

Công bố thông tin ESG và hiệu quả tài chính: Bằng chứng thực nghiệm từ các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm và đồ uống niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2020 – 2024

Bùi Thị Thu Hằng¹, Phan Thị Minh Châu²

Ngày nhận bài: 21/01/2026 | Ngày gửi phản biện: 26/01/2026 | Ngày duyệt đăng: 12/02/2026

Tóm tắt: Nghiên cứu đánh giá tác động của công bố thông tin ESG đến hiệu quả tài chính (ROA, ROE) của các doanh nghiệp thực phẩm và đồ uống niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2020 – 2024. Dựa trên Lý thuyết đánh đổi và Quan điểm nguồn lực, kết quả thực nghiệm cho thấy công bố ESG tổng thể và trụ cột Môi trường có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính, phản ánh gánh nặng chi phí tuân thủ trong ngắn hạn ("tín hiệu tốn kém"). Đồng thời, biến trễ một năm không có ý nghĩa thống kê, hàm ý rằng lợi ích của ESG cần thời gian tích lũy dài hơn để bù đắp chi phí đầu tư. Từ đó, nghiên cứu khuyến nghị doanh nghiệp cần xây dựng lộ trình ESG phân kỳ để tối ưu hóa nguồn lực và chuyển hóa thách thức thành lợi thế cạnh tranh bền vững.

Từ khóa: ESG, phát triển bền vững, công bố ESG, hiệu quả tài chính.

ESG Disclosure and Financial Performance: Empirical Evidence from Listed Food and Beverage Companies in Vietnam, 2020 – 2024

Abstract: This study assesses the impact of ESG disclosure on the financial performance (ROA, ROE) of listed food and beverage companies in Vietnam during the period 2020 – 2024. Based on the Trade-off Theory and the Resource Perspective, empirical results show that overall ESG disclosure and the Environment pillar have a negative impact on financial performance, reflecting the burden of short-term compliance costs ("costly signal"). Furthermore, the one-year lag variable is not statistically significant, implying that the benefits of ESG require a longer accumulation period to offset investment costs. Therefore, the study recommends that businesses develop a phased ESG roadmap to optimize resources and transform challenges into sustainable competitive advantages.

Keywords: ESG, sustainable development, ESG disclosure, financial performance.

1. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh biến đổi khí hậu và xu hướng phát triển bền vững, ESG đã chuyển dịch từ hoạt động tự nguyện sang chuẩn mực cốt lõi. Tại Việt Nam, cam kết Net Zero 2050 và Thông tư 96/2020/TT-BTC đặt doanh nghiệp trước áp lực minh bạch hóa thông tin, dù thực tế triển khai còn nhiều hạn chế về nguồn lực. Điều này đặt ra câu hỏi về hiệu quả tài chính thực sự của đầu tư ESG, đặc biệt trong ngành sản xuất Thực phẩm và Đồ uống – lĩnh vực thâm dụng tài nguyên và nhạy cảm với môi trường.

¹ ThS., Trường Đại học Hàng Hải Việt Nam; Email: Thuhang.qtc@vamaru.edu.vn

² ThS., Trường Đại học Hàng Hải Việt Nam

Bằng chứng thực nghiệm quốc tế cho thấy kết quả trái chiều. Trong khi Sandberg và cộng sự (2023) ghi nhận tác động tích cực tại châu Âu, thì Yan, Mishra và Zhou (2025) coi báo cáo ESG tại Trung Quốc là “tín hiệu tốn kém” gây giảm hiệu quả ngắn hạn. Tương tự, Buallay (2022) cũng nhận thấy chi phí tuân thủ có thể lấn át lợi ích vận hành (ROA). Tại Việt Nam, một số nghiên cứu tìm thấy tác động tích cực như Lê Huy Huân và cộng sự (2025) hay Bùi Thị Thu Loan và cộng sự (2024), nhưng Nguyễn Minh Phương và cộng sự (2024) và Đỗ Thanh Hương và cộng sự (2025) lại chỉ ra mối quan hệ phi tuyến phức tạp. Đáng chú ý, các nghiên cứu chuyên sâu về đặc thù ngành sản xuất thực phẩm và đồ uống hiện vẫn còn hạn chế.

Từ những khoảng trống này, nghiên cứu được thực hiện nhằm đánh giá tác động của công bố thông tin ESG đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp sản xuất thực phẩm và đồ uống niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2020 – 2024, đo lường thông qua ROA và ROE. Kết quả kỳ vọng đóng góp bằng chứng thực nghiệm cho bối cảnh thị trường mới nổi và cung cấp cơ sở tham khảo cho doanh nghiệp cũng như các nhà làm chính sách trong việc hoạch định chiến lược ESG phù hợp.

2. Cơ sở lý luận

2.1. Công bố ESG và mối quan hệ với hiệu quả tài chính

Khái niệm ESG xuất hiện lần đầu trong báo cáo “Who Cares Wins” của Liên Hợp Quốc năm 2004, được xem là bộ tiêu chuẩn toàn cầu đo lường tính bền vững theo khung Global Reporting Initiative (GRI), đánh giá doanh nghiệp trên ba khía cạnh: môi trường (E), xã hội (S) và quản trị (G) (Edmans, 2012). Sự phát triển của ESG phản ánh xu hướng chuyển dịch từ mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận sang định hướng phát triển bền vững gắn với trách nhiệm môi trường và xã hội (Lê Huy Huân và cộng sự, 2025). Theo đó, công bố thông tin ESG là việc doanh nghiệp công khai các hoạt động và kết quả liên quan đến ba trụ cột này nhằm tăng cường minh bạch thông tin phi tài chính và đáp ứng yêu cầu của các bên liên quan (Cục Phát triển Doanh nghiệp, 2024), qua đó góp phần giảm bất cân xứng thông tin trên thị trường (Lai & Zhang, 2022; Nguyễn Minh Phương và cộng sự, 2024). Tại Việt Nam, thông tin ESG được công bố thông qua báo cáo phát triển bền vững độc lập hoặc tích hợp trong báo cáo thường niên theo Thông tư 96/2020/TT-BTC và tác động đến hiệu quả tài chính được đo lường thông qua các chỉ tiêu kế toán như ROA, ROE (Kalia & Aggarwal, 2023; Sandberg và cộng sự, 2023; Nguyễn Minh Phương và cộng sự, 2024) hoặc các chỉ tiêu thị trường như giá trị doanh nghiệp và Tobin’s Q (Buallay, 2022; Shobhwani & Lodha, 2024; Lê Huy Huân và cộng sự, 2025).

Trong khi Lý thuyết đại diện của Jensen và Meckling (1976) cho rằng, việc tăng cường minh bạch thông tin, bao gồm công bố ESG, có thể giúp giảm xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông, từ đó cải thiện hiệu quả tài chính, và quan điểm dựa trên nguồn lực của Barney (1991) lập luận rằng, ESG có thể trở thành một nguồn lực chiến lược tạo lợi thế cạnh tranh bền vững trong dài hạn, thì quan điểm cổ đông của Friedman (1970, 2007) cùng với lập luận đánh đổi trong tài chính doanh nghiệp cho rằng các khoản đầu tư cho ESG làm gia tăng chi phí và có thể làm suy giảm lợi nhuận trong ngắn hạn nếu lợi ích thu được chưa đủ để bù đắp.

2.2. Tổng quan nghiên cứu thực nghiệm

Các nghiên cứu thực nghiệm về mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả tài chính cho thấy kết quả chưa thống nhất cả về chiều hướng lẫn cơ chế tác động.

Ở cấp độ quốc tế, Pava và Krausz (1996) và Waddock và Graves (1997) ghi nhận mối quan hệ tích cực giữa hoạt động trách nhiệm xã hội và hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, Lopez và cộng sự (2007) và Detre và Gunderson (2011) lại phát hiện chi tiêu cho ESG làm giảm tăng trưởng lợi nhuận trong ngành

nông nghiệp và thực phẩm. Nollet và cộng sự (2016) chỉ ra mối quan hệ hình chữ U, trong đó ESG làm giảm hiệu quả tài chính trong giai đoạn đầu nhưng cải thiện khi vượt qua một ngưỡng đầu tư nhất định, trong khi Yuen và cộng sự (2022) phát hiện quan hệ chữ U ngược, hàm ý lợi ích chỉ tồn tại đến mức tối ưu trước khi chi phí vượt quá lợi ích. Garcia và Orsato (2020) cùng Duque-Grisales và Aguilera-Caracuel (2021) cũng cho rằng, tại các thị trường mới nổi, chi phí thực hiện ESG có thể lấn át lợi ích và khiến nhà đầu tư phản ứng tiêu cực.

Đối với ngành thực phẩm và đồ uống, Buallay (2022) cho thấy ESG có tác động tích cực đến ROE nhưng không có ý nghĩa với ROA và Tobin's Q, hàm ý lợi ích tài chính chưa được phản ánh đầy đủ ở cả khía cạnh vận hành và thị trường. Yan, Mishra và Zhou (2025), dựa trên Lý thuyết tín hiệu, cho rằng, việc phát hành báo cáo ESG có thể là “tín hiệu tốn kém”, gây tác động tiêu cực ban đầu trước khi chuyển sang tích cực khi doanh nghiệp đạt mức hiệu suất ESG vượt trội. Tại các nền kinh tế đang phát triển, Zainuddin và cộng sự (2024) và Kalia và Aggarwal (2023) ghi nhận hệ số ESG thường âm hoặc không đáng kể do hạn chế về nguồn lực và cấu trúc thị trường vốn.

Tại Việt Nam, Nguyễn Minh Phương và cộng sự (2024) phát hiện công bố, ESG có tác động tiêu cực trong ngắn hạn nhưng biến bình phương ESG lại cho kết quả tích cực, xác nhận quan hệ hình chữ U. Ngược lại, Đỗ Thanh Hương và cộng sự (2025) tìm thấy quan hệ chữ U ngược, khi biến ESG bậc hai có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê. Lê Huy Huân và cộng sự (2025) lại ghi nhận mối quan hệ tuyến tính tích cực giữa tuân thủ ESG và ROA, song hiệu ứng thị trường cần thời gian tích lũy.

2.3. Phát triển giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Tổng hợp các lập luận lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm cho thấy công bố ESG có thể tác động đến hiệu quả tài chính thông qua cơ chế nâng cao minh bạch, cải thiện uy tín và tạo lợi thế cạnh tranh dài hạn, nhưng đồng thời cũng có thể làm gia tăng chi phí trong ngắn hạn. Các kết quả thực nghiệm trước đây còn chưa thống nhất và hàm ý khả năng tồn tại tác động trễ cũng như sự khác biệt giữa các trụ cột Môi trường (E), Xã hội (S) và Quản trị (G). Trong bối cảnh ngành thực phẩm và đồ uống tại Việt Nam, việc kiểm định đồng thời các yếu tố này là cần thiết nhằm làm rõ cơ chế tác động của ESG đến hiệu quả tài chính. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất các giả thuyết như sau:

H1: Công bố thông tin ESG tổng thể có tác động đến hiệu quả tài chính của DN

H2: Công bố thông tin ESG có tác động trễ đến hiệu quả tài chính của DN

H3: Các trụ cột thành phần Môi trường (E), Xã hội (S) và Quản trị (G) có tác động đến hiệu quả tài chính của DN.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu tập trung vào các doanh nghiệp thuộc ngành Thực phẩm và Đồ uống niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX). Giai đoạn nghiên cứu được lựa chọn từ năm 2020 đến năm 2024 - sau khi Thông tư 96/2020/TT-BTC chính thức có hiệu lực, quy định rõ hơn về nghĩa vụ công bố thông tin, bao gồm các nội dung liên quan đến phát triển bền vững.

Dữ liệu tài chính của doanh nghiệp được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán, đồng thời được đối chiếu và tổng hợp từ các nền tảng dữ liệu uy tín như Vietstock, FiinPro và Widata, tương tự cách tiếp cận của Nguyễn Minh Phương và cộng sự (2024).

Dữ liệu về công bố ESG được thu thập thủ công thông qua báo cáo thường niên và báo cáo phát triển bền vững của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu nhằm đảm bảo tính nhất quán và phản ánh đúng mức độ công bố thông tin phi tài chính của từng doanh nghiệp theo từng năm.

3.2. Đo lường các biến nghiên cứu

Biến phụ thuộc: Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp được đo lường thông qua hai chỉ tiêu kế toán phổ biến là ROA và ROE (Buallay, 2022; Kalia & Aggarwal, 2023; Sandberg và cộng sự, 2023; Nguyễn Minh Phương và cộng sự, 2024; Lê Huy Huân và cộng sự, 2025) và được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

Biến độc lập: Biến độc lập chính trong nghiên cứu là mức độ công bố thông tin ESG và từng trụ cột E, S, G sử dụng phương pháp phân tích nội dung (Content Analysis) để xây dựng chỉ số ESG dựa trên hướng dẫn công bố thông tin tại Thông tư 96/2020/TT-BTC kết hợp với các khuyến nghị của chuẩn GRI. Chỉ số ESG gồm 42 chỉ tiêu, phân thành ba trụ cột: Môi trường (15 tiêu chí), Xã hội (15 tiêu chí) và Quản trị (12 tiêu chí). Mỗi tiêu chí được chấm điểm theo thang đo từ 0 đến 2, trong đó 0 thể hiện không công bố, 1 thể hiện công bố định tính và 2 thể hiện công bố chi tiết, định lượng. Cách tiếp cận này kế thừa phương pháp xây dựng chỉ số ESG trong các nghiên cứu trước tại Việt Nam và quốc tế (Lê Huy Huân và cộng sự, 2025; Esteban-Sanchez, de la Cuesta-Gonzalez & Paredes-Gazquez, 2017). Các trụ cột E, S, G được chuẩn hóa về thang điểm 100 và lấy trung bình cộng để xác định chỉ số ESG tổng thể với trọng số ngang nhau. Đồng thời, nghiên cứu sử dụng các biến thành phần và biến trễ của ESG nhằm kiểm định tác động riêng lẻ và hiệu ứng theo thời gian.

Biến kiểm soát: Để hạn chế sai lệch do bỏ sót biến, nghiên cứu đưa vào mô hình 4 biến kiểm soát phổ biến trong các nghiên cứu về ESG và hiệu quả tài chính, bao gồm: *Quy mô doanh nghiệp* (SIZE) được đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản, phản ánh lợi thế kinh tế theo quy mô và khả năng đầu tư cho ESG (Nguyễn Minh Phương và cộng sự, 2024; Shobhwani & Lodha, 2024; Bùi Thu Hiền và cộng sự, 2025); *Đòn bẩy tài chính* (LEV), tính bằng tổng nợ trên tổng tài sản, đại diện cho cấu trúc vốn và mức độ rủi ro tài chính (Nguyễn Minh Phương và cộng sự, 2024; Alareeni & Hamdan, 2020); *Tăng trưởng doanh thu* (GROWTH) được đo lường bằng tỷ lệ thay đổi doanh thu qua các năm, nhằm kiểm soát cơ hội tăng trưởng và chu kỳ phát triển của doanh nghiệp (Lê Huy Huân và cộng sự, 2025; Saleh và cộng sự, 2011). Ngoài ra, *vòng quay tài sản* (ATO), được tính bằng doanh thu thuần trên tổng tài sản, được sử dụng để kiểm soát hiệu quả vận hành trong việc tạo doanh thu (Efimova và cộng sự, 2021)

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm định mối quan hệ giữa công bố thông tin ESG và hiệu quả tài chính, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng (panel data regression). Trên cơ sở các giả thuyết H1, H2 và H3, ba mô hình được thiết lập như sau:

Mô hình 1: Tác động tổng thể của ESG (Kiểm định H1)

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 ATO_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Mô hình 2: Tác động trễ của ESG (Kiểm định H2)

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{it-1} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 ATO_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Mô hình 3: Tác động của các trụ cột thành phần (Kiểm định H3)

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 ATO_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó: FP là hiệu quả tài chính của doanh nghiệp i tại năm t , được đo lường bằng ROA và ROE; ESG_it là điểm công bố ESG tổng thể; ESG_it-1 là biến trễ một năm của ESG. Các biến E_it, S_it và G_it lần lượt đại diện cho điểm công bố của từng trụ cột Môi trường, Xã hội và Quản trị. SIZE, LEV, GROWTH và ATO là các biến kiểm soát; μ_i phản ánh yếu tố đặc thù theo doanh nghiệp và ε_{it} là sai số ngẫu nhiên.

3.4. Phương pháp phân tích dữ liệu

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng (panel data regression) để đánh giá tác động của công bố thông tin ESG đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Các mô hình được ước lượng bằng phương pháp Pooled OLS, hiệu ứng cố định (FEM) và hiệu ứng ngẫu nhiên (REM). Kiểm định F, Breusch-Pagan LM và Hausman được thực hiện nhằm lựa chọn mô hình phù hợp. Ngoài ra, nghiên cứu kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Trong trường hợp phát hiện vi phạm giả định, sai số chuẩn điều chỉnh hoặc ước lượng FGLS được áp dụng nhằm đảm bảo tính vững của kết quả.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả các biến

Bảng 1: Kết quả Thống kê mô tả

Biến	ROA	ROE	ESG	E	S	G	ESG_lag1	ESG_lag2	SIZE	LEV	GROWTH	ATO
N	200	200	200	200	200	200	160	120	200	200	200	200
Giá trị nhỏ nhất	-0.1899	-0.3094	13.3333	3.3333	13.3333	16.6667	21.3889	21.3889	11.9713	0.0244	-0.6427	0.0753
Giá trị lớn nhất	0.3844	0.5391	92.2222	96.6667	93.3334	100	92.2222	90	18.8099	0.7837	2.1048	3.8076
Trung bình	0.0669	0.1136	48.8083	42.9333	43.95	59.5417	47.5	45.7107	14.7168	0.4245	0.0916	1.0941
Độ lệch chuẩn	0.0732	0.1112	15.9322	21.7764	18.3279	18.5428	15.4303	14.7118	1.6378	0.1847	0.344	0.5894

Kết của từ phần mềm Stata

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu với 200 quan sát. Điểm ESG trung bình đạt 48,81 trên thang điểm 100, cho thấy mức độ công bố thông tin ESG của các doanh nghiệp ngành thực phẩm và đồ uống còn ở mức trung bình. Trong ba trụ cột thành phần, điểm trung bình của G (59,54) cao hơn so với E (42,93) và S (43,95). ROA và ROE lần lượt đạt giá trị trung bình 0,0669 và 0,1136, phản ánh hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp trong mẫu có sự phân hóa nhất định. Các biến kiểm soát như SIZE, LEV, GROWTH và ATO cũng cho thấy sự khác biệt đáng kể giữa các doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu.

4.2. Kiểm định mô hình

Kết quả kiểm định Hausman cho thấy p-value lớn hơn 0,05 đối với cả hai mô hình ROA và ROE, do đó không bác bỏ giả thuyết H0 về tính phù hợp của mô hình tác động ngẫu nhiên. Vì vậy, nghiên cứu lựa chọn mô hình REM để ước lượng. Các ước lượng được thực hiện với sai số chuẩn hiệu chỉnh (robust) nhằm đảm bảo tính vững của kết quả.

4.3. Kiểm tra đa cộng tuyến

Kết quả kiểm định đa cộng tuyến cho thấy hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến đều nhỏ hơn 5, với giá trị trung bình khoảng 1,5, cho thấy mô hình không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng.

4.4. Kết quả hồi quy tuyến tính

Bảng 2: Kết quả hồi quy ESG/ESG_lag1 đến ROA/ROE

Biến	ROA		ROE	
	ESG	-0.000812**		-0.001585**
ESG(-1)		-0.000572		-0.000733
SIZE	0.022805***	0.023942***	0.032927***	0.028525***
LEV	-0.167746**	-0.188381**	-0.165201**	-0.151216**
GROWTH	0.00901	0.021368*	0.032183**	0.056073***
ATO	0.067284***	0.054294***	0.082753***	0.064507***
Constant	-0.232298***	-0.244804***	-0.316987***	-0.286856**
Số quan sát	200	160	200	160
Wald chi2	31.46***	37.01***	36.71***	34.02***

Ghi chú: *** $p < 0.01$; ** $p < 0.05$; * $p < 0.1$.

Bảng 2 trình bày kết quả hồi quy REM với sai số chuẩn robust về tác động của ESG và ESG trễ một năm đến hiệu quả tài chính. Kết quả cho thấy ESG hiện tại có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến cả ROA ($\beta = -0,000812$; $p = 0,025$) và ROE ($\beta = -0,001585$; $p = 0,041$). Cụ thể, khi điểm ESG tăng thêm 1 đơn vị, ROA giảm trung bình 0,000812 điểm và ROE giảm 0,001585 điểm, cho thấy trong ngắn hạn việc gia tăng mức độ công bố ESG có thể làm suy giảm khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi xét biến ESG trễ một năm, hệ số của ESG_lag1 không còn ý nghĩa thống kê đối với cả ROA ($\beta = -0,000572$; $p = 0,209$) và ROE ($\beta = -0,000733$; $p = 0,293$). Kết quả này cho thấy tác động tiêu cực của ESG chủ yếu mang tính ngắn hạn và chưa có bằng chứng về hiệu ứng cải thiện hiệu quả tài chính sau một năm.

Bảng 3: Kết quả hồi quy ảnh hưởng từng trụ cột E/S/G đến ROA/ROE

Biến	ROA	ROE
E	-0,000982***	-0,001915***
S	0,000336	0,000448
G	-0,000224	0,000033
SIZE	0,022838***	0,031563***
LEV	-0,169484***	-0,165601***
GROWTH	0,007934	0,029309**
ATO	0,064033***	0,079411***
Constant	-0,229559***	-0,309856**
Số quan sát	200	200
Wald chi2	39,24***	43,13***

Ghi chú: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$

Khi phân tách ESG thành ba trụ cột riêng lẻ, kết quả hồi quy (Xem Bảng 3) cho thấy tác động tiêu cực quan sát được ở mô hình tổng thể chủ yếu xuất phát từ thành phần Môi trường (E). Cụ thể, hệ số của E mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% đối với cả ROA ($\beta = -0,000982$; $p = 0,001$) và ROE

($\beta = -0,001915$; $p = 0,002$). Điều này cho thấy khi điểm E tăng thêm 1 đơn vị, ROA giảm trung bình 0,000982 điểm và ROE giảm 0,001915 điểm, hàm ý rằng các khoản đầu tư hoặc chi phí liên quan đến hoạt động môi trường có thể tạo áp lực lên hiệu quả sinh lời trong ngắn hạn. Trong khi đó, hai trụ cột Xã hội (S) và Quản trị (G) không có ý nghĩa thống kê đối với cả ROA và ROE ($p > 0,1$), cho thấy chưa có bằng chứng về tác động riêng lẻ của các yếu tố này đến hiệu quả tài chính trong giai đoạn nghiên cứu. Kết quả này phù hợp với phát hiện ở mô hình ESG tổng thể và làm rõ rằng ảnh hưởng tiêu cực chủ yếu đến từ trụ cột môi trường.

5. Thảo luận và kết luận

Thứ nhất, dựa trên Lý thuyết đánh đổi và Lý thuyết tín hiệu, nghiên cứu cung cấp bằng chứng rằng công bố thông tin ESG có tác động tiêu cực đến hiệu quả tài chính (ROA, ROE) của doanh nghiệp sản xuất thực phẩm – đồ uống niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2020 – 2024. Kết quả này hàm ý chi phí tuân thủ và vận hành xanh trong ngắn hạn đã vượt trội lợi ích kinh tế, phù hợp với lập luận về “tín hiệu tốn kém” của Yan, Mishra và Zhou (2025) và nhất quán với bằng chứng tại các thị trường mới nổi như Nguyễn Minh Phương và cộng sự (2024), Đỗ Thanh Hương và cộng sự (2025) và Almarayeh (2025). Tuy nhiên, phát hiện này khác với các nghiên cứu ghi nhận tác động tích cực trong ngành ngân hàng hoặc mẫu đa ngành (Lê Huy Huân và cộng sự, 2025; Bùi Thị Thu Loan và cộng sự, 2024), cho thấy hiệu ứng ESG mang tính phụ thuộc ngành và phản ánh đặc thù thâm dụng tài nguyên của lĩnh vực sản xuất thực phẩm – đồ uống.

Thứ hai, biến ESG trễ một năm không có ý nghĩa thống kê, hàm ý lợi ích tài chính của ESG chưa kịp hiện thực hóa trong ngắn hạn. Điều này củng cố nhận định rằng doanh nghiệp đang ở giai đoạn "đầu tư" của đường cong hiệu quả (Nollet et al., 2016; Nguyễn Minh Phương và cộng sự, 2024) và thị trường thường phản ứng chậm với các sáng kiến bền vững trong ngắn hạn (Buallay, 2022; Almarayeh, 2025).

Thứ ba, khi phân rã các thành phần, trụ cột Môi trường (E) được xác định là tác nhân chính gây suy giảm hiệu quả tài chính do chi phí xử lý chất thải và bao bì cao, tương tự các phát hiện tại các ngành nhạy cảm môi trường khác (Canli và Sercemeli, 2025; Han và cộng sự, 2016; Buallay, 2022). Ngược lại, các trụ cột Xã hội (S) và Quản trị (G) không có ý nghĩa thống kê, cho thấy các hoạt động xã hội chưa được thị trường mới nổi định giá đầy đủ (Zainuddin và cộng sự, 2024; Shobhwani & Lodha, 2024) và các tiêu chuẩn quản trị có thể đã bão hòa do tính tuân thủ bắt buộc, khác biệt với tác động tích cực thường thấy ở ngành dịch vụ (Bùi Thu Hiền và cộng sự, 2025; Bùi Thị Thu Loan, 2024).

Kết quả nghiên cứu gợi ý doanh nghiệp sản xuất thực phẩm và đồ uống cần xây dựng lộ trình ESG để giảm thiểu "cú sốc chi phí" ngắn hạn. Đối với trụ cột Môi trường – nhân tố chính gây giảm hiệu quả, doanh nghiệp nên ưu tiên các sáng kiến gắn liền với tối ưu hóa vận hành (tiết kiệm năng lượng, giảm hao hụt) thay vì chỉ tuân thủ hình thức. Chiến lược cốt lõi là chuyên hóa các "tín hiệu tốn kém" ban đầu thành lợi thế cạnh tranh dài hạn, tránh rủi ro "tẩy xanh". Về phía cơ quan quản lý, bên cạnh hoàn thiện khung pháp lý, cần ban hành các cơ chế ưu đãi tài chính thiết thực (tín dụng xanh, miễn giảm thuế công nghệ) để san sẻ gánh nặng chi phí chuyển đổi ban đầu cho doanh nghiệp.

Tuy nhiên, các hàm ý này cần được xem xét trong bối cảnh các giới hạn về dữ liệu và phương pháp của nghiên cứu. Thứ nhất, chuỗi thời gian quan sát năm năm (2020 – 2024) có thể chưa đủ dài để nắm bắt trọn vẹn độ trễ của tác động ESG – vốn là một khoản đầu tư dài hạn. Thứ hai, việc đo lường ESG thông qua phân tích nội dung thủ công tiềm ẩn rủi ro chủ quan, đôi khi phản ánh mức độ minh bạch trong báo cáo hơn là hiệu quả thực tế của hoạt động bền vững. Vì vậy, các nghiên cứu tiếp theo có thể khắc phục bằng cách mở rộng khung thời gian, sử dụng dữ liệu từ các tổ chức xếp hạng độc lập và bổ sung các biến điều tiết (như quy mô, đặc điểm sở hữu) để cung cấp bức tranh toàn diện hơn.

Lời cảm ơn: Nghiên cứu này được tài trợ bởi Trường Đại học Hàng hải Việt Nam trong đề tài mã số DT25-26.148

Tài liệu tham khảo

1. Bộ Tài chính. (2020). *Thông tư số 96/2020/TT-BTC ngày 16 tháng 11 năm 2020 hướng dẫn công bố thông tin trên thị trường chứng khoán*.
2. Bùi Thu Hiền, Hoàng Thị Khánh Ly, Bùi Phương Anh, Vũ Phi Hùng, Giáp Trần Quang Minh, Bùi Đức Hải, & Thái Phương Linh. (2025). ESG và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết ngành khách sạn: Vai trò điều tiết của chỉ số phát triển con người. *Tạp chí Kinh tế - Luật và Ngân hàng*, 278(6), 104-119.
3. Cục Phát triển Doanh nghiệp (Bộ Kế hoạch và Đầu tư) & USAID IPSC. (2024). *Báo cáo đánh giá mức độ thực hành kinh doanh bền vững của doanh nghiệp Việt Nam theo khung Môi trường, Xã hội, Quản trị (ESG) năm 2024*. Hà Nội: Dự án Tăng cường năng lực cạnh tranh khu vực tư nhân Việt Nam.
4. Lê Huy Huân, Lê Hoàng Ngân, Nguyễn Anh Tùng, Trần Hương Lam, & Trần Yên Trang. (2025). Tác động của các tiêu chuẩn bền vững (ESG) đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam: Bằng chứng từ phương pháp hồi quy dữ liệu bảng. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 333(2), 13-22. <https://doi.org/10.33301/JED.VI.2096>
5. Nguyễn Minh Phương, Trần Thúy Anh, Bùi Thị Dạ Lý, Trần Bình Minh, & Đinh Phương Hà. (2024). Tác động của công bố thông tin ESG tới khả năng sinh lời của ngân hàng thương mại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 330, 23-33. <https://doi.org/10.33301/JED.VI.2063>
6. PwC Việt Nam. (2022). *Báo cáo mức độ sẵn sàng thực hành ESG tại Việt Nam năm 2022*.
7. Buallay, A. (2022). Sustainability reporting in food industry: An innovative tool for enhancing financial performance. *British Food Journal*, 124(6), 1939-1958. <https://doi.org/10.1108/BFJ-09-2021-1014>
8. Bui, T. T. L., Tran, T. L. A., & Hoang, T. (2024). ESG disclosure and financial performance: Empirical study of Vietnamese commercial banks. *Banks and Bank Systems*, 19(1), 208–220. [https://doi.org/10.21511/bbs.19\(1\).2024.18](https://doi.org/10.21511/bbs.19(1).2024.18)
9. Esteban-Sanchez, P., de la Cuesta-Gonzalez, M., & Paredes-Gazquez, J. D. (2017). Corporate social performance and its relation with corporate financial performance: International evidence in the banking industry. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1102-1110.
10. Kalia, D., & Aggarwal, D. (2023). Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies. *Journal of Global Responsibility*, 14(1), 155–176. <https://doi.org/10.1108/JGR-06-2022-0056>
11. Sandberg, H., Alnoor, A., & Tiberius, V. (2023). Environmental, social, and governance ratings and financial performance: Evidence from the European food industry. *Business Strategy and the Environment*, 32(4), 2471–2489. <https://doi.org/10.1002/bse.3259>
12. Shobhwani, A., & Lodha, S. (2024). Impact of ESG disclosure scores on financial, operating and market-based performance: Evidence from India. *NMIMS Management Review*, 32(3), 136-165.
13. Yan, H., Mishra, A., & Zhou, L. (2025). Do all food and beverage firms benefit from voluntary ESG reporting? Evidence from China's listed companies. *Agribusiness*. (Manuscript submitted for publication).
14. Zainuddin, Z., Abd. Wahab, N., Shari, W., Bahaman, M. A., Yusof, R. M., & Abdul Karim, N. (2024). The impact of environmental, social and governance (ESG) practices on the financial performance of green companies in Malaysia: An empirical analysis. *The Indonesian Capital Market Review*, 16(1), 55-66. <https://doi.org/10.21002/icmr.v16i1.1177>