

TRÁCH NHIỆM XÃ HỘI, HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH:
NGHIÊN CỨU TRƯỜNG HỢP DOANH NGHIỆP TÀI CHÍNH
NHÓM QUỐC GIA ASEAN5

Dương Nguyễn Thanh Phương¹

Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Nguyễn Quốc Anh

Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Ngày nhận: 23/05/2024; Ngày hoàn thành biên tập: 10/12/2024; Ngày duyệt đăng: 18/12/2024

DOI: <https://doi.org/10.38203/jiem.vi.052024.1152>

Tóm tắt: Bài viết đánh giá tác động giữa thực hiện trách nhiệm xã hội (CSR), môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp (ESG), lượng phát thải carbon và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp tài chính trong khu vực ASEAN5. Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy Bình phương nhỏ nhất tổng quát (Generalized Least Squares - GLS) với dữ liệu được thu thập từ các báo cáo doanh nghiệp từ năm 2017 đến năm 2022 và được cung cấp bởi Refinitiv Eikon. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ tích cực giữa điểm ESG, điểm phát thải và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp được đo lường bằng chỉ số ROA, ROE. Ngoài ra, các yếu tố như chiến lược CSR, điểm thành phần ESG, tỷ lệ nợ và vốn hóa thị trường cũng ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính. Nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm mới về mối liên hệ giữa CSR và hiệu quả tài chính tại khu vực ASEAN5, đồng thời đề xuất hàm ý chính sách nhằm thúc đẩy phát triển bền vững ở các nước đang phát triển.

Từ khóa: ASEAN, CSR, ESG, Hiệu quả tài chính, Phát triển bền vững

CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND FINANCIAL
PERFORMANCE: THE CASE OF LISTED FINANCIAL FIRMS IN
ASEAN 5 COUNTRIES

Abstract: This study investigates the relationship between corporate social responsibility (CSR), environmental, social, and governance (ESG), carbon emission, and the financial performance of financial firms in the ASEAN5 region. Using panel data from business reports for the period of 2017 to 2022 provided by the Refinitiv Eikon database, the empirical analysis is conducted with the GLS regression method. The findings demonstrate a positive correlation between the financial performance of businesses as determined by ROA and ROE factors

¹ Tác giả liên hệ, Email: phuongdnt@ueh.edu.vn

and the ESG and emission scores. Additionally, it also indicates that several factors influence business performance such as market capitalization, debt ratio, environmental, governance, and social component score, and CSR strategy. The research results contribute empirical evidence to the existing literature on the relationship between CSR and financial performance in the ASEAN5 countries region. Moreover, the paper proposes practical policy recommendations to promote sustainable development in developing countries.

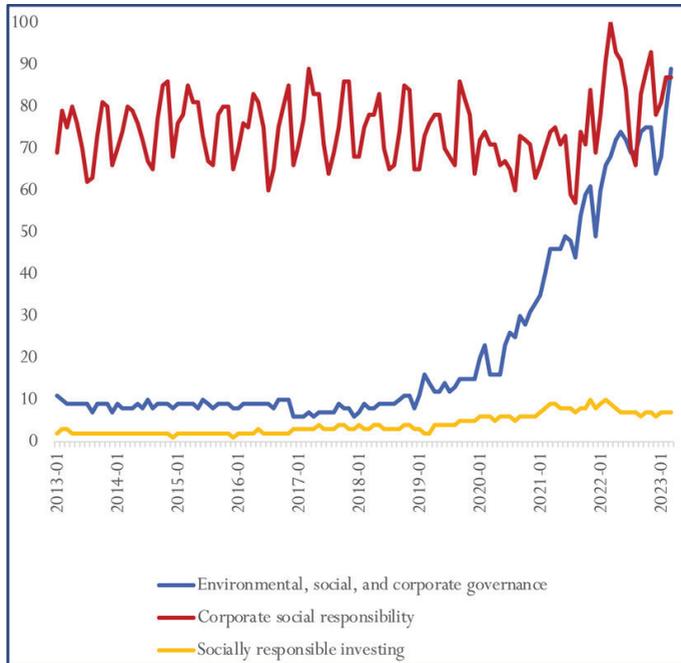
Keywords: ASEAN, CSR, ESG, Financial Performance, Sustainable Development

1. Đặt vấn đề

Sự gia tăng nhận thức về tác động của hoạt động kinh doanh đối với môi trường và xã hội đã thúc đẩy sự chuyển dịch mạnh mẽ sang các hình thức đầu tư bền vững. Các nhà đầu tư ngày càng nhận ra rằng việc tích hợp các yếu tố ESG vào quá trình ra quyết định đầu tư không chỉ giúp giảm thiểu rủi ro mà còn tạo ra cơ hội tăng trưởng lâu dài. Xu hướng đầu tư ESG không chỉ đơn thuần là một lựa chọn, mà còn là một yêu cầu cấp thiết để đảm bảo sự phát triển bền vững của các doanh nghiệp và nền kinh tế, đóng góp cho mục tiêu kép phát triển kinh tế và bảo vệ môi trường.

Phân tích chuỗi thời gian cho các tìm kiếm trên toàn thế giới về các chủ đề tìm kiếm trên Google: “môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp”, “trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp” và “đầu tư có trách nhiệm xã hội”. Chủ đề do Google đặt ra là “quản trị môi trường, xã hội và doanh nghiệp”. Các con số này thể hiện sự quan tâm đến ESG, như được phản ánh bởi cá nhân tìm kiếm trên Google đã tăng lên nhanh chóng, đặc biệt trong khoảng 5 năm trở lại đây. Kết quả có thể được so sánh với chủ đề “trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp” do Google đặt ra, vẫn là một chủ đề tương đối quan trọng trong thập kỷ qua. Ngược lại, trong khi chủ đề “đầu tư có trách nhiệm xã hội” do Google đặt ra đã đủ quan tâm để đảm bảo được chỉ định là chủ đề của xu hướng Google, nó vẫn là trọng tâm tương đối nhỏ của các tìm kiếm trên Google so với hai chủ đề còn lại.

Trong lĩnh vực tài chính, vai trò của ESG đang tăng lên đáng kể giữa cả tổ chức và cá nhân các nhà đầu tư. Đầu tư gắn với trách nhiệm môi trường, xã hội và quản trị (ESG) đang trở thành xu hướng chủ đạo của thế giới tài chính và đầu tư. Nhiều nhà đầu tư tổ chức hiện đang tích hợp một cách rõ ràng nguyên tắc ESG vào chiến lược đầu tư của họ. Theo kết quả khảo sát, tích hợp ESG là phương pháp phổ biến nhất để đầu tư vào môi trường, xã hội và quản trị (ESG) giữa các nhà đầu tư tổ chức trên toàn thế giới vào năm 2021, nghĩa là đưa các vấn đề ESG vào quyết định đầu tư một cách có hệ thống. Tỷ lệ sử dụng tích hợp ESG đã tăng hơn gấp đôi kể từ năm 2019, đạt 48% vào năm 2021. Nhìn chung, việc áp dụng ESG đang trở nên phổ biến hơn và tỷ lệ những người không triển khai các phương pháp ESG đã giảm dần trong giai đoạn này (Statista, 2023).



Hình 1. Kết quả tìm kiếm theo chủ đề: “môi trường, xã hội và quản trị doanh nghiệp”, “trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp” và “đầu tư có trách nhiệm xã hội” trên Google

Nguồn: Starks (2023)

Thực tế này củng cố quan điểm ESG không phải là công bố thông tin bắt buộc nhưng đóng góp đáng kể vào cải thiện tình hình tài chính của công ty (Raghavan, 2022). Hơn nữa, xu hướng quan tâm CSR ngày càng tăng và việc công bố ESG của các công ty cuối cùng phản ánh tính hiệu quả và độ tin cậy của sự quản lý. Tuy nhiên, việc công bố ESG là yếu tố nổi bật thúc đẩy hiệu suất doanh nghiệp và đầu tư.

Bên cạnh các yếu tố tài chính, các chỉ số ESG là yếu tố quan trọng thể hiện toàn cảnh bức tranh về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và báo cáo ESG được tích hợp vào chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp sẽ truyền tải thông điệp doanh nghiệp đang thực hiện các bước đi cần thiết để phát triển bền vững và sinh lời trong dài hạn.

McKinsey ước tính rằng để đạt được mức 0 ròng vào năm 2050 sẽ cần 9,2 nghìn tỷ USD vốn hàng năm triển khai trên mọi lĩnh vực của nền kinh tế. Từ 2019 đến 2022, 330 quỹ phát triển bền vững mới, thuộc về môi trường, xã hội và quản trị (ESG) và các quỹ tác động chỉ được tung ra ở thị trường tư nhân. Đạo luật giảm lạm phát và Thỏa thuận mới xanh đã cam kết lần lượt là 370 tỷ USD và 1 nghìn tỷ Euro, để đạt được số 0 ròng. Bất chấp tất cả những tiến bộ này, nghiên cứu của McKinsey cho thấy vẫn còn một vấn đề quan tâm, đó là khoảng trống đầu tư cần được lấp đầy (McKinsey, 2023).

Tiến bộ của các quốc gia thành viên ASEAN trong việc đạt được mục tiêu phát triển bền vững (Sustainable Development Goals - SDG) được thể hiện qua các chính sách xã hội, môi trường các chỉ số hiệu quả kinh tế và tinh thần (Jelaca & cộng sự, 2020; Ma'ruf & Aryani, 2019). Khu vực này ngày càng được coi là điểm nóng về ESG do thay đổi quy định địa phương, áp lực quốc tế (đặc biệt là từ kinh doanh) và nền kinh tế đang phát triển nhanh chóng. Tất cả các nước trong ASEAN - 6 thị trường, ngoại trừ Philippines, đều có tỷ lệ rỗng bằng 0 mục tiêu đến giai đoạn 2050-2060. Indonesia đặt mục tiêu hạn chế năng lượng nhiệt khoảng 25% vào năm 2050, Thái Lan đang hướng tới mục tiêu về năng lượng tái tạo đạt 50% vào năm 2050 và Singapore đang kỳ vọng về mục tiêu năng lượng tái tạo đạt 2GW vào năm 2030 từ mức 350MW vào năm 2020. Việt Nam đặt mục tiêu loại bỏ dần việc sản xuất điện chạy bằng than vào năm 2040. Thái Lan đặt mục tiêu giảm 40% lượng phát thải khí nhà kính vào năm 2030, Malaysia đặt mục tiêu giảm 45% vào năm 2030 và Philippines đặt mục tiêu 75%.

Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á (ASEAN) với nền kinh tế đa dạng, quỹ đạo tăng trưởng năng động và những thách thức để phát triển bền vững ngày càng gia tăng, chính điều này mang đến cả cơ hội và thách thức đòi hỏi một cách tiếp cận cân bằng để tăng trưởng và phát triển bền vững. Sự quan sát tác động của ESG trong các bối cảnh đặc thù của các quốc gia khác nhau là quan trọng để hiểu rõ hơn về hiệu quả của các chiến lược ESG. Việc kiểm chứng tác động của ESG từ thị trường các quốc gia mới nổi như ASEAN, nơi đang đối mặt với nhiều thách thức như biến đổi khí hậu và đầu tư, cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm và thực tiễn cho các nghiên cứu về ESG.

Xuất phát từ bối cảnh thực tiễn và bối cảnh lý thuyết, nghiên cứu được thực hiện nhằm cung cấp bằng chứng thực nghiệm tác động thực hiện trách nhiệm xã hội, ESG, kiểm soát carbon đối với hiệu quả tài chính doanh nghiệp, bối cảnh khu vực ASEAN5. Tiếp đó, nghiên cứu cung cấp cho các nhà quản lý thông tin cần thiết để đưa ra quyết định chiến lược về việc áp dụng thực hiện trách nhiệm xã hội, ESG. Ngoài ra, nghiên cứu hỗ trợ các nhà đầu tư trong việc đánh giá rủi ro và cơ hội liên quan đến ESG và thúc đẩy sự phát triển bền vững và có trách nhiệm của doanh nghiệp. Từ đó, đề xuất các hàm ý chính sách, giải pháp quản trị để phát triển doanh nghiệp tốt hơn, nâng cao ý thức trách nhiệm đối với vấn đề môi trường, hướng đến nền kinh tế carbon thấp cũng như đạt các mục tiêu cam kết theo lộ trình của từng quốc gia.

Cấu trúc bài viết gồm 5 phần. Sau phần giới thiệu nghiên cứu, phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết và tổng quan tình hình nghiên cứu. Tiếp đó, phần 3 giới thiệu mô hình và phương pháp nghiên cứu. Phần 4 trình bày thảo luận kết quả nghiên cứu. Cuối cùng, phần 5 đưa ra kết luận, hàm ý chính sách, đồng thời chỉ ra hạn chế và hướng nghiên cứu cho tương lai.

2. Tổng quan lý thuyết và các nghiên cứu có liên quan

Có nhiều cách tiếp cận về trách nhiệm xã hội (Corporate Social Responsibility - CSR). Carroll (1979) đã khẳng định trách nhiệm xã hội là trách nhiệm của doanh nghiệp đối với kinh tế, xã hội và môi trường. Ngoài ra, Carroll (1991) còn đề xuất khái niệm CSR theo mô hình kim tự tháp.

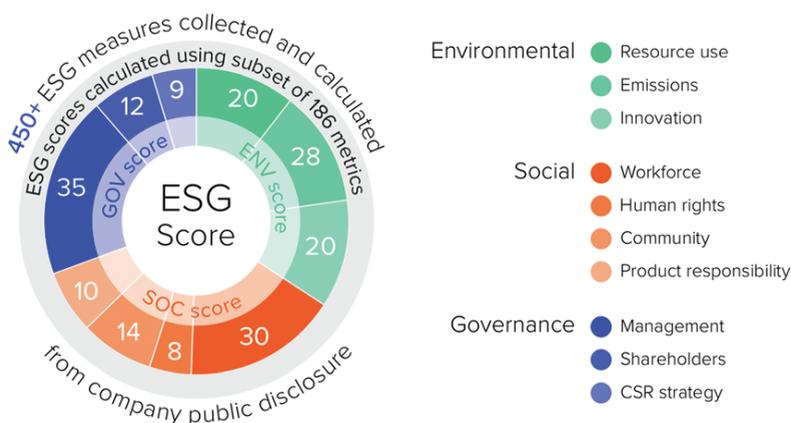
Theo quan điểm của Hội đồng Kinh doanh Thế giới vì sự Phát triển bền vững (World Business Council for Sustainable Development) về CSR doanh nghiệp thì “CSR của doanh nghiệp là cam kết của doanh nghiệp đóng góp cho sự phát triển kinh tế bền vững, thông qua việc tuân thủ chuẩn mực về bảo vệ môi trường, bình đẳng giới, an toàn lao động, trả lương công bằng, đào tạo và phát triển nhân viên, phát triển cộng đồng, bảo đảm chất lượng sản phẩm theo cách có lợi cho doanh nghiệp, cũng như sự phát triển chung của xã hội”.

Thuật ngữ ESG (Environment, Social, Governance), ESG xuất hiện lần đầu vào năm 2004 trong bản báo cáo “Who cares wins: Connecting Financial Markets to a Changing World” của Liên Hợp Quốc. Trải qua gần 2 thập kỷ, ESG đã có thay đổi từ bộ tiêu chuẩn chuyên biệt đánh giá toàn cảnh bức tranh kinh doanh của doanh nghiệp làm cơ sở cho các nhà đầu tư tài chính, trở thành một thuật ngữ chung để chỉ cách mà các nhà quản trị doanh nghiệp hay thương hiệu cân nhắc những tác động của doanh nghiệp và sản phẩm lên môi trường, xã hội và nhân sự của họ. Tiêu chí môi trường đo lường cách một công ty đang xử lý với ô nhiễm và chất thải, biến đổi khí hậu và tài nguyên thiên nhiên. Tiêu chí xã hội kiểm tra mối quan hệ giữa công ty với nhân viên, cộng đồng nơi công ty hoạt động và các các bên liên quan. Quản trị xem xét các quyền cổ đông, lãnh đạo, điều hành của một công ty, chính sách đãi ngộ, kiểm soát nội bộ và kiểm toán. Nghiên cứu này tiếp cận CSR theo quan điểm này.

Sáng kiến Tài chính Chương trình Môi trường của Liên hợp quốc (UNEP-FI) đưa ra bằng chứng đầu tiên về các vấn đề ESG và được thảo luận để giải quyết mối lo ngại về nghĩa vụ ủy thác trong việc sử dụng thông tin ESG trong quyết định đầu tư” (Eccles & cộng sự, 2020).

Có nhiều lý thuyết liên quan đến mối quan hệ giữa CSR và hiệu quả doanh nghiệp tùy theo cấp độ thực hiện CSR. Tuy nhiên, bài viết tập trung sử dụng lý thuyết các bên liên quan (Stakeholder theory) cho rằng, có mối quan hệ tích cực giữa CSR/ESG và hiệu quả tài chính (Financial performance- FP). Giả thuyết này gần với lý thuyết do Freeman (1984) đề xuất. Kumar (2023) chỉ ra quản lý CSR/ESG hiệu quả sẽ không chỉ cải thiện sự hài lòng của các bên liên quan mà còn cả hiệu quả tài chính. Lý thuyết các bên liên quan cho rằng các công ty tiết lộ thông tin tài chính và phi tài chính của mình để đáp ứng nhu cầu của các bên liên quan khác nhau. Hiệu suất của các công ty trong hoạt động ESG đang ngày càng trở thành một khía cạnh quan trọng đối với các bên liên quan và trong quá trình ra quyết định

đầu tư (Ahmad & cộng sự, 2021). Về hiệu quả tài chính, theo Yang & Baasandorj (2017), Lahouel & cộng sự (2019), hiệu quả tài chính của doanh nghiệp có thể được định lượng thông qua các biện pháp kế toán hoặc dựa trên thị trường. Để tính đến những ưu điểm và nhược điểm của từng loại biến FP và theo các nghiên cứu thực nghiệm của Yang & Baasandorj (2017), Lahouel & cộng sự (2019), nghiên cứu này chọn phương pháp theo chỉ số kế toán là ROA và ROE.



Hình 2. Minh họa cách tính chỉ số ESG từ LSEG

Nguồn: LSEG (2023)

Về công bố phát thải khí nhà kính, sự gia tăng hoạt động kinh doanh của các công ty sẽ tạo ra ngày càng nhiều carbon. Đây là một trong những nguyên nhân làm tăng lượng khí thải carbon trên thế giới. Các công ty dự kiến sẽ minh bạch với công chúng, đặc biệt là các nhà đầu tư, chỉ ra công ty đã thể hiện sự quan tâm đối với môi trường. Sự minh bạch như vậy được thể hiện qua việc công bố thông tin phát thải khí nhà kính. Thông qua việc công bố này, dự kiến công chúng, đặc biệt là các nhà đầu tư sẽ ngày càng tin tưởng rằng không chỉ thông tin tài chính mà còn các thông tin phi tài chính quan trọng khác như công bố thông tin về phát thải (Hapsoro & Falih, 2020). Nghiên cứu sử dụng phương pháp đo lường thông tin phát thải từ Refinitive Eikon, đó là điểm số ESG, điểm số Emissions score. Những điểm số này được thiết kế để đo lường một cách minh bạch và khách quan hiệu suất, cam kết và hiệu quả ESG tương đối của công ty trong 10 chủ đề chính, dựa trên dữ liệu có thể kiểm tra và công khai.

ESG ngày càng nhận được sự quan tâm trong bối cảnh hướng đến thực hành tài chính bền vững (Starks, 2023). Nghiên cứu ESG liên quan đến tài chính như mối liên hệ giữa điểm ESG và chi phí vốn của một doanh nghiệp (Wang & cộng sự, 2021; Yu & cộng sự, 2021), hiệu quả tài chính (Chen & Xie, 2022; Mittal & cộng sự, 2008) và giá trị công ty (Bofinger & cộng sự, 2022). Nghiên cứu hiện tại về ESG tập trung nhiều khía cạnh khác nhau như mối quan hệ giữa ESG & hiệu quả tài chính (Dalal & Thaker, 2019; Velte, 2017), công bố ESG và hành vi của nhà

đầu tư (Afeef & Kakakhel, 2022; Chen & Xie, 2022), ESG và phát triển bền vững (Sciarelli & cộng sự, 2021; Chu & cộng sự, 2022), các khuôn khổ và tiêu chuẩn ESG (Bose, 2020) và các chính sách quản lý ESG (Datsii & cộng sự, 2021). Tối ưu hóa hiệu suất ESG đóng vai trò tích cực trong việc nâng cao danh tiếng doanh nghiệp (Maaloul & cộng sự, 2023), cải thiện mối quan hệ với các bên liên quan (Raghuandan & Rajgopal, 2022) và tăng khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trên thị trường (Dkhili, 2023).

Về mặt phân tích, mặc dù có nhiều nghiên cứu ủng hộ mối liên hệ tiêu cực hoặc trung lập giữa hiệu quả môi trường (Environmental performance- EP) và FP (Santis & cộng sự, 2016; Lucato & cộng sự, 2017), nhưng vẫn có nhiều nghiên cứu đã tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa EP và FP của công ty (Gangi & cộng sự, 2020; Liu, 2020).

Nhiều nghiên cứu về ESG và kiểm soát carbon được thực hiện ở cấp độ công ty/ doanh nghiệp, sử dụng cùng nguồn dữ liệu, dẫn đến hạn chế trong việc so sánh và phân tích do sự khác biệt về văn hóa, quy định và điều kiện kinh tế giữa các khu vực. Hơn nữa, mức độ áp dụng thực hành ESG và các yêu cầu công bố có thể khác nhau giữa các quốc gia trong cùng khu vực, ảnh hưởng đến tính khả thi so sánh. Cần có thêm nghiên cứu để phân tích tác động của ESG và kiểm soát carbon trong bối cảnh khu vực cụ thể, đồng thời xem xét các yếu tố văn hóa, quy định và điều kiện kinh tế khác biệt. Mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả tài chính còn nhiều tranh cãi, tuy nhiên thiếu nghiên cứu về tác động kết hợp của ESG và kiểm soát carbon.

Bên cạnh đó, nghiên cứu về thị trường ASEAN là hấp dẫn bởi vì hầu hết các quốc gia mới nổi có những quy định riêng biệt như định nghĩa tài chính Hồi giáo (Malaysia và Indonesia). Do đó, việc sử dụng các mẫu thị trường ASEAN để rút ra kết luận về sự đa dạng hóa khu vực với những đặc điểm không đồng nhất sẽ được tiết kiệm hơn so với việc sử dụng các mẫu toàn cầu. Lĩnh vực trọng tâm thứ hai là tiềm năng đa dạng hóa của sự kết hợp khác nhau giữa các chỉ số ESG và SDGs cùng với các yếu tố vĩ mô để so sánh sự khác biệt trong áp dụng ESG tại các quốc gia. Bức tranh đa dạng về khu vực mà ở đó các quốc gia có sự phát triển khác nhau về ESG để so sánh, trong khi đặt ra cùng mục tiêu về carbon.

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1 Mô hình và phương pháp nghiên cứu

Theo Yang & Baasandorj (2017) và Lahouel & cộng sự (2019), hiệu quả tài chính của doanh nghiệp có thể được định lượng thông qua các biện pháp kế toán hoặc dựa trên thị trường để tính đến những ưu điểm và nhược điểm của từng loại biến FP. Vì vậy, nghiên cứu này sử dụng biến ROA và ROE đo lường FP.

CSR là cam kết của một tổ chức đối với sự phát triển bền vững, thể hiện qua việc quản lý các tác động kinh tế, xã hội và môi trường của các hoạt động kinh doanh.

Điều này bao gồm việc tuân thủ pháp luật, tôn trọng các giá trị đạo đức, đáp ứng kỳ vọng của các bên liên quan và đóng góp tích cực vào cộng đồng. CSR xem xét kỳ vọng của các bên liên quan, tuân thủ các luật hiện hành và phù hợp với các chuẩn mực ứng xử quốc tế, được tích hợp trong toàn bộ tổ chức và được thực hiện trong các mối quan hệ của tổ chức (Tiêu chuẩn Việt Nam, 2016). Tuy nhiên, điểm ESG vẫn là thước đo tốt nhất hiện có để đánh giá các hoạt động CSR của công ty (Cini & Ricci, 2018). Chúng cung cấp đánh giá định lượng về các biện pháp mà công ty thực hiện để bảo vệ môi trường tự nhiên và xã hội của mình và đang được chấp nhận rộng rãi, giúp dễ sử dụng hơn và tạo điều kiện so sánh giữa các công ty.

Clément & cộng sự (2023) tham khảo tài liệu hiện có nhằm mục đích xác định cách điểm số ESG được sử dụng trong tài liệu học thuật. Tổng cộng 4.145 bài báo đã được xác định, trong đó 342 bài báo từ các tạp chí được phân loại Q1 và Q2. Trong số 95 bài viết liên quan đến CSR, 69 bài viết sử dụng điểm ESG là đại diện cho CSR. Trong chủ đề này, 25 trong số 95 bài viết chỉ sử dụng điểm ESG trong phương pháp luận của họ khi thảo luận về CSR, mà không đưa ra bối cảnh cho sự khác biệt giữa điểm ESG và CSR. Vì vậy, có thể thấy điểm số ESG có thể sử dụng như một biến để đo lường cho kết quả CSR nhưng không thể thay thế. Ngoài việc sử dụng điểm số ESG, điểm số các thành phần liên quan môi trường, xã hội và quản trị, nghiên cứu còn sử dụng các biến liên quan đến thực hiện CSR, đó là chiến lược CSR, cam kết CSR và công bố báo cáo CSR.

Trên cơ sở tổng hợp các tài liệu, lý thuyết liên quan, mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

$$FP_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 ESG_{i,t} + \delta_2 EN_{i,t} + \delta_3 SO_{i,t} + \delta_4 GO_{i,t} + \delta_5 CSRS_{i,t} + \delta_6 CSRC_{i,t} + \delta_7 CSRR_{i,t} + \delta_8 Emission_{i,t} + \delta_9 DEV_{i,t} + \delta_{10} MV_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

trong đó, $FP_{i,t}$ là hiệu quả doanh nghiệp i ở năm thứ t .

Bảng 1. Mô tả các biến

Biến	Giải thích	Nguồn
ROA	Lợi nhuận trên tổng tài sản	ReInfinite Eikon
ROE	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ReInfinite Eikon
ESG	ESG score	ReInfinite Eikon
EN	Environment score	ReInfinite Eikon
SO	Social score	ReInfinite Eikon
GO	Government Score	ReInfinite Eikon
CSRS	CSR strategy score	ReInfinite Eikon

Bảng 1. Mô tả các biến (tiếp theo)

Biến	Giải thích	Nguồn
CSRC	CSR committee, nếu có thành lập nhận giá trị 1 và ngược lại	ReInfinite Eikon
CSRR	CSR reporting, nếu có báo cáo nhận giá trị là 1 và ngược lại	ReInfinite Eikon
Emissions	Chỉ số phát thải	ReInfinite Eikon
DEV	Tổng nợ/Giá trị doanh nghiệp	ReInfinite Eikon
MV	$MV = \ln(\text{Company Market Cap})$	ReInfinite Eikon

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

3.2 Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu khai thác dữ liệu là các báo cáo tài chính và chỉ số ESG từ cơ sở dữ liệu ReInfinite Eikon từ năm 2016 đến năm 2022. Lĩnh vực được chọn là các doanh nghiệp thuộc lĩnh vực tài chính (Financial) của 05 quốc gia, bao gồm Singapore, Indonesia, Thailand, Malaysia và Philippines. Sau khi thu thập, dữ liệu được thiết kế và loại bỏ các giá trị rỗng, hoặc bị lỗi (missing). Sau quá trình làm sạch dữ liệu, kết quả thu về dữ liệu bảng cân bằng với 175 quan sát.

Bảng 2. Thống kê quan sát theo quốc gia

Quốc gia	Số quan sát	Tỉ lệ %
Indonesia	35	20,00
Malaysia	24	13,71
Philippines	22	12,57
Singapore	24	13,71
Thailand	70	40,00
Tổng	175	100,00

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng thông qua mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS), mô hình các yếu tố ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình các yếu tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM).

Sau khi kiểm định các vi phạm của mô hình hồi quy, nếu có xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng thì không sử dụng phương pháp ước lượng Pooled OLS, nếu có xảy ra hiện tượng tự tương quan hoặc phương sai sai số thay đổi thì kết quả hồi quy cuối cùng sẽ được xác định theo phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS).

4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến

BIẾN	Quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	GTNN	GTLN	Skewness	Kurtosis
ROA	175	0,0307	0,04	0,0027	0,19611	2,5	8,9
ROE	175	0,143	0,083	0,0172	0,4471	1,3	4,432
ESG	175	59,30	15,10	2,41	87,14	-0,9	4,1
EN	175	45,09	24,16	0,00	94,86	-0,3	1,9
SO	175	64,64	19,89	3,82	93,68	-0,7	2,8
GO	175	59,00	21,83	14,56	96,09	-0,4	2,19
CSRS	175	53,76	26,97	0,00	98,90	-0,23	2,1
CSRC	175	0,73	0,45	0,00	1,00	-1,01	2,03
CSRR	175	0,94	0,23	0,00	1,00	-3,8	15,56
Emissions	175	54,54	0,23	0,00	95,68	-0,53	2,64
MV	175	22,45	1,41	19,75	25,04	0,19	2,22
DEV	175	0,72	1,07	0,002	5,80	3,6	16,58

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Biến ROA có giá trị trung bình là 0,03, giá trị thấp nhất là 0,0027 và giá trị tối đa là 0,19. Biến ROE có giá trị trung bình là 0,14, giá trị thấp nhất là 0,08 và giá trị tối đa là 0,4.

Do đó, có cách biệt đáng kể giữa các giá trị tối đa, trung bình và nhỏ nhất trong tập dữ liệu nghiên cứu. Phương pháp đầu tiên sử dụng là Hồi quy OLS (Ordinary Least Square- Bình phương tối thiểu). Tuy nhiên, qua kiểm định các vi phạm, nghiên cứu tiếp tục kiểm định bằng hồi quy FEM và REM (kiểm định Breusch and Pagan Lagrangian), cuối cùng hồi quy FEM được lựa chọn. Dù vậy, vẫn có vi phạm về hiện tượng tự tương quan (Wooldridge) và phương sai thay đổi (White). Cuối cùng, phương pháp GLS được lựa chọn.

Bảng 4. Kết quả hồi quy OLS, REM, FEM và GLS biến phụ thuộc ROA

Biến giải thích	OLS	REM	FEM	GLS
ESG	0,00625*** (3,73)	-0,000750 (-1,20)	-0,000931 (-1,55)	0,000827* (1,85)
EN	-0,00116*** (-4,44)	0,0000221 (0,24)	0,0000662 (0,76)	-0,000229 (-1,61)
SO	-0,00351*** (-4,33)	0,0000955 (0,30)	0,000255 (0,82)	-0,000771* (-1,73)

Bảng 4. Kết quả hồi quy OLS, REM, FEM và GLS biến phụ thuộc ROA (tiếp theo)

Biến giải thích	OLS	REM	FEM	GLS
GO	-0,00203*** (-3,20)	0,000282 (1,15)	0,000329 (1,39)	-0,000214 (-0,60)
CSRS	0,000111* (1,75)	-0,0000852 (-1,41)	-0,000105 (-1,69)	0,00000405* (1,88)
CSRC	0,0154** (2,20)	0,000858 (0,28)	0,000386 (0,13)	0,00499* (1,94)
CSRR	-0,00931* (-1,72)	0,00240 (0,56)	0,00289 (0,70)	-0,00247* (-1,78)
Emissions	-0,000122* (-1,82)	0,0000473 (1,63)	0,0000537* (1,72)	0,0000140* (1,75)
DEV	-0,00531** (-2,18)	-0,00941 (-1,78)	-0,0365 (-1,50)	-0,00283** (-2,13)
MV	0,00528** (2,21)	0,00616 (1,58)	0,0831 (1,07)	0,00331** (2,25)
Hệ số chặn	0,179*** (3,64)	0,196** (2,28)	1,938 (1,11)	0,120*** (4,70)
Số quan sát	175	175	175	175

Chú thích: ***, **, * biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5% và 10%; giá trị trong ngoặc đơn là *t* statistics.

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Bảng 5. Kết quả hồi quy OLS, REM, FEM và GLS biến phụ thuộc ROE

Biến giải thích	OLS	RE	FE	GLS
ESG	0,00527* (1,93)	-0,00113 (-0,47)	-0,000896 (-0,38)	0,00113* (1,84)
EN	-0,00109* (-1,85)	0,000610 (1,77)	0,000433 (1,26)	-0,000410 (-1,00)
SO	-0,00368** (-2,00)	-0,000176 (-0,14)	-0,000520 (-0,43)	-0,00163** (-2,21)
GO	-0,00124 (-0,86)	0,000717 (0,76)	0,000714 (0,77)	0,00000967 (0,01)
CSRS	0,000336* (1,90)	-0,000313 (-1,28)	-0,000311 (-1,36)	0,0000346 * (1,92)

Bảng 5. Kết quả hồi quy OLS, REM, FEM và GLS biến phụ thuộc ROE (tiếp theo)

Biến giải thích	OLS	RE	FE	GLS
CSRC	0,00801* (1,69)	-0,0147 (-1,26)	-0,0113 (-0,99)	0,00581* (1,68)
CSRR	-0,00488* (-1,70)	0,00546 (0,33)	0,00272 (0,17)	-0,0168* (-1,81)
Emissions	0,000365* (1,69)	0,000370 (1,26)	0,000359 (1,30)	0,000338 * (1,76)
DEV	-0,0124** (-2,23)	-0,0168 (-0,17)	-0,0160 (-1,32)	-0,00713** (-2,52)
MV	0,0145*** (2,68)	0,768** (2,49)	0,0143 (1,58)	0,00969*** (2,96)
Hệ số chặn	0,486*** (4,35)	17,40** (2,51)	0,503** (2,55)	0,403*** (5,76)
Số quan sát	175	175	175	175

*Chú thích: ***, **, * biểu thị mức ý nghĩa tương ứng 1%, 5% và 10%; giá trị trong ngoặc đơn là t statistics.*

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

Kết quả mô hình cho thấy chỉ số p-value nhỏ hơn 0,05, mô hình có ý nghĩa, với khả năng giải thích là các biến đưa vào mô hình kiểm chứng tác động hơn 90% đến hiệu quả tài chính (ROA, ROE).

Từ kết quả Bảng 4 và 5, có thể thấy chỉ số ESG có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính (ROA, ROE). Điều này chứng tỏ lợi ích của việc công bố thông tin về việc thực hiện trách nhiệm xã hội thông qua các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị. Theo lý thuyết các bên liên quan, việc thực hiện trách nhiệm xã hội giúp xây dựng niềm tin của các cổ đông, mang lại giá trị trong tương lai. Phát hiện này phù hợp với các nghiên cứu trước đó (Chuang & Huang, 2018; Sroufe & Gopalakrishna, 2019).

Chỉ số thành phần môi trường (EN), quản trị (GO), xã hội (SO) có mối quan hệ tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, chỉ có chỉ số xã hội có ý nghĩa thống kê. Vì vậy, có thể liên quan đến vấn đề về chi phí để thực hiện sẽ làm giảm mục tiêu lợi nhuận. Lý thuyết đại diện cho rằng việc tích hợp các chính sách CSR/ESG có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính (Naimy & cộng sự, 2021; Galant & Cadez, 2017; Friedman, 2017). Tuy nhiên, trái ngược với quan điểm trên, một số nghiên cứu đã cho thấy ảnh hưởng tích cực giữa môi trường và giá trị doanh nghiệp (Yoo & cộng sự, 2022; Qoyum & cộng sự, 2021; Alareeni & Hamdan, 2020). Kết quả chỉ ra doanh nghiệp không thể chỉ tập trung vào một khía cạnh nhất định để cải thiện

hiệu suất ESG mà cần chú trọng phát triển đồng bộ cả ba khía cạnh môi trường, xã hội và quản trị (Habib & cộng sự, 2023; Velte & cộng sự, 2017).

Chỉ số phát thải (Emission) có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính (ROA, ROE) phù hợp kết quả nghiên cứu của Clarkson & cộng sự (2018). Những người ủng hộ lý thuyết kinh tế tân cổ điển cho rằng việc tăng EP dẫn đến tăng chi phí, điều này sẽ cản trở FP (Palmer & Bejou, 1995). Các lý thuyết đưa ra các lập luận khác nhau và có phần mâu thuẫn đã dẫn đến việc tăng cường nghiên cứu thực nghiệm trong lĩnh vực này. Nhiều nhà nghiên cứu cho rằng có sự hài hòa và thậm chí bổ sung cho nhau giữa mô hình kinh doanh thân thiện với môi trường và sức mạnh tài chính của công ty. Phát hiện này ủng hộ lý thuyết kinh tế tân cổ điển cho rằng việc tăng EP dẫn đến tăng chi phí, điều này sẽ cản trở FP (Hou & cộng sự, 2025).

Điểm số chiến lược CSR (CSRS), việc cam kết CSR có ảnh hưởng tích cực hiệu quả tài chính (ROA, ROE). Lý thuyết các bên liên quan cho rằng thành công của công ty phụ thuộc vào sự hợp tác của các bên liên quan bởi vì họ cung cấp nguồn lực hữu hình hoặc vô hình để đảm bảo sự tồn tại của bất kỳ công ty nào, các nguồn lực đó có thể là nguồn lực tài chính (cổ đông), môi trường hoạt động và dịch vụ công (cơ quan chính phủ), sức lao động (nhân viên). Chính vì thế, công ty có trách nhiệm giải trình, cung cấp thông tin giải thích về hoạt động kinh doanh của công ty cho các bên liên quan, thay vì chỉ cung cấp thông tin cho chủ sở hữu (Freeman, 1984). Báo cáo CSR ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Theo lý thuyết tín hiệu, việc cung cấp thông tin ra bên ngoài có thể dẫn đến kết quả tích cực hoặc tiêu cực, tùy vào thông tin công bố.

Giá trị thị trường có mối quan hệ tích cực có ý nghĩa thống kê đối với hiệu quả tài chính (ROA, ROE). Điều này phù hợp khi một công ty có vốn hóa cao, có thể thu hút nhiều nhà đầu tư để tăng cường nguồn vốn, lợi nhuận và hoạt động hiệu quả.

Tỷ lệ nợ có mối quan hệ ngược chiều đối với hiệu quả tài chính (ROA, ROE). Kết quả nghiên cứu chỉ ra việc sử dụng quá nhiều đòn bẩy tài chính có thể làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, phù hợp với các nghiên cứu trước đó của Antoniou & cộng sự (2008), Vithessonthi & Tongurai (2015).

5. Hàm ý chính sách và kết luận

Dữ liệu thực nghiệm chỉ ra rằng các chỉ số ESG, chiến lược CSR, cam kết CSR có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Hơn nữa, việc kết hợp các công bố liên quan đến ESG sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp có được tài chính cho dự án và tăng thu hút tài trợ từ các nhà đầu tư và định chế tài chính.

Báo cáo bền vững đóng vai trò quan trọng trong việc đánh giá tác động của doanh nghiệp đến môi trường, xã hội và quản trị. Nhằm thúc đẩy phát triển bền vững, các quốc gia Đông Nam Á đã triển khai quy định yêu cầu doanh nghiệp niêm yết công bố thông tin về hoạt động bền vững trong báo cáo thường niên. Tại Malaysia, yêu cầu

niêm yết (Listing Requirements- LR) của Bursa Malaysia yêu cầu các công ty niêm yết phải tiết lộ thông tin tuyên bố về tính bền vững trong báo cáo thường niên của họ. Vào tháng 9 năm 2022, Bursa Malaysia đã sửa đổi LR liên quan đến khuôn khổ báo cáo bền vững cho cả Thị trường chính và Thị trường ACE và các công ty trong các thị trường này thị trường được yêu cầu tiết lộ các mục rộng hơn (Bursa Malaysia, 2022). Tại Philippines, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Philippines (Securities and Exchange Commission of Philippines - SECP) năm 2016 đã cập nhật Quy tắc Quản trị doanh nghiệp dành cho các Công ty niêm yết Đại chúng (Bộ Quy tắc CG dành cho PLC), tuân theo một tuân thủ hoặc giải thích yêu cầu công bố thông tin và khuyến nghị các công ty niêm yết bắt đầu công bố thông tin Hiệu suất ESG. Tại Singapore, Sàn giao dịch Singapore (SGX) đã đưa ra thông tin bắt buộc liên quan đến tính bền vững năm 2016. Sàn giao dịch Singapore đã mở rộng chế độ công bố thông tin liên quan đến tính bền vững để bao gồm việc công bố thông tin về khí hậu rủi ro liên quan trong số các vấn đề ESG khác (SGX, 2021). Tại Thái Lan, năm 2020, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Thái Lan (Securities and Exchange Commission of Thailand-SECT) đã công bố bắt buộc sử dụng tiêu chuẩn báo cáo mới, có tên là One Report, là một hình thức tổng hợp của báo cáo thường niên tuyên bố đăng ký và báo cáo thường niên, nhằm nâng cao các tiêu chuẩn công bố thông tin ESG đã được áp dụng có hiệu lực vào năm 2022 (SECT, 2021). Tại Indonesia, Cơ quan Dịch vụ Tài chính (OJK), như một phần trong nỗ lực tạo ra một hệ thống tài chính áp dụng nguyên tắc bền vững, đưa ra quy định mới vào năm 2017 yêu cầu các nhà cung cấp dịch vụ tài chính, tổ chức phát hành và công ty đại chúng thực hiện tài chính bền vững trong hoạt động kinh doanh của mình (OJK, 2017). Các tổ chức tài chính, tổ chức phát hành và công ty đại chúng được yêu cầu chuẩn bị và công bố báo cáo bền vững báo cáo chứa thông tin về chiến lược bền vững, quản trị và hiệu quả hoạt động cùng các thông tin khác.

Tóm lại, Chính phủ nên khuyến khích doanh nghiệp thực hiện các nguyên tắc ESG bằng cách đưa ra các chính sách ưu đãi về thuế, phí, hoặc thủ tục hành chính. Cộng đồng được nâng cao nhận thức về tầm quan trọng của ESG thông qua các chương trình giáo dục và truyền thông. Doanh nghiệp được hỗ trợ trong việc phát triển và thực hiện các chiến lược ESG phù hợp. Thứ hai, các tiêu chuẩn được tiệm cận, kết quả xếp hạng ESG/CSR gắn kết với lục tiêu phát triển bền vững SDG và các yếu tố khác, đó là cải thiện môi trường, chính sách, kiểm soát tham nhũng, đặc điểm văn hóa quốc gia. Thứ ba, tăng cường minh bạch thông tin ESG. Cụ thể, doanh nghiệp được yêu cầu công bố thông tin ESG một cách tự nguyện và định kỳ. Các tiêu chuẩn được phát triển, báo cáo ESG thống nhất để đảm bảo tính minh bạch và so sánh thông tin và sử dụng công nghệ để tạo điều kiện tiếp cận thông tin ESG cho các nhà đầu tư và các bên liên quan khác. Cuối cùng, các dự án ESG được hỗ trợ tài chính. Các khoản vay ưu đãi hoặc các hình thức hỗ trợ tài chính khác được cung cấp cho các dự án ESG. Thị trường các sản phẩm và dịch vụ ESG được phát triển và khuyến khích đầu tư vào các quỹ ESG.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, một số hàm ý chính sách quan trọng đã được đề xuất. Quá trình chuyển đổi sang mô hình kinh doanh bền vững theo các tiêu chí ESG là một quá trình lâu dài và đòi hỏi sự nỗ lực không ngừng. Thành công của hành trình này phụ thuộc vào sự phối hợp đồng bộ của nhiều bên liên quan, bao gồm chính phủ, doanh nghiệp, tổ chức xã hội và cộng đồng. Chính phủ các quốc gia ASEAN5 đã thể hiện cam kết mạnh mẽ đối với ESG thông qua việc ban hành các chính sách và chiến lược liên quan. Tuy nhiên, để thực hiện hiệu quả các cam kết này, cần có sự rõ ràng hơn trong việc hướng dẫn và hỗ trợ doanh nghiệp.

Mặc dù có những đóng góp mới, có cơ sở khoa học nhưng nghiên cứu vẫn tồn tại những hạn chế và điều đó mở ra các hướng nghiên cứu trong tương lai cần khắc phục. Với việc sử dụng dữ liệu từ các doanh nghiệp lĩnh vực tài chính khu vực ASEAN5, cùng hạn chế về mặt dữ liệu, theo phạm vi thời gian nghiên cứu chỉ có 36 doanh nghiệp tài chính tại khu vực ASEAN5, có thể tính toán chỉ số ESG trong giai đoạn 2017-2022 để xem xét tác động của việc thực hiện trách nhiệm môi trường, trách nhiệm xã hội, dịch vụ cộng đồng và quản trị. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng ESG về tổng thể có tác động tích cực đối với hiệu quả tài chính. Chỉ số phát thải có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nghiên cứu trong tương lai cần xem xét tác động mối quan hệ phi tuyến giữa hiệu quả tài chính và việc thực hiện trách nhiệm xã hội, và hơn thế nữa là cần kiểm chứng tác động cấp ngành để thấy rõ xu hướng tác động theo đặc thù lĩnh vực với những chiến lược về cấu trúc tài chính, hiệu quả tài chính. Do hạn chế về dữ liệu, các nghiên cứu tương lai cần xem xét thêm về chỉ số lượng carbon và việc thực hiện trách nhiệm xã hội (ESG), với việc vận dụng kết hợp nhiều phương pháp khác nhau để khám phá tác động ESG, CSR và hiệu quả tài chính qua nhiều góc độ.

Tài liệu tham khảo

- Afeef, M. & Kakakhel, S.J. (2022), “ESG Factors and their influence on the investment behavior of individual investor: a case from Pakistan”, *International Journal of Business and Management Sciences*, Vol. 3 No. 3, pp. 21-45.
- Alareeni, B.A. & Hamdan, A. (2020), “ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 20 No. 3, pp. 1409-1428.
- Antoniou, A., Guney, Y. & Paudyal, K. (2008), “The determinants of capital structure: capital market-oriented versus bank-oriented institutions”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43 No. 1, pp. 59-92.
- Bofinger, Y., Heyden, K.J. & Rock, B. (2022), “Corporate social responsibility and market efficiency: evidence from ESG and misvaluation measures”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 134, 106322.

- Bose, S. (2020), "Evolution of ESG reporting frameworks", *Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting*, pp. 13-33.
- Carroll, A.B. (1979), "A three-dimensional conceptual model of corporate performance", *Academy of Management Review*, Vol. 4 No. 4, pp. 497-505.
- Carroll, A.B. (1991), "The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders", *Business Horizons*, Vol. 34 No. 4, pp. 39-48.
- Chen, Z. & Xie, G. (2022), "ESG disclosure and financial performance: moderating role of ESG investors", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 83, 102291.
- Chu, X. Liu, P., Zhu, B. & Yang, M. (2022), "ESG and financial performance: a qualitative comparative analysis in China's new energy companies", *Journal of Cleaner Production*, Vol. 379, 134721.
- Chuang, S.P. & Huang, S.J. (2018), "The effect of environmental corporate social responsibility on environmental performance and business competitiveness: the mediation of green information technology capital", *Journal Bus Ethics*, Vol. 150, pp. 991-1009.
- Cini, A.C. & Ricci, C. (2018), "CSR as a driver where ESG performance", *Symphonya. Emerging Issues in Management*, Vol. 1 No. 1, pp. 68-75.
- Clarkson, P., Jung, J. & Herbohn, K. (2018), "Carbon risk, carbon risk awareness and the cost of debt financing", *Journal of Business Ethics*, Vol. 150, pp. 1151-1171.
- Clément, A., Robinot, É. & Trespeuch, L. (2023), "The use of ESG scores in academic literature: a systematic literature review", *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy*, <https://doi.org/10.1108/jec-10-2022-0147>, truy cập ngày 10/12/2024.
- Dalal, K.K. & Thaker, N. (2019), "ESG and corporate financial performance: a panel study of Indian companies", *IUP Journal of Corporate Governance*, Vol. 18 No 1, pp. 44-59.
- Datsii, O., Levchenko, N., Shyshkanova, G., Platonov, O. & Abuselidze, G. (2021), "Creating a regulatory framework for the ESG-investment in the multimodal transportation development", *Rural Sustainability Research*, Vol. 46 No. 341, pp. 39-52.
- Dkhili, H. (2023), "Does environmental, social and governance (ESG) affect market performance? The moderating role of competitive advantage", *Competitiveness Review: An International Business Journal*, <https://doi.org/10.1108/CR-10-2022-0149>, truy cập ngày 10/12/2024.
- Eccles, R.G., Lee, L.E. & Strohle, J.C. (2020), "The social origins of ESG: an analysis of innovest and KLD", *Organization & Environment*, Vol. 33 No. 4, pp. 575-596.
- Freeman, R.E. (1984), *Strategic Management: a Stakeholder Approach*. Pittman, Marshfield, MA.
- Galant, A. & Cadez, S. (2017), "Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches", *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, Vol. 30 No. 1, pp. 676-693.

- Gangi, F., Meles, A., Monferrà, S. & Mustilli, M. (2020), “Does corporate social responsibility help the survivorship of SMEs and large firms?”, *Global Finance Journal*, Vol. 43, 100402.
- Habib, A.M. & Mourad, N. (2023), “The influence of environmental, social, and governance (ESG) practices on US firms’ performance: evidence from the coronavirus crisis”, *Journal of the Knowledge Economy*, pp. 1-22.
- Hapsoro, D. & Falih, Z.N. (2020), “The effect of firm size, profitability, and liquidity on the firm value moderated by carbon emission disclosure”, *Journal of Accounting and Investment*, Vol. 21 No. 2, pp. 240-257.
- Hou, T.C.T., Tran, N.H., Msefula, V.G. & Dlamini, N.N. (2025), “Corporate carbon emissions and firm performance in South Africa”, *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol. 14 No. 1, pp. 55-71.
- Jelaca, M.S., Milicevic, N., Bjekic, R. & Petrov, V. (2020), “The effects of environment uncer tainty and leadership styles on organisational innovativeness”, *Engineering Economics/ Inzinerin_ e Ekonomika*, Vol. 31 No. 4, pp. 472-486.
- Kumar, S. (2023), “A review ESG performance as a measure of stakeholders theory”, *Academy of Marketing Studies Journal*, Vol. 27, pp. 1-18.
- Lahouel, B.B., Gaies, B., Zaied, Y.B. & Jahmane, A. (2019), “Accounting for endogeneity and the dynamics of corporate social-corporate financial performance relationship”, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 230, pp. 352-364.
- Liu, Z. (2020), “Unraveling the complex relationship between environmental and financial performance: a multilevel longitudinal analysis”, *International Journal of Production Economics*, Vol. 219, pp. 328-340.
- LSEG (2023), “Environmental, social and governance scores from LSEG”, <https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores>, truy cập ngày 10/12/2024.
- Lucato, W.C., Costa, E.M. & de Oliveira Neto, G.C. (2017), “The environmental performance of SMEs in the Brazilian textile industry and the relationship with their financial performance”, *Journal of Environmental Management*, Vol. 203, pp. 550-556.
- Ma’ruf, A. & Aryani, F. (2019), “Financial Inclusion and Achievements of Sustainable Development Goals (SDGs) in ASEAN”, *GATR Journal of Business and Economics Review*, Vol. 4 No. 4, pp. 147-155.
- Maaloul, A., Zéghal, D., Ben Amar, W. & Mansour, S. (2023), “The effect of environmental, social, and governance (ESG) performance and disclosure on cost of debt: the mediating effect of corporate reputation”, *Corporate Reputation Review*, Vol. 26 No. 1, pp. 1-18.
- McKinsey (2023), “Anne Finucane on carbon credits, nature, and the path to net zero”, <https://www.mckinsey.com/industries/agriculture/how-we-help-clients/natural-capital-and-nature/voices/anne-finucane-on-carbon-credits-nature-and-the-path-to-net-zero>, truy cập ngày 10/12/2024.

- Mittal, R.K., Sinha, N. & Singh, A. (2008), “An analysis of linkage between economic value added and corporate social responsibility”, *Management Decision*, Vol. 4 No. 9, pp. 1437-1443.
- Naimy, V., El Khoury, R. & Iskandar, S. (2021), “ESG versus corporate financial performance: evidence from East Asian Firms in the industrials sector”, *Studies of Applied Economics*, Vol. 39 No. 3, pp. 1-24.
- Palmer, A. & Bejou, D. (1995), “Tourism destination marketing alliances”, *Annals of Tourism Research* Vol. 22 No. 3, pp. 616-629.
- Qoyum, A., Sakti, M.R.P., Thaker, H.M.T. & AlHashfi, R.U. (2022), “Does the islamic label indicate good environmental, social, and governance (ESG) performance? Evidence from sharia-compliant firms in Indonesia and Malaysia”, *Borsa Istanbul Review*, Vol. 22 No. 2, pp. 306-320.
- Raghavan, K. (2022), “ESG reporting impact on accounting, finance”, *Journal of Global Awareness*, Vol. 3, No. 1, <https://doi.org/10.24073/jga/3/01/09>, truy cập ngày 10/12/2024.
- Raghunandan, A. & Rajgopal, S. (2022), “Do ESG funds make stakeholder-friendly investments?”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 27 No. 3, pp. 822-863.
- Santis, P., Albuquerque, A. & Lizarelli, F. (2016), “Do sustainable companies have a better financial performance? A study on Brazilian public companies”, *Journal of Cleaner Production*, Vol. 133, pp. 735-745.
- Sciarelli, M., Cosimato, S., Landi, G. & Iandolo, F. (2021), “Socially responsible investment strategies for the transition towards sustainable development: the importance of integrating and communicating ESG”, *The TQM Journal*, Vol. 33 No. 7, pp. 39-56.
- Sroufe, R. & Gopalakrishna-Remani, V. (2019), “Management, social sustainability, reputation, and financial performance relationships: an empirical examination of US firms”, *Organization & Environment*, Vol. 32 No. 3, pp. 331-362.
- Starks, L.T. (2023), “Presidential address: sustainable finance and esg issues—value versus values”, *The Journal of Finance*, Vol. 78 No. 4, pp. 1837-1872.
- Statista (2023), “Most common method for ESG adoption among institutional investors worldwide from 2019 to 2021”, <https://www.statista.com/statistics/892863/esg-adoption-methods-institutional-investors/>, truy cập ngày 10/12/2024.
- Sun, Z.Y., Li, M.J. & Li, D. (2023), “Carbon performance and corporate financial performance: the moderating role of consumer awareness of corporate social responsibility”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 44 No. 1, pp. 663-670.
- Tiêu chuẩn Việt Nam (2016), “ISO 26000:2010-Hướng dẫn về trách nhiệm xã hội”, <https://clv.vn/tcvn-iso-26000-2013-iso-26000-2010-ve-huong-dan-ve-trach-nhiem-xa-hoi/>, truy cập ngày 10/12/2024.
- 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.
- Vithessonthi, C. & Tongurai, J. (2015), “The effect of leverage on performance: domestically-oriented versus internationally-oriented firms”, *Research in International Business and Finance*, Vol. 34, pp. 265-280.

- Wang, K.T., Kartika, F., Wang, W.W. & Luo, G. (2021), “Corporate social responsibility, investor protection, and the cost of equity: Evidence from East Asia”, *Emerging Markets Review*, Vol. 47, 100801.
- Yang, A.S. & Baasandorj, S. (2017), “Exploring CSR and financial performance of full-service and low-cost air carriers”, *Finance Research Letters*, Vol. 23, pp. 291-299.
- Yoo, C., Yeon, J. & Lee, S. (2022), “Beyond ‘good company’: The mediating role of innovation in the corporate social responsibility and corporate firm performance relationship”, *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 34 No. 10, pp. 3677-3696.
- Yu, E.P.Y., Tanda, A., Luu, B.V. & Chai, D.H. (2021), “Environmental transparency and investors' risk perception: Cross-country evidence on multinational corporations' sustainability practices and cost of equity”, *Business Strategy and the Environment*, Vol. 30 No. 8, pp. 3975-4000.