilakasiri, K.K. (2012), *Corporate Social Responsibility and Company Performance: evidence from Sri Lanka*, Doctoral dissertation, Victoria University, Melbourne.
- Trang, H.N.T. & Yekini, L.S. (2014), “Investigating the link between CSR and financial performance: Evidence from Vietnamese listed companies”, *British Journal of Arts and Social Sciences*, Vol. 17 No. 1, pp. 85-101.
- Trần, T.T.H. & Nguyễn, M.C. (2013), “Phân tích những nhân tố thúc đẩy việc thực hiện trách nhiệm xã hội của các doanh nghiệp nhỏ và vừa ở Thành phố Cần Thơ”, *Tạp chí Khoa học Trường Đại học Cần Thơ*, Số 25, tr. 9-16.
- United Nations (2004), *Who Cares Wins: Connecting the Financial Markets to a Changing World?*, United Nations.
- Velte, P. (2017), "Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany", *Journal of Global Responsibility*, Vol. 8 No. 2, pp. 169-178.
- Vogel, D. (2005), “Is there a market for virtue? The business case for corporate social responsibility”, *California Management Review*, Vol. 47 No. 4, pp. 19-45.
- Waddock, S.A. & Graves, S.B. (1997), “The corporate social performance-financial performance link”, *Strategic Management Journal*, Vol. 18 No. 4, pp. 303-319.
- Wang, Z. & Sarkis, J. (2017), “Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance”, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 162, pp. 1607-1616.
- World Commission on Environment, Development (1987), “Our Common Future”, Oxford: Oxford University Press, <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>, truy cập 29/03/2023.
- Wu, S.W., Lin, F. & Wu, C.M. (2014), “Corporate social responsibility and cost of capital: an empirical study of the Taiwan stock market”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 50 No. 1, pp. 107-120.