

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ ĐIỂM SỐ ESG: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CHẤT LƯỢNG QUY ĐỊNH PHÁP LÝ TẠI CÁC NƯỚC MỚI NỔI

NGUYỄN THỊ THU HÀ*, LÊ THỊ NGÂN TRANH, NGUYỄN QUỲNH VY THẢO,
NGUYỄN NGỌC PHƯƠNG THANH, PHẠM THỊ MAI THƯƠNG, LÊ THANH NGÂN

Viện Tài chính - Kế toán, Trường Đại học Công nghiệp Thành phố Hồ Chí Minh

**Tác giả liên hệ: nguyenthithuha.47@iu.edu.vn*

DOIs: <https://www.doi.org/10.46242/jstiuh.v80i2.5873>

Tóm tắt. Nghiên cứu này phân tích mối liên hệ giữa quản trị công ty và điểm số ESG (môi trường, xã hội, quản trị) tại các quốc gia thuộc thị trường mới nổi, đồng thời xem xét vai trò điều tiết của chất lượng quy định pháp lý trong mối quan hệ này. Dữ liệu bao gồm các công ty niêm yết của 7 quốc gia thuộc nhóm kinh tế mới nổi (Brazil, Nga, Trung Quốc, Nam Phi, Mexico, Colombia, Việt Nam) trong giai đoạn từ năm 2010 đến 2022. Nghiên cứu đã sử dụng mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định (FE-OLS) và đồng thời sử dụng phương pháp ước lượng System GMM nhằm khắc phục các hiện tượng nội sinh của mô hình nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cho thấy các yếu tố của quản trị công ty như quy mô hội đồng quản trị, sự hiện diện của nữ giới trong hội đồng quản trị và tỷ lệ thành viên độc lập của ủy ban kiểm toán đều tác động tích cực đến điểm số ESG. Nghiên cứu đã cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu suất ESG tại các nước mới nổi. Ngoài ra, nghiên cứu còn đóng góp về lý thuyết thể chế thông qua làm rõ vai trò điều tiết của chất lượng quy định pháp lý làm cải thiện đáng kể mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu suất ESG. Kết quả của nghiên cứu đã cho thấy rằng việc cải thiện điểm số ESG không chỉ nằm ở nỗ lực nội bộ của doanh nghiệp, mà còn phụ thuộc vào sự hỗ trợ từ hệ thống chính sách của chính phủ, cần tập trung xây dựng khung pháp lý minh bạch, ổn định và có khả năng giám sát hiệu quả để tạo môi trường thuận lợi cho doanh nghiệp triển khai chiến lược ESG.

Từ khóa. ESG (Môi trường - Xã hội - Quản trị), phát triển bền vững, quản trị công ty, chất lượng quy định pháp lý, các nước mới nổi.

1 GIỚI THIỆU

Trong những năm trở lại đây, phát triển bền vững đang trở thành chiến lược ưu tiên của các doanh nghiệp trong bối cảnh các bên liên quan đang ngày càng quan tâm đến trách nhiệm xã hội, môi trường của các doanh nghiệp. Một trong những khuôn khổ được sử dụng nhằm đánh giá mức độ cam kết của doanh nghiệp đối với phát triển bền vững đó là ESG bao gồm ba trụ cột là môi trường, xã hội và quản trị (Koh và cộng sự, 2022). Để so sánh hiệu quả ESG giữa các doanh nghiệp, điểm số ESG đã được các tổ chức độc lập uy tín trên thế giới như Refinitiv và Bloomberg phát triển. Điểm số ESG được coi là thước đo quan trọng mà các tổ chức sử dụng để đánh giá sự nỗ lực của các doanh nghiệp trong việc thực hiện và quản trị rủi ro liên quan đến vấn đề phát triển bền vững. Từ đó, việc hiểu rõ những yếu tố ảnh hưởng đến điểm số ESG của doanh nghiệp đã và đang lôi kéo sự quan tâm đông đảo trong giới học thuật.

Quản trị công ty được xem là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến điểm số ESG. Theo Gillan và Starks (1998), quản trị công ty đóng vai trò quan trọng giám sát các hoạt động doanh nghiệp nhằm bảo vệ lợi ích của các bên liên quan và cổ đông. Trong những năm trở lại đây, nhiều nghiên cứu đã chứng minh được rằng quản trị công ty tốt giúp cải thiện điểm số ESG (Mahmoud Arayssi và cộng sự, 2020; Yusuf Babatunde Adeneye và cộng sự, 2024). Các nghiên cứu trước đây tập trung nghiên cứu một số yếu tố chính của quản trị công ty như đặc điểm hội đồng quản trị (quy mô, sự đa dạng giới tính, tỷ lệ thành viên độc lập), ủy ban kiểm toán (Bruno và cộng sự, 2025) ảnh hưởng đến việc công bố thông tin liên quan ESG.

Tổng hợp các nghiên cứu trước cho thấy rằng hiện nay đa số các nghiên cứu chủ yếu tập trung ở các quốc gia phát triển (Giuliana Birindelli và cộng sự, 2018). Bên cạnh đó, mối quan hệ giữa các thành phần của quản trị công ty chẳng hạn sự đa dạng giới tính trong hội đồng quản trị (HĐQT), tỷ lệ thành viên độc lập của HĐQT còn bất đồng về chiều hướng tác động đến điểm số ESG. Chẳng hạn, Bruna Miranda và cộng sự (2023) cho thấy thành viên độc lập trong hội đồng quản trị (HĐQT), tỷ lệ phụ nữ trong HĐQT tác

động cùng chiều đến hiệu suất ESG tại các ngân hàng ở Châu Âu. Tuy nhiên, nghiên cứu của Husted và cộng sự (2019) sử dụng mẫu nghiên cứu là các doanh nghiệp tại Mỹ Latinh, và đã chỉ ra rằng quy mô HĐQT và thành viên HĐQT độc lập có tác động cùng chiều đến hiệu suất của ESG, nhưng tỷ lệ phụ nữ trong HĐQT và kiêm nhiệm CEO lại có tác động ngược chiều đến việc đến việc công bố thông tin của ESG. Nghiên cứu gần đây của Yusuf và Ashraful (2024) cho thấy đặc điểm của HĐQT (sự đa dạng giới tính, tỷ lệ thành viên độc lập) có tác động tích cực tới công bố ESG, tuy nhiên không phát hiện mối quan hệ giữa quy mô HĐQT và công bố ESG của các doanh nghiệp thuộc khối BRICS.

Ngoài ra, các nghiên cứu về tác động của quản trị công ty đến điểm số ESG chủ yếu tập trung chủ yếu các nước phát triển, trong khi đó nghiên cứu thực hiện tại các thị trường mới nổi còn hạn chế. Các thị trường mới nổi lớn như Brazil, Trung Quốc, Colombia, Mexico, Nga, Việt Nam, Nam Phi đóng vai trò quan trọng trong việc phát triển toàn cầu và đang ngày càng thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư về việc phát triển bền vững của các doanh nghiệp. Vì vậy, đề tài nghiên cứu góp phần lấp đầy khoảng trống nghiên cứu với việc cung cấp bằng chứng về mối quan hệ giữa quản trị công ty và điểm số ESG của các doanh nghiệp tại các nước mới nổi như Brazil, Nga, Trung Quốc, Nam Phi, Mexico, Colombia và Việt Nam. Kết quả nghiên cứu đóng góp bổ sung bằng chứng để kiểm chứng lý thuyết đại diện và lý thuyết các bên liên quan tác động của quản trị công ty đến điểm số ESG tại các thị trường mới nổi quan trọng. Đồng thời cung cấp bằng chứng thực nghiệm một cách toàn diện trong bối cảnh các thị trường mới nổi giúp làm rõ những kết quả chưa thống nhất trước đây về mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả ESG. Về mặt thực tiễn, kết quả nghiên cứu góp phần cung cấp hàm ý giúp các nhà quản lý và các nhà hoạch định chính sách gia tăng hiệu quả quản trị công ty, đồng thời cần thúc đẩy hơn nữa chất lượng các quy định pháp luật nhằm góp phần tăng hiệu suất ESG của các doanh nghiệp. Bên cạnh đó kết quả nghiên cứu còn đóng góp thêm bằng chứng cho lý thuyết thể chế, trong đó, vai trò của đặc điểm quản trị công ty phát huy thêm sức mạnh tác động đến hiệu quả ESG khi được hỗ trợ bởi môi trường có chất lượng thể chế cao, đặc trưng bởi hệ thống pháp luật rõ ràng, mức độ thực thi hiệu quả và cơ chế bảo vệ nhà đầu tư cao. Đối với các thị trường mới nổi, các chuẩn mực quản trị công ty vẫn còn chưa thực sự đồng bộ, chất lượng thể chế đóng vai trò điều tiết cho mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu quả ESG. Tuy nhiên, các nghiên cứu trực tiếp xem xét vai trò điều tiết của chất lượng thể chế trong mối quan hệ giữa quản trị công ty và điểm số ESG tại các thị trường mới nổi hiện vẫn còn hạn chế, do đó nghiên cứu này góp phần lấp đầy khoảng trống nghiên cứu quan trọng này.

2 CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

2.1 Khung lý thuyết

Nghiên cứu này sử dụng 4 lý thuyết hỗ trợ để giải thích mối quan hệ giữa quản trị công ty và ESG. Lý thuyết đại diện (Ross, 1973, Jensen và Meckling, 1976) phân tích về mối quan hệ người ủy quyền (hội đồng quản trị) với người đại diện (CEO, ban quản lý). Theo lý thuyết này, khi lợi ích của người đại diện không trùng khớp với người ủy quyền thì xung đột lợi ích có thể xảy ra. Điều này dẫn đến sự bất cân đối thông tin, trong đó người đại diện có thể thiếu minh bạch che giấu thông tin gây thiệt hại cho các cổ đông.

Lý thuyết đại diện có thể được sử dụng để giải thích mối quan hệ giữa hiệu suất ESG và quản trị công ty. Trong bối cảnh ESG, khi doanh nghiệp xây dựng quản trị công ty tốt góp phần giám sát hành vi của ban quản lý, từ đó đảm bảo nhà quản lý thực hành ESG tốt hơn. Buallay và Al Ajmi (2020) chỉ ra rằng một trong những trụ cột quan trọng của cơ chế quản trị công ty tốt là sự hiện diện của ủy ban kiểm toán. Đây là yếu tố được kỳ vọng sẽ cải thiện hiệu suất ESG thông qua tăng cường yếu tố giám sát từ sự có mặt của ủy ban kiểm toán.

Lý thuyết phụ thuộc nguồn lực (Pfeffer và Salancik, 1978) chỉ ra ảnh hưởng của các yếu tố bên ngoài đối với hành vi của tổ chức. Theo lý thuyết này, mặc dù doanh nghiệp bị hạn chế bởi các yếu tố môi trường bên ngoài, các nhà quản lý có thể tận dụng các nguồn lực chiến lược để giảm thiểu sự phụ thuộc vào các yếu tố bên ngoài này. Hillman và cộng sự (2009) chỉ ra rằng các nghiên cứu ban đầu sử dụng lý thuyết phụ thuộc nguồn lực vào việc nghiên cứu về quản trị công ty. Cụ thể, quy mô và cơ cấu hội đồng quản trị được xem như nguồn lực bên trong giúp doanh nghiệp ứng phó với các yếu tố môi trường bên ngoài. Trong bối cảnh ESG, lý thuyết này giải thích quy mô của hội đồng quản trị với sự đa dạng về giới tính, kiến thức,

kinh nghiệp giúp doanh nghiệp tiếp cận các nguồn lực cần thiết để thực hiện chiến lược ESG hiệu quả từ đó tăng điểm số ESG.

Lý thuyết khối tới hạn (Kanter, 1977a; 1977b; 1987; Greed, 2000; Lortie-Lussier và Rinfret, 2002; Erkut và cộng sự, 2008; Childs và Krook, 2008) cho rằng nhóm thiểu số có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của nhóm phụ thuộc vào quy mô của nhóm thiểu số. Theo lý thuyết này, khi nhóm thiểu số chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ thì dễ bị cô lập và khó khăn trong việc phát biểu ý kiến và dễ bị đánh giá theo khuôn mẫu. Theo đó, khi quy mô của nhóm thiểu số đạt đến một ngưỡng nhất định, hoặc một khối lượng tới hạn, họ có thể tạo ra sự thay đổi đáng kể cho nhóm. Bởi vì, như lý thuyết đề xuất, có sự thay đổi về chất trong bản chất của các tương tác nhóm, khi thiểu số bắt đầu khẳng định bản thân và do đó làm thay đổi văn hóa, chuẩn mực và giá trị của tổ chức (Norris và Lovenduski, 2001). Lý thuyết khối tới hạn liên quan gián tiếp việc công bố hiệu suất ESG của doanh nghiệp, khi trong một hội đồng quản trị chỉ có sự hiện diện từ một đến hai phụ nữ sẽ không tạo ra tác động đáng kể và làm bất lợi trong việc đóng góp vào các nhiệm vụ chiến lược của hội đồng quản trị. Nhưng ngược lại khi trong hội đồng có trên ba thành viên nữ sẽ tạo thành một liên minh đa dạng quan điểm với góc nhìn sâu sắc giúp ra quyết định tốt hơn, giúp nâng cao hiệu quả ESG và báo cáo phát triển bền vững.

Lý thuyết thể chế (Scott, 1995; DiMaggio và Powell, 1983) cho rằng trong môi trường có thể chế pháp luật cao thì doanh nghiệp phải đối mặt với áp lực tuân thủ các quy định về ESG cao hơn. Theo đó, các doanh nghiệp có quản trị công ty tốt sẽ có lợi thế để đáp ứng các yêu cầu pháp lý tốt hơn về ESG. Từ đó, trong môi trường thể chế tốt, mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu suất ESG sẽ tăng lên.

2.2 Tổng quan nghiên cứu

2.2.1 Quy mô hội đồng quản trị và hiệu suất ESG

Mối quan hệ giữa quy mô HĐQT và hiệu suất ESG cho thấy kết quả không đồng nhất giữa các nghiên cứu. Buchetti (2025) đã tổng hợp trên 91 nghiên cứu (2010-2023) và đã chỉ ra rằng trong 75% nghiên cứu cho thấy quy mô HĐQT càng lớn sẽ hoàn thiện mức độ công bố thông tin ESG. Nhưng lại có 67% nghiên cứu cho thấy tác động tiêu cực đến hiệu suất ESG do có thể xung đột từ nhiều ý kiến, khó đưa ra quyết định.

Đồng ý với kết quả nghiên cứu thứ nhất, Husted và Sousa-Filho (2019) sử dụng mẫu nghiên cứu tại khu vực Mỹ Latinh chỉ ra quy mô hội đồng quản trị có tác động tích cực đến ESG. Ahmet và cộng sự (2025) nhấn mạnh hội đồng quản trị lớn hơn, kết hợp nhiều quan điểm và chuyên môn hơn, được trang bị tốt hơn để hỗ trợ việc thực hiện hiệu quả hơn các hoạt động ESG. Đồng quan điểm này, Anh và Trinh (2025) cũng cho rằng công ty có hội đồng quản trị lớn thể hiện hiệu suất ESG và quản trị công ty cao hơn. Bên cạnh đó, Linh và Bình (2024) nghiên cứu trong phạm vi Việt Nam (một thị trường mới nổi) nêu lên quy mô hội đồng quản trị có mối liên hệ tích cực và có ý nghĩa thống kê tới ESG.

Một số ý kiến trái chiều như Bruna và cộng sự (2023) cho rằng quy mô hội đồng quản trị ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả ESG do quy mô càng lớn việc giám sát hội đồng quản trị trở nên phức tạp hơn. Theo đó, hội đồng quản trị có xu hướng tham gia nhiều hơn vào các vấn đề kinh tế và thiếu giám sát các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị. Chẳng hạn như, Haoming và cộng sự (2024) tập trung trong phạm vi nước Trung Quốc cũng đều ghi nhận ảnh hưởng không đáng kể của quy mô hội đồng quản trị lên ESG.

Sự khác biệt kết quả giữa các nghiên cứu cũng có thể được lý giải bởi thị trường kinh tế và bối cảnh của doanh nghiệp. Trong khi ở thị trường mới nổi nơi có nguồn lực nội bộ và cơ chế giám sát không đầy đủ. Theo đó, HĐQT có quy mô lớn bổ sung nguồn lực cần thiết giúp hỗ trợ trong quá trình ra quyết định và nâng cao minh bạch ESG. Tuy nhiên ở một số nước phát triển hệ thống quản trị vẫn đang hoàn thiện, việc mở rộng quy mô của hội đồng quản trị cũng có thể chưa đủ để cải thiện mức độ công bố thông tin hay hiệu suất ESG.

2.2.2 Đa dạng giới trong hội đồng quản trị và hiệu suất ESG

Mối quan hệ giữa đa dạng giới trong HĐQT và hiệu suất ESG thông qua các nghiên cứu đã đưa ra nhiều ý kiến khác biệt. Trong khi, Bruna và cộng sự (2023) nghiên cứu ở Châu Âu nêu lên phụ nữ có sự nhạy cảm và định hướng cao hơn đối với các vấn đề môi trường và xã hội, đóng góp ý tưởng và nguồn lực về các chính sách và chương trình đa dạng sinh học nên đưa ra kết quả sự đa dạng giới trong hội đồng quản trị tác động tích cực tới ESG. Tương tự, Hanen và cộng sự (2025), Anh và Trinh (2025) cho thấy sự hiện

diện của giám đốc nữ trong hội đồng quản trị và mức độ công bố thông tin ESG có mối quan hệ tích cực. Đồng thời Anh và Trinh (2025) cũng đã chứng minh các chính sách đa dạng giới có vai trò quan trọng trong việc nâng cao hiệu quả ESG, thúc đẩy môi trường kinh doanh bền vững.

Tuy nhiên, Husted và Sousa-Filho (2019) lại cho rằng nữ giới trong hội đồng quản trị có mối liên hệ tiêu cực với ESG theo khu vực Mỹ Latinh. Kết quả này được giải thích do thiếu lý thuyết khối lượng tới hạn về phụ nữ trong hội đồng quản trị hoặc do bối cảnh văn hóa mang tính tập thể cao của Châu Mỹ Latinh, nơi cả nam và nữ đều có thể ưu tiên lợi ích của nhóm nội bộ hơn. Nghiên cứu mới của Ahmet và cộng sự (2025) tại Hàn Quốc đã chỉ ra rằng tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT không có mối liên hệ với ESG. Ngoài ra, Haoming và cộng sự (2024) nghiên cứu tại Trung Quốc hay Richard và cộng sự (2024) sử dụng mẫu nghiên cứu tại Nhật Bản đưa ra kết quả tương tự rằng không có mối quan hệ này.

Sự khác biệt về bối cảnh và văn hóa doanh nghiệp dẫn tới nhiều ý kiến xung đột. Tại các nền kinh tế phát triển như châu Âu, hệ thống pháp lý hoàn thiện và chính sách bình đẳng giới mạnh mẽ đã tạo điều kiện thuận lợi cho phụ nữ tham gia vào các vị trí lãnh đạo và ra quyết định trong doanh nghiệp. Ngược lại ở thị trường mới nổi, văn hóa truyền thống trọng nam vẫn phổ biến, mặc dù phụ nữ có mặt trong hội đồng quản trị nhưng vẫn thường không có quyền quyết định.

2.2.3 *Tính độc lập ủy ban kiểm toán và hiệu suất ESG*

Tính độc lập của ủy ban kiểm toán đang được xem là yếu tố góp phần tạo nên việc phát triển bền vững của doanh nghiệp. Các nghiên cứu đã đưa ra các kết quả khác nhau về tác động tính độc lập ủy ban kiểm toán đến hiệu suất ESG. Dựa trên nghiên cứu Mallin và Michelon (2011) thấy được ủy ban kiểm toán đóng vai trò quan trọng trong việc áp dụng các chiến lược dài hạn đáp ứng kỳ vọng của các bên liên quan để cải thiện hiệu suất tài chính và tính bền vững. Do đó, tính độc lập của ủy ban kiểm toán và hiệu suất ESG có mối quan hệ tác động cùng chiều (Rosalinda và cộng sự, 2025; Matteo Pozzoli và cộng sự, 2022). Rosalinda và cộng sự (2025) cho rằng các doanh nghiệp có thành viên độc lập và chuyên gia tài chính trong ủy ban kiểm toán có ảnh hưởng tích cực đến hiệu suất phát triển bền vững. Nghiên cứu mới đây của Dung Quang Lê và các cộng sự (2025) tại Trung Quốc chỉ ra tỷ lệ thành viên độc lập của ủy ban kiểm toán có mối liên hệ tích cực đến ESG.

Tuy nhiên cũng tìm thấy ảnh hưởng tiêu cực của tính độc lập của ủy ban kiểm toán đến việc công bố ESG trong nghiên cứu của Muttanachai Suttipun (2021) tại Thái Lan. Muttanachai Suttipun (2021) giải thích do mục tiêu chính của ủy ban kiểm toán tập trung vào chất lượng của thông tin và báo cáo tài chính cũng như kế toán và kiểm toán quản trị, nhưng ủy ban kiểm toán có thể từ chối khuyến khích công bố tự nguyện bao gồm cả công bố ESG. Thêm vào đó, Rieke Pernamasari và Anis Chariri (2024) kết luận mặc dù là ủy viên độc lập trong ủy ban kiểm toán, họ có thể có vai trò hạn chế trong việc đưa ra các quyết định chiến lược hàng ngày cho công ty, do đó không thấy tác động đáng kể của tính độc lập ủy ban kiểm toán đối với hiệu suất ESG.

Sự khác biệt về kết quả của các nghiên cứu giữa các khu vực có thể là mức độ phát triển của thị trường của các nước. Tại các nước phát triển như Châu Âu, hệ thống quản trị công ty bao gồm sự tham gia giám sát trực tiếp của ủy ban kiểm toán để đánh giá tính đầy đủ và mức trung thực báo cáo ESG. Đồng thời với thể chế về các quy định chặt chẽ, khung pháp lý nghiêm ngặt, mang tính bắt buộc và áp lực thị trường cao khiến các nước phải nâng cao tính độc lập ủy ban kiểm toán để nâng cao hiệu quả ESG. Còn ở các nước đang phát triển chỉ tập trung vào mức độ công bố ESG ít nghiên cứu vào hiệu suất, vai trò giám sát của ủy ban kiểm toán cũng chưa thực sự được triển khai do đó ủy ban kiểm toán dù độc lập nhưng hiệu suất ESG vẫn chưa cải thiện đáng kể.

Từ tổng quan các nghiên cứu về mối quan hệ giữa quản trị công ty và hiệu suất ESG tại các nước có nền kinh tế đã và đang phát triển, có thể thấy quản trị công ty có vai trò quan trọng đối với hiệu suất công bố ESG. Qua các kết quả nghiên cứu cho thấy không có sự nhất quán về tác động của quản trị công ty đến hiệu suất công bố ESG ở từng khu vực khác nhau sẽ đưa ra kết quả về các tác động của yếu tố khác nhau. Sự khác biệt này phần lớn là do ảnh hưởng của phạm vi nghiên cứu và bối cảnh nghiên cứu. Chẳng hạn như, theo (Husted và cộng sự, 2019) cho thấy rằng yếu tố tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT nếu thực hiện nghiên cứu ở khu vực Mỹ Latinh sẽ cho ra kết quả ngược chiều với mức độ công bố ESG; nhưng khi lấy mẫu nghiên cứu tại Thái Lan cho ra kết quả cùng chiều (Muttanachai Suttipun, 2021). Hiện nay, có nhiều nghiên cứu về tác động của quản trị công ty (quy mô hội đồng quản trị, tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT và tỷ lệ thành viên độc lập của ủy ban kiểm toán) đến hiệu suất ESG, chỉ tập trung vào các nước phát triển mà vẫn chưa tập trung nhiều vào thị trường mới nổi (Muhammad và Ratna, 2024) Do đó cần phải có thêm

nghiên cứu giúp thúc đẩy hiệu quả ESG tại các nước mới nổi. Vì thế, để làm rõ các yếu tố của quản trị công ty tác động đến hiệu suất công bố ESG và đồng thời lý giải được sự không nhất quán trong kết quả nghiên cứu, nhóm đã nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết tại thị trường mới nổi thuộc nhóm BRICS bao gồm bốn quốc gia: Brazil, Russia, China, South, Africa cùng với ba nước Mexico, Colombia và Việt Nam để lấp đầy khoảng trống hiện nay.

3 GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

3.1 Quy mô hội đồng quản trị

Quy mô hội đồng quản trị quyết định đến hiệu quả và hiệu suất trong quá trình giám sát điều hành và giám sát rủi ro trong một doanh nghiệp. Quy mô lớn mang lại tầm nhìn chiến lược lâu dài, sự đa dạng về góc nhìn và ý kiến chuyên môn giúp nâng cao chất lượng quyết định phát triển bền vững. Dựa trên lý thuyết đại diện và lý thuyết phụ thuộc nguồn lực, nghiên cứu kỳ vọng quy mô hội đồng quản trị tác động cùng chiều với hiệu suất công bố ESG ở thị trường mới nổi. Trong bối cảnh thị trường mới nổi như những quốc gia thuộc BRICS và Việt Nam chịu áp lực từ các nhà đầu tư và cổ đông về ESG. Nhà đầu tư quốc tế có xu hướng chú trọng hơn vào những doanh nghiệp có báo cáo ESG minh bạch và đáng tin cậy. Bên cạnh đó tại các quốc gia thuộc thị trường mới nổi hệ thống giám sát nội bộ chưa đủ mạnh và các nguồn lực chuyên môn vẫn còn hạn chế. Điều đó cho thấy HĐQT có quy mô lớn hơn không chỉ giúp tăng cường việc giám sát mà còn mở rộng khả năng tiếp cận nguồn lực và có nhiều chuyên gia để đáp ứng yêu cầu công bố ESG phức tạp. Điều này nhất quán với các bằng chứng thực nghiệm từ nghiên cứu của Husted và cộng sự (2019) tại Mỹ hay Latinh, Muttanachai (2021) tại Thái Lan, cũng như Bruno Buchetti (2025) đều ủng hộ mối quan hệ tích cực giữa quy mô hội đồng quản trị và hiệu suất công bố ESG. Vì vậy, giả thuyết nghiên cứu thứ nhất của bài báo ủng hộ quan điểm này.

Giả thuyết H1: Quy mô hội đồng quản trị có tác động tích cực đến hiệu suất công bố ESG.

3.2 Tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị

Một trong những yếu tố quan trọng khác cấu thành nên quản trị công ty là sự xuất hiện nữ giới trong hội đồng quản trị. Trong bối cảnh toàn cầu hiện nay sự xuất hiện thành viên nữ trong hội đồng quản trị đang trở thành nhân tố chiến lược quan trọng tác động trực tiếp đến hiệu suất công bố ESG của doanh nghiệp. Bởi nó không chỉ đảm bảo được việc tạo sự bình đẳng giới mà còn thể hiện được sự chú trọng vai trò của "S" (Social). Dựa trên lý thuyết khối tới hạn, nghiên cứu này kỳ vọng sự hiện diện của nữ giới trong hội đồng quản trị tác động tích cực đến hiệu suất công bố ESG. Một doanh nghiệp có sự đa dạng giới trong hội đồng quản trị sẽ tạo ra nhiều quan điểm khác nhau, từ đó giúp doanh nghiệp giám sát và kiểm soát rủi ro tốt hơn, định hướng chiến lược hiệu quả và tăng cường tính minh bạch trong các quyết định quản trị.

Các nghiên cứu đã chỉ ra rằng sự đa dạng giới tính trong hội đồng quản trị tác động tích cực đến hiệu suất công bố ESG chỉ thực sự rõ rệt khi đạt đến một "khối lượng tới hạn" nhất định. Đồng ý với quan điểm này, Bruna Miranda (2023) nghiên cứu cứu các ngân hàng tại châu Âu; hay ở Thái Lan, Muttanachai (2021) đều ghi nhận sự tương quan tích cực của ủy ban nữ hội đồng quản trị đối với việc công bố hiệu suất ESG. Đặc biệt, trong tổng hợp nghiên cứu toàn cầu năm 2025, Bruno Buchetti cũng đưa ra khẳng định rằng tỷ lệ nữ giới trong hội đồng quản trị tác động tích cực đến hiệu suất ESG.

Ở khu vực Đông Nam Á, người phụ nữ phải chịu đựng những sự phán xét, định kiến từ xã hội bởi phong tục trọng nam khinh nữ từ đời xưa khiến họ không có tiếng nói và hạn chế vai trò trong xã hội. Nhưng với đóng góp của Trúc Anh (2025) đã cho thấy rằng sự hiện diện của nữ giới trong hội đồng quản trị có vai trò quan trọng trong việc gia tăng điểm số ESG thông qua khả năng lãnh đạo đa dạng và đóng góp vào các quyết định chiến lược. Điều này cho thấy rằng mặc dù có ở trong môi trường văn hóa Á Đông, nơi mà vai trò và quyền lực vẫn nghiêng về nam giới, sự hiện diện của thành viên nữ trong hội đồng quản trị vẫn đem lại kết quả tích cực đến hiệu suất ESG.

Vai trò của phụ nữ có thể bị ảnh hưởng bởi môi trường quản trị và văn hóa của mỗi quốc gia bởi nên có một số nghiên cứu còn chỉ ra rằng sự hiện diện của phụ nữ trong hội đồng quản trị sẽ làm giảm việc hiệu suất công bố ESG. Điển hình như ở khu vực Mỹ Latinh, dựa trên nghiên cứu của Husted và cộng sự (2019) sự hiện diện của phụ nữ trong hội đồng luôn tác động tiêu cực đến việc công bố ESG ngay cả khi đó là sự hiện diện lớn của phụ nữ vẫn không có tác động tích cực. Vì ở Mỹ Latinh họ ưu tiên chủ nghĩa cá

nhân hơn là chủ nghĩa tập thể (Hofstede, 1984) hoặc có thể do việc thiếu “khối lượng tới hạn” nên không thể cho ra kết quả tích cực đến việc công bố thông tin.

Trong bối cảnh thị trường mới nổi, nơi mà các vấn đề về môi trường và xã hội ngày càng được quan tâm cho thấy vai trò quan trọng của hội đồng quản trị. Các quốc gia BRICS và Việt Nam đang thúc đẩy bình đẳng giới và ESG đồng thời, thì sự hiện diện của phụ nữ trong hội đồng quản trị không chỉ góp phần tạo góc nhìn đa chiều trong mục tiêu chiến lược mà còn thúc đẩy văn hóa minh bạch, trách nhiệm và nhân văn được xem là những giá trị cốt lõi của ESG.

Giả thuyết H2: Tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT có tác động tích cực đến hiệu suất công bố ESG.

3.3 Tỷ lệ thành viên độc lập của ủy ban kiểm toán

Dựa vào lý thuyết đại diện (Jensen và Meckling, 1976), Tỷ lệ thành viên độc lập của Ủy ban kiểm toán (Independent Audit Committee Members) được xem là cơ chế giám sát quan trọng trong HĐQT nhằm giảm thiểu sự bất đối xứng thông tin cũng như hạn chế các xung đột lợi ích giữa ban quản lý và cổ đông. Cùng với đó, các thành viên độc lập trong ủy ban kiểm toán còn có khả năng đưa ra những đánh giá khách quan hơn, làm tăng tính minh bạch và độ tin cậy của thông tin công bố ESG.

Giả thuyết này còn đặc biệt có ý nghĩa và tính thuyết phục cao hơn trong thị trường các quốc gia mới nổi, nơi mà cơ chế thực thi quản trị công ty còn yếu kém, cũng như quyền lợi của các cổ đông dễ bị tổn hại và mức độ bất cân xứng thông tin cao. Khi đó, một ủy ban kiểm toán với tỷ lệ thành viên độc lập lớn sẽ góp phần đóng vai trò then chốt trong việc nâng cao chất lượng giám sát, làm thúc đẩy sự minh bạch và khuyến khích công bố thông tin ESG tốt hơn.

Bằng chứng thực nghiệm trong phạm vi nghiên cứu ở khu vực Châu Âu, qua nghiên cứu của Matteo Pozzoli và cộng sự (2022) cho thấy rằng tính độc lập của ủy ban kiểm toán tác động tích cực đến ESG. Cùng với quan điểm trên, các nghiên cứu của Husted và cộng sự (2019), Klein (2002), Gan và cộng sự (2013) chỉ ra những ảnh hưởng tích cực của ủy ban kiểm toán đến việc công bố thông tin tự nguyện. Chẳng hạn như Gan và cộng sự (2013), nhận định rằng ủy ban kiểm toán là một yếu tố không thể thiếu của các doanh nghiệp trong việc cung cấp cả về chất lượng cũng như số lượng công bố thông tin bắt buộc và tự nguyện. Vì vậy, trong bối cảnh thị trường mới nổi vai trò thành viên độc lập sẽ góp phần tăng chất lượng của báo cáo ESG, từ đó giúp doanh nghiệp có điểm số ESG tốt hơn.

Giả thuyết H3: Tỷ lệ thành viên độc lập của ủy ban kiểm toán có tác động tích cực đến hiệu suất công bố ESG.

3.4 Vai trò điều tiết của chất lượng quy định pháp lý đến mối quan hệ giữa quản trị công ty và điểm số ESG

Chất lượng quy định pháp lý (High Quality Regulation) được định nghĩa là mức độ mà Chính phủ xây dựng và thực thi các chính sách, quy định một cách minh bạch, công bằng, nhất quán và hiệu quả, nhằm tạo ra một môi trường kinh doanh thuận lợi và khuyến khích các hành vi phát triển bền vững. Chất lượng quy định pháp lý thường được đo lường qua các chỉ số chất lượng quy định phản ánh năng lực chính phủ trong việc xây dựng và thực thi các chính sách, quy định hỗ trợ khu vực tư nhân. Dựa vào lý thuyết thể chế cho rằng thể chế chi phối các quyết định của doanh nghiệp thông qua các chính sách, văn bản luật, các quy định từ chính phủ. Trong bối cảnh môi trường thể chế có chính sách quy định về ESG chặt chẽ sẽ vừa tạo điều kiện thuận lợi, vừa thúc đẩy doanh nghiệp tuân thủ các quy định về ESG. Song song đó, quản trị công ty sẽ giám sát, kiểm soát mọi rủi ro và hướng đến hiệu suất công bố ESG dưới áp lực của các thể chế chính sách. Theo các nghiên cứu trước đây, tại các thị trường mới nổi như Mỹ Latinh (Husted và Sousa - Filho, 2019) và khu vực GCC (Mahmoud Arayssi và cộng sự, 2020) cho thấy rằng tác động của quản trị công ty (như quy mô HĐQT, thành viên độc lập, đa dạng giới) đối với ESG bị chi phối bởi bối cảnh thể chế. Các nghiên cứu về ESG và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, được xem xét dưới góc nhìn của Lý thuyết thể chế, cho thấy các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi áp lực thể chế bên ngoài, bên cạnh các động lực nội tại và các lực lượng thị trường (Iatridis và Kesidou, 2018).

Trong bối cảnh đó, tác động của từng đặc điểm trong cấu trúc HĐQT đến kết quả ESG phụ thuộc đáng kể vào chất lượng thể chế. Quy mô HĐQT càng lớn thì càng làm tăng cường khả năng giám sát và hoạch định chiến lược nhờ sự đa dạng về chuyên môn, nhưng tác động tích cực này chỉ thực sự được phát huy

rõ rệt khi Chính phủ ban hành các quy định ESG minh bạch và được thực thi rõ ràng, hiệu quả. Bên cạnh đó, sự tham gia của nữ giới trong HĐQT thường thúc đẩy các hoạt động ESG thông qua góc nhìn đa dạng và sự nhạy bén với vấn đề xã hội môi trường. Tuy nhiên, ở các doanh nghiệp có liên với Nhà nước, tác động này có thể được định hình bởi yêu cầu tuân thủ pháp lý nhiều hơn là động lực chiến lược, khiến vai trò của chất lượng chính sách trở nên đặc biệt quan trọng trong việc chuyển hóa đa dạng giới thành kết quả ESG (Niclo & Andrades-Peña, 2024; Sharawi et al., 2024). Song song với đó, tỷ lệ thành viên độc lập trong ủy ban kiểm toán cũng được xem là yếu tố quan trọng để đảm bảo tính minh bạch và khách quan của báo cáo, được chứng minh có liên quan tích cực đến điểm số ESG. Tác động này càng mạnh hơn trong môi trường có hệ thống quy định chất lượng cao, nơi chuẩn mực và cơ chế giám sát ESG được thiết lập rõ ràng.

Mặt khác, hiệu quả hoạt động của chính phủ đề cập đến chất lượng dịch vụ công, năng lực của dịch vụ công và sự độc lập của chính phủ trước các áp lực chính trị (Handoyo, 2023). Hiệu quả hoạt động của chính phủ tác động đến việc thực thi các quy định ESG và bảo vệ lợi ích của các bên liên quan. Hiệu quả hoạt động của chính phủ cao hơn dẫn đến việc thực thi các quy định tốt hơn và tăng cường bảo vệ các bên liên quan.

Giả thuyết H4a: *Mối quan hệ giữa quy mô HĐQT và điểm số ESG được điều tiết bởi chất lượng quy định pháp lý.*

Giả thuyết H4b: *Mối quan hệ giữa tỷ lệ thành viên nữ trong quy mô HĐQT và điểm số ESG được điều tiết bởi chất lượng quy định pháp lý.*

Giả thuyết H4c: *Mối quan hệ giữa tỷ lệ thành viên độc lập của ủy ban kiểm toán và điểm số ESG được điều tiết bởi chất lượng quy định pháp lý.*

4 PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

4.1 Mẫu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng mẫu dữ liệu gồm 3.903 quan sát, được thu thập dữ liệu từ các công ty niêm yết tại 8 quốc gia thuộc nhóm kinh tế mới nổi (Brazil, Trung Quốc, Colombia, Mexico, Nga, Việt Nam, Nam Phi), trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2022. Để phân tích hành vi của các công ty theo thời gian, nhóm đã lựa chọn phương pháp dữ liệu bảng và dữ liệu về điểm số ESG được thu thập từ cơ sở dữ liệu Refinitiv Eikon Database và báo cáo tài chính của các công ty niêm yết.

Dựa vào kết quả bảng 1a, có thể thấy được sự phân bố quan sát giữa các quốc gia có sự chênh lệch đáng kể. Các quan sát tập trung chủ yếu ở Trung Quốc với 1.653 quan sát, chiếm 42,35%. Trong khi tại thị trường Việt Nam, các quan sát vẫn còn tương đối ít với 42 quan sát và chỉ chiếm 1,08% so với tổng thể. Dựa vào mẫu nghiên cứu lựa chọn theo năm (bảng 1c), các quan sát thấy có sự tăng trưởng mạnh mẽ, rõ rệt từ năm 2010 đến năm 2022, điều này phản ánh sự quan tâm ngày càng nhiều của các doanh nghiệp thị trường các quốc gia mới nổi đối với ESG và cũng như xu thế mở rộng công bố thông tin ESG trong hơn một thập kỷ qua. Cùng với đó tại bảng 1c, mẫu nghiên cứu được lựa chọn từ nhiều lĩnh vực kinh tế, bao gồm các ngành chính như: hàng tiêu dùng bền, hàng tiêu dùng không bền, sản xuất, năng lượng, hóa chất, thiết bị điện tử, viễn thông, tiện ích, buôn bán, y tế, tài chính và nhiều ngành phổ biến khác.

Bảng 1: Mẫu nghiên cứu

Bảng 1a: Số quan sát và giá trị trung bình của điểm số ESG theo quốc gia

Quốc gia	Số quan sát	Trung bình điểm ESG
Brazil	693	53
Trung Quốc	1.653	35
Colombia	146	53
Mexico	385	48
Nga	223	42
Việt Nam	42	39
Nam Phi	761	52
Tổng	3.903	

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ ĐIỂM SỐ ESG: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CHẤT LƯỢNG

Bảng 1b: Số quan sát và giá trị trung bình của điểm số ESG theo năm

Năm	Số quan sát	Trung bình điểm ESG
2010	8	32
2011	24	35
2012	37	37
2013	160	43
2014	222	44
2015	226	46
2016	240	47
2017	326	44
2018	349	45
2019	452	42
2020	550	42
2021	627	43
2022	682	44
Tổng	3.903	

Bảng 1c: Số quan sát và giá trị trung bình của điểm số ESG theo ngành¹

Ngành	Số quan sát	Điểm trung bình ESG
Hàng tiêu dùng không bền	312	44
Hàng tiêu dùng bền	112	34
Sản xuất	572	43
Năng lượng	150	46
Hóa chất	193	40
Thiết bị điện tử	243	35
Viễn thông	148	51
Tiện ích	220	48
Bán buôn, bán lẻ	374	46
Y tế	190	43
Tài chính	655	46
Khác	734	43
Tổng	3.903	

4.2 Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu tiến hành phân tích và xử lý dữ liệu bằng cách sử dụng nhiều phương pháp hồi quy khác nhau bao gồm mô hình bình phương nhỏ nhất (OLS), mô hình hồi quy tác động cố định (FEM), mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM) và sai số chuẩn phân cụm theo công ty/quốc gia, xử lý phương sai thay đổi và tự tương quan (White, 1980; Petersen, 2009). Mức độ bền vững của mô hình nghiên cứu được kiểm định thông qua mô hình GMM để xử lý khả năng nội sinh giữa các biến và vấn đề nhân quả đảo ngược.

Từ cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước, nghiên cứu đề xuất mô hình nghiên cứu phân tích tác động của quy mô HĐQT, tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT, tỷ lệ thành viên độc lập của ủy ban kiểm toán đến hiệu suất công bố ESG và xem xét vai trò điều tiết của chất lượng quy định pháp lý, như sau:

$$ESG_SCORE_{it} = \beta_0 + \beta_1 BOARD_SIZE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 TANGIBLE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \beta_7 R\&D_INSENSIVITY_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \sum_{T=1}^T \beta_T Year_t + \sum_{J=1}^J \beta_J Industry_t + \sum_{K=1}^K \beta_K Country_t + \epsilon_{it} \quad (1)$$

¹ Trong nghiên cứu này, các công ty được phân loại theo 12 ngành dựa trên hệ thống của Fama, E. F. and K. R. French (1997). "Industry costs of equity." *Journal of Financial economics* 43(2): 153-193.

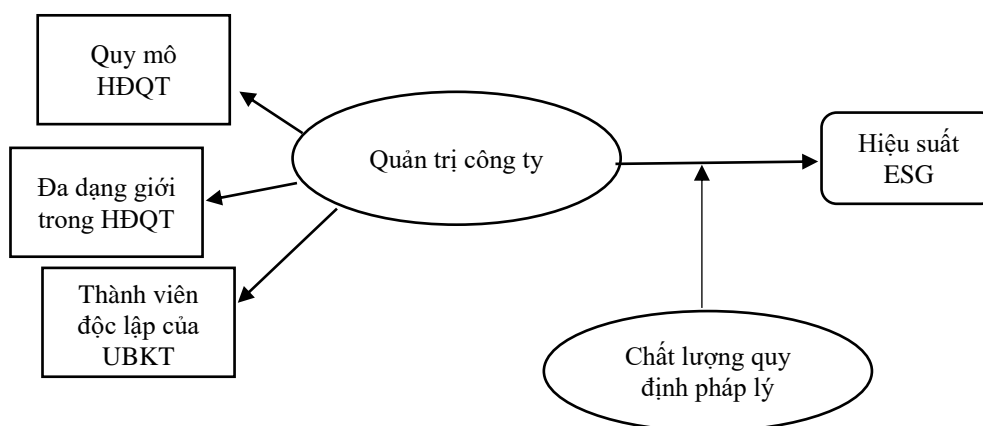
$$ESG_SCORE_{it} = \beta_0 + \beta_2 WOMEN_BOARD_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 TANGIBLE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \beta_7 R\&D_INSENSITY_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \sum_{T=1}^T \beta_t Year_t + \sum_{J=1}^J \beta_t Industry_t + \sum_{K=1}^K \beta_t Country_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$ESG_SCORE_{it} = \beta_0 + \beta_2 AUDIT_COMMITTEE_INDENDENCE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 TANGIBLE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \beta_7 R\&D_INSENSITY_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \sum_{T=1}^T \beta_t Year_t + \sum_{J=1}^J \beta_t Industry_t + \sum_{K=1}^K \beta_t Country_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$ESG_SCORE_{it} = \theta_0 + \theta_1 BOARD_SIZE_{it} + \theta_2 HIGH_QUALITY_REGULATION_{it} + \theta_3 BOARD_SIZE_{it} * HIGH_QUALITY_REGULATION_{it} + \theta_4 SIZE_{it} + \theta_5 LEV_{it} + \theta_6 TANGIBLE_{it} + \theta_7 ROA_{it} + \theta_8 CASH_{it} + \theta_9 R\&D_INSENSITY_{it} + \theta_{10} CAPEX_{it} + \sum_{T=1}^T \beta_t Year_t + \sum_{J=1}^J \beta_t Industry_t + \sum_{K=1}^K \beta_t Country_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$ESG_SCORE_{it} = \theta_0 + \theta_1 BOARD_SIZE_{it} + \theta_2 HIGH_QUALITY_REGULATION_{it} + \theta_3 WOMEN_BOARD_{it} * HIGH_QUALITY_REGULATION_{it} + \theta_6 AUDIT_COMMITTEE_INDENDENCE_{it} * HIGH_QUALITY_REGULATION_{it} + \theta_4 SIZE_{it} + \theta_5 LEV_{it} + \theta_6 TANGIBLE_{it} + \theta_7 ROA_{it} + \theta_8 CASH_{it} + \theta_9 R\&D_INSENSITY_{it} + \theta_{10} CAPEX_{it} + \sum_{T=1}^T \beta_t Year_t + \sum_{J=1}^J \beta_t Industry_t + \sum_{K=1}^K \beta_t Country_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$ESG_SCORE_{it} = \theta_0 + \theta_1 BOARD_SIZE_{it} + \theta_2 HIGH_QUALITY_REGULATION_{it} + \theta_3 AUDIT_COMMITTEE_INDENDENCE_{it} * HIGH_QUALITY_REGULATION_{it} + \theta_4 SIZE_{it} + \theta_5 LEV_{it} + \theta_6 TANGIBLE_{it} + \theta_7 ROA_{it} + \theta_8 CASH_{it} + \theta_9 R\&D_INSENSITY_{it} + \theta_{10} CAPEX_{it} + \sum_{T=1}^T \beta_t Year_t + \sum_{J=1}^J \beta_t Industry_t + \sum_{K=1}^K \beta_t Country_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$



Hình 1: Sơ đồ mô tả mô hình nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các báo cáo thường niên của doanh nghiệp, bao gồm hai nguồn chính đó là hiệu suất công bố ESG và quản trị công ty. Hiệu suất công bố ESG (ESG_SCORE) đóng vai trò là biến phụ thuộc và được đo lường dựa trên ba trụ cột chính gồm môi trường, xã hội và quản trị, thông qua dữ liệu Refinitiv Eikon Database. Ngoài ra, các biến độc lập đại diện cho đặc điểm của quản trị công ty và các biến số sử dụng trong nghiên cứu này cũng đều được thu thập từ báo cáo quản trị trong báo cáo thường niên của doanh nghiệp. Cụ thể bao gồm ba biến: quy mô HĐQT (BOARD_SIZE) được đo bằng số lượng thành viên hội đồng quản trị; sự đa dạng giới trong HĐQT (WOMEN_BOARD) được biểu thị bằng tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng quản trị; và cuối cùng là tính độc lập của ủy ban kiểm toán (AUDIT_COMMITTEE_INDENDENCE) được xác định bằng cách biểu thị tỷ lệ thành viên độc lập trong ủy ban kiểm toán của công ty i trong năm tài chính t . Ngoài ra, trong bài nghiên cứu biến điều tiết chất lượng quy định pháp lý. Biến điều tiết chất lượng quy định pháp lý (HIGH_QUALITY_REGULATION) được lấy từ Bộ chỉ số quản trị toàn cầu của Ngân hàng Thế giới, phản ánh khả năng của chính phủ trong việc xây dựng và thực thi các chính sách, quy định nhằm thúc đẩy sự phát triển của khu vực tư nhân. Bài nghiên cứu kỳ vọng rằng khi chính sách chính phủ tốt sẽ giúp tạo khung pháp lý rõ ràng, minh bạch giúp các doanh nghiệp thực hành quản trị tốt hơn để phù hợp với các tiêu chuẩn ESG.

Dựa vào các nghiên cứu trước đây, để kiểm soát các yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa biến độc lập và biến phụ thuộc, các biến kiểm soát được đưa thêm vào mô hình (1) đến (6). Cụ thể,

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ ĐIỂM SỐ ESG: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CHẤT LƯỢNG

quy mô doanh nghiệp (SIZE) có ảnh hưởng đến điểm số ESG bởi các công ty lớn có thể chịu áp lực lớn hơn trong việc công bố hiệu suất ESG (Brammer và cộng sự, 2009; Johnson và Greening, 1999; Gillan và cộng sự, 2021; Nekhili và cộng sự, 2021; Drempetic và cộng sự, 2020; Shaukat và cộng sự, 2016). Khi các doanh nghiệp đầu tư vào chiến lược ESG, yếu tố đòn bẩy tài chính (LEV) sẽ ảnh hưởng đến dòng vốn đầu tư bởi các công ty có đòn bẩy tài chính cao có khả năng công bố thông tin minh bạch và chính xác hơn do chi phí giám sát cao hơn (Jensen và Meckling, 1976; Nekhili và cộng sự, 2021; Cheng và cộng sự, 2014; Brammer và Pavelin, 2006). Ngoài ra, TANGIBLE (giá trị ròng của tài sản cố định hữu hình/tổng tài sản) và lợi nhuận trên tài sản (ROA_{it}) được đưa vào mô hình để giải thích ảnh hưởng thuận lợi của chúng đối với mức độ công bố ESG. Các công ty có quy mô tài sản lớn hơn và hiệu quả tài chính tốt hơn dự kiến sẽ đầu tư nhiều hơn vào các dự án xã hội và môi trường. Do đó, quy mô tài sản, (Arora và Dharwadkar, 2011; Jizi và cộng sự, 2026). Bên cạnh đó, CASH (tiền và tương đương tiền/tổng tài sản); R&D INTENSITY (chi phí nghiên cứu & phát triển/tổng tài sản) kỳ vọng sẽ có mối quan hệ tích cực với việc công bố ESG (McWilliams và Siegel, 2000). Hơn nữa, CAPEX (chi phí vốn/tổng tài sản) là một biến kiểm soát để đo lường mức độ đầu tư. Việc đầu tư vào ESG có thể làm tăng chi phí ban đầu, mang lại lợi ích dài hạn (Eccles và cộng sự, 2014). Các công ty có chi phí vốn cao có thể ngăn ngại đầu tư vào ESG nếu lợi ích không rõ ràng (Bansal và Roth, 2000).

5 KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

5.1 Thống kê mô tả

Bảng 2 đưa ra số liệu thống kê mô tả về tất cả các biến trong mô hình nghiên cứu. Tất cả các biến được winsorize ở mức 1% để loại bỏ các giá trị ngoại lai. ESG_SCORE có giá trị trung bình là 43,573, với độ lệch chuẩn 19,637 và dao động từ giá trị nhỏ nhất là 5,503 tới giá trị lớn nhất là 86,229. Đối với biến độc lập là BOARD_SIZE có giá trị trung bình đạt 10,560 với mức lệch chuẩn chỉ 3,235 và chỉ dao động từ 5,000 đến 20,000. Về biến độc lập WOMEN_BOARD với giá trị trung bình không cao hơn nhiều so với BOARD_SIZE là 14,211 nhưng độ lệch chuẩn khá nhiều hơn là 12,436 và giá trị nhỏ nhất từ 0,000 tới giá trị lớn nhất là 50,000. Biến độc lập có giá trị trung bình cao nhất là AUDIT_COMMITTEE_INDEPENDENCE 76,484, độ lệch chuẩn 26,625 và mức độ dao động cao từ giá trị nhỏ nhất là 0,00 với giá trị cao nhất từ 100.

5.2 Ma trận tương quan

Trước khi tiến hành chạy phân tích hồi quy, ma trận tương quan được đưa vào để kiểm tra cộng đa tuyến tính giữa các biến. Bảng 3 mô tả mối quan hệ tương quan giữa ba biến độc lập, một biến phụ thuộc và bảy biến kiểm soát có trong mô hình. Giá trị các biến không được vượt quá 0,7, do đó các biến được sử dụng trong nghiên cứu này không xảy ra hiện tượng cộng đa tuyến vì chỉ số cao nhất của ma trận tương quan là 0,625 giữa chi phí vốn (CAPEX) và tài sản cố định hữu hình (TANGIBLE).

Từ hệ số tương quan giữa các biến sử dụng trong mô hình nghiên cứu, kết quả cho thấy quy mô đội đồng quản trị (BOARD SIZE), tỷ lệ thành viên nữ trong hội đồng (WOMEN BOARD) hay tỷ lệ thành viên độc lập trong ủy ban kiểm toán (AUDIT COMMITTEE INDEPENDENCE), quy mô doanh nghiệp (SIZE), đòn bẩy tài chính (LEV), tài sản cố định hữu hình (TANGIBLE), lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) đều có mối quan hệ tương quan tích cực và có ý nghĩa đến mức độ công bố hiệu suất ESG tổng thể với mức ý nghĩa thống kê 1%. Trong khi có mối tương quan âm giữa dòng tiền (CASH), mức độ đầu tư (R&D INTENSITY) và chi phí vốn (CAPEX) đến mức độ công bố hiệu suất ESG tổng thể.

Bảng 3: Ma trận tương quan giữa các biến

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) ESG_SCORE	1					
(2) BOARD_SIZE	0,204***	1				
(3) WOMEN_BOARD	0,219***	0,0392*	1			
(4) AUDIT_COMMITTEE	0,267***	0,0787***	0,0987***	1		
(5) SIZE	0,244***	0,263***	-0,0912***	0,00773	1	
(6) LEV	0,123***	0,0140	-0,130***	0,0316	0,0756***	1

(7)	TANGIBLE	0,0742***	0,00403	0,00183	0,0735***	-0,0538**	0,254***
(8)	ROA	0,0126	-0,0649***	0,0501**	0,0383*	-0,143***	-0,292***
(9)	CASH	-0,178***	-0,202***	-0,0124	-0,115***	-0,315***	-0,330***
(10)	RD_INTENSITY	-0,167***	-0,221***	-0,0131	-0,178***	-0,243***	-0,279***
(11)	CAPEX	-0,00590	-0,0809***	-0,0130	0,0118	-0,158***	0,0736***

		(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(8)	ROA	0,0680***	1			
(9)	CASH	-0,153***	0,215***	1		
(10)	RD_INTENSITY	-0,142***	0,0733***	0,426***	1	
(11)	CAPEX	0,625***	0,181***	0,0224	0,0570***	1

5.3 Kết quả hồi quy

5.3.1 Mối quan hệ giữa quản trị công ty đến điểm số ESG

Để phân tích tác động của quản trị công ty đến hiệu suất công bố ESG của các doanh nghiệp niêm yết tại thị trường mới nổi trong giai đoạn từ 2010 - 2022 bằng cách sử dụng các phương pháp như FEM, REM, OLS. Đồng thời, tiến hành ước lượng bằng phương pháp mô men tổng quát (System GMM) được đề xuất bởi (Arellano and Bond 1991) để xử lý khả năng nội sinh giữa quản trị công ty và hiệu quả ESG.

Trong bảng 4, kết quả cho thấy tác động tích cực của quy mô hội đồng quản trị (BOARD_SIZE) đến hiệu suất ESG với mức ý nghĩa 1% trong mô hình (1), hỗ trợ giả thuyết H1 và hệ số hồi quy tương ứng là 0,773. Điều này chứng minh được rằng, số lượng thành viên trong hội đồng quản trị càng nhiều, hiệu quả ESG càng được cải thiện rõ rệt. Kết quả này phù hợp với một số nghiên cứu như Husted và Sousa-Filho (2019), Chinonyerem và cộng sự (2025) cũng nhấn mạnh quy mô hội đồng quản trị đóng vai trò quan trọng trong việc nâng cao hiệu suất ESG. Qua đó cho thấy rằng quy mô hội đồng quản trị càng lớn thì càng giúp tăng cường việc giám sát, bên cạnh đó việc mở rộng nguồn lực trong HĐQT sẽ giúp tham khảo nhiều ý kiến và có nhiều chuyên gia tiếp cận trong việc công bố thông tin ESG phức tạp. Đồng thời chất lượng, độ uy tín của báo cáo ESG cũng được nâng cao, tăng khả năng phát triển bền vững.

Ngoài ra, kết quả nghiên cứu cũng đưa ra mối quan hệ thuận chiều giữa đa dạng giới trong hội đồng quản trị (WOMEN_BOARD) và hiệu suất ESG. Trong mô hình (2) đã thể hiện tác động tích cực của sự đa dạng giới trong hội đồng quản trị với mức ý nghĩa là 1%. Hệ số hồi quy của WOMEN_BOARD trong mô hình (2) là 0,254 cho thấy tỷ lệ giám đốc nữ sẽ giúp nâng cao hiệu suất ESG. Điều này cũng đã được chứng minh thông qua kết quả của một số nghiên cứu khác như Bruna và cộng sự (2023), Yusuf Nuhu và Ashraful Alam (2024) nhấn mạnh rõ tỷ lệ giám đốc nữ càng cao thì báo cáo ESG càng minh bạch, hiệu quả. Thực vậy, HĐQT có đa dạng giới sẽ giúp mang lại đa góc nhìn để giúp nhận diện rủi ro ESG tốt hơn, mang lại chiến lược bền vững toàn diện hơn. Bên cạnh đó, sự hiện diện của nữ giới trong hội đồng quản trị giúp cơ chế giám sát tốt hơn, cải thiện hiệu suất ESG và xây dựng được lợi thế cạnh tranh vững mạnh

Bên cạnh đó, tính độc lập của ủy ban kiểm toán (AUDIT_COMMITTEE_INDEPENDENCE) cũng được cho là có ảnh hưởng tích cực đến hiệu suất ESG qua kết quả của mô hình (3) với mức ý nghĩa 1% và hệ số hồi quy trong mô hình là 0,106. Qua đó cho thấy được ủy ban kiểm toán có tỷ lệ thành viên độc lập cao giúp nâng cao độ tin cậy và minh bạch báo cáo ESG. Kết quả này tương tự với các nghiên cứu như Rosalinda và cộng sự (2025), Matteo Pozzoli và cộng sự (2022), Dung Quang Lê và các cộng sự (2025). Thành viên độc lập trong ủy ban kiểm toán thường có kinh nghiệm chuyên môn, tư duy độc lập nên giúp nâng cao chất lượng ra quyết định các thông tin liên quan đến ESG.

Bảng 4: Tác động của quản trị công ty đến hiệu suất ESG sử dụng mô hình hồi quy ảnh hưởng cố định²

Biến phụ thuộc: ESG SCORE	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)
BOARD_SIZE	0,773***		

² Việc lựa chọn giữa mô hình hiệu ứng cố định (FE) và hiệu ứng ngẫu nhiên (RE) được xác định dựa trên kiểm định Hausman. Kiểm định này được sử dụng phổ biến để đánh giá tính nhất quán của ước lượng GLS trong mô hình tính với dữ liệu bảng. Kết quả kiểm định trong nghiên cứu này có ý nghĩa thống kê, cho thấy mô hình FE phù hợp hơn so với RE. Do đó, chúng tôi áp dụng mô hình hiệu ứng cố định trong các phân tích hồi quy tiếp theo.

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ ĐIỂM SỐ ESG: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CHẤT LƯỢNG

	(3,61)		
WOMEN_BOARD		0,254***	(5,93)
AUDIT_COMMITTEE_INDEPENDENCE			0,106***
SIZE	4,897*** (11,20)	5,283*** (12,76)	5,155*** (11,82)
LEV	2,909 (0,85)	3,960 (1,17)	1,281 (0,34)
TANGIBLE	-1,502 (-0,36)	-1,592 (-0,39)	0,372 (0,08)
ROA	10,671** (2,06)	9,645* (1,89)	9,485* (1,77)
CASH	6,409 (1,35)	6,530 (1,39)	6,424 (1,25)
RD_INTENSITY	101,826*** (3,58)	97,118*** (3,37)	86,248*** (2,81)
CAPEX	24,928* (1,86)	20,732 (1,55)	20,427 (1,39)
Hàng số	-21,852*** (-4,52)	-21,498*** (-4,44)	-23,278*** (-4,44)
Số quan sát	3.903	3.903	3.509
R ² hiệu chỉnh	0,394	0,402	0,396
Kiểm soát năm	Có	Có	Có
Kiểm soát ngành	Có	Có	Có
Kiểm soát quốc gia	Có	Có	Có

Bảng 4 trình bày kết quả phân tích hồi quy liên quan đến các giả thuyết của chúng tôi, kiểm định mối quan hệ giữa quản trị công ty (được đo lường bởi quy mô hội đồng quản trị, số lượng thành viên nữ trong hội đồng quản trị, và tỷ lệ thành viên độc lập trong ủy ban kiểm toán) và điểm số ESG ở các công ty thị trường mới nổi. Bảng này báo cáo kết quả hồi quy sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu (OLS) với hiệu ứng cố định theo quốc gia, ngành và năm. Tất cả các mô hình hồi quy đều đã được ước lượng. Các giá trị thống kê t dựa trên sai số chuẩn nhất quán (trong thích với phương sai sai số không đổi) được báo cáo trong dấu ngoặc đơn (robust t-statistics based on heteroscedasticity-consistent standard error). ***, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%. Các biến được định nghĩa trong bảng phụ lục đo lường biến.

5.3.2 Vai trò điều tiết của chất lượng quy định pháp lý đến mối quan hệ giữa quản trị công ty đến điểm số ESG

Kết quả nghiên cứu của bảng 5 xem xét cách thức quản trị công ty ảnh hưởng đến hiệu quả ESG tại các thị trường mới nổi, tập trung vào vai trò điều tiết của chất lượng quy định pháp lý. Thông qua kết quả, kiểm định giả thuyết H4, cho thấy rằng hầu hết các hệ số biến đều dương và có ý nghĩa thống kê. Do đó chất lượng quy định pháp lý của Chính phủ làm tăng cường tác động hơn mối quan hệ giữa quản trị công ty và điểm số ESG. Trong đó, kết quả mô hình (4) cho thấy chất lượng quy định pháp lý cao hơn làm tăng

cường hơn mối quan hệ tích cực giữa quy mô hội đồng quản trị và điểm số ESG với hệ số hồi quy được xác định là 0,777. Điều này có nghĩa là khi Chính phủ ban hành và thực thi các thủ tục quy định hay chính sách nghiêm ngặt, chặt chẽ và minh bạch thì việc mở rộng quy mô hội đồng quản trị sẽ tăng cường được sự giám sát, thống nhất ý kiến và đưa ra chiến lược toàn diện giúp nâng cao hiệu quả ESG hơn.

Trong mô hình (5), thông qua kết quả cho thấy tác động tích cực của sự đa dạng giới trong hội đồng quản trị tới hiệu suất ESG được tăng hơn khi chất lượng quy định pháp lý nâng cao với hệ số hồi quy là 0,206. Qua đó có thể thấy được, Chính phủ cần nâng cao các chính sách các quy định về bình đẳng giới, thúc đẩy việc tăng cường nữ giới trong hội đồng quản trị, giúp các doanh nghiệp phải chứng minh cam kết đa dạng giới nếu muốn phát triển bền vững. Việc Chính phủ thực thi các chính sách, quy định này hiệu quả sẽ tăng mức độ ảnh hưởng tích cực của sự đa dạng giới trong hội đồng quản trị đến hiệu suất ESG.

Vai trò điều tiết của chất lượng quy định pháp lý cũng ảnh hưởng đến tác động của tính độc lập ủy ban kiểm toán. Từ kết quả của mô hình (6) cho thấy chất lượng quy định pháp lý được nâng cao sẽ tăng cường mối quan hệ tích cực của tính độc lập ủy ban kiểm toán và hiệu suất ESG với hệ số hồi quy là 0,093. Khi chính phủ quy định các tiêu chuẩn bắt buộc về thành phần và tính độc lập của ủy ban kiểm toán, tính độc lập giúp ủy ban kiểm toán giám sát minh bạch về báo cáo ESG và thúc đẩy việc công bố ESG một cách đầy đủ và chính xác. Do đó khi chất lượng quy định pháp lý mà chính phủ ban hành càng cao, nghiêm ngặt sẽ giúp nâng cao tính độc lập của ủy ban kiểm toán và tăng cường tác động tới ESG.

Bảng 5: Tác động của chất lượng quy định pháp lý của Chính phủ đến mối quan hệ hiệu suất ESG và quản trị công ty

	Model (4)	Model (5)	Model (6)
BOARD_SIZE	0,347 (1,50)		
WOMEN_BOARD		0,175*** (4,13)	
AUDIT_COMMITTEE_INDENDENCE			0,085*** (4,05)
HIGH_QUALITY_REGULATION	-12,774*** (-3,17)	-8,913*** (-4,66)	-13,707*** (-3,60)
BOARD_SIZE x HIGH_QUALITY_REGULATION	0,777** (2,17)		
WOMEN_BOARD x HIGH_QUALITY_REGULATION		0,206*** (2,75)	
AUDIT_COMMITTEE_INDENDENCE x HIGH_QUALITY_REGULATION			0,093** (2,28)
SIZE	5,183*** (11,72)	5,507*** (13,41)	5,479*** (12,53)
LEV	2,482 (0,73)	3,714 (1,12)	1,053 (0,28)
TANGIBLE	-1,654 (-0,41)	-2,340 (-0,59)	-0,269 (-0,06)
ROA	9,881* (1,91)	9,345* (1,82)	8,232 (1,58)
CASH	5,693 (1,23)	6,508 (1,41)	6,118 (1,21)
RD_INTENSITY	94,306*** (3,31)	98,435*** (3,42)	88,555*** (2,88)

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ ĐIỂM SỐ ESG: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CHẤT LƯỢNG

CAPEX	25,461*	25,225*	25,445*
	(1,87)	(1,89)	(1,72)
Hằng số	-18,330***	-20,664***	-22,677***
	(-3,76)	(-4,33)	(-4,45)
Số quan sát	3.674	3.674	3.293
R ² hiệu chỉnh	0,407	0,419	0,412
Kiểm soát năm	Có	Có	Có
Kiểm soát ngành	Có	Có	Có
Kiểm soát quốc gia	Có	Có	Có

Bảng 5 trình bày kết quả phân tích hồi quy liên quan đến các giả thuyết của chúng tôi, kiểm định vai trò điều tiết (moderator) của chất lượng quy định pháp lý (regulatory quality) trong mối quan hệ giữa quản trị công ty (được đo lường bởi quy mô hội đồng quản trị, số lượng thành viên nữ trong hội đồng quản trị, và tỷ lệ thành viên độc lập trong ủy ban kiểm toán) và điểm số ESG ở các công ty thị trường mới nổi. Bảng này báo cáo kết quả hồi quy sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu thông thường (OLS) với hiệu ứng cố định theo quốc gia, ngành và năm. Tất cả các mô hình hồi quy đều đã được ước lượng. Các giá trị thống kê t vững (robust t-statistics) dựa trên sai số chuẩn nhất quán với phương sai thay đổi (heteroscedasticity-consistent standard error) được báo cáo trong dấu ngoặc đơn. Các ký hiệu *, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%. Các biến được định nghĩa chi tiết trong bảng phụ lục.

5.3.3 Kiểm tra độ bền vững của kết quả nghiên cứu bằng mô hình GMM

Phương pháp mô men tổng quát (System GMM) được đưa vào nhằm xử lý khả năng nội sinh và vấn đề nhân quả ngược (Reverse Causality) xảy ra khi biến độc lập và biến phụ thuộc cùng được xác định chung. Bảng 6 trình bày kết quả bền vững giữa quản trị công ty và hiệu suất công bố ESG bằng mô hình GMM.

Biến điểm số ESG của năm trước (Lagged_ESG) được sử dụng như là biến công cụ và biến này đều có tác động tích cực và có ý nghĩa tại p-value <1%. Điều này chứng tỏ rằng điểm số ESG của quá khứ có tác động mạnh mẽ đến hiệu suất ESG của năm hiện tại. Ngoài ra, đánh giá chẩn đoán chỉ ra rằng mô hình GMM được sử dụng là phù hợp. Kiểm định Arellano-Bond cho thấy có tự tương quan bậc 1 (AR1 với p-value = 0.000) nhưng không có tương quan bậc 2 (AR2 với p-value lần lượt là 0.377, 0.346 và 0.293 cho ba mô hình). Hơn nữa, thử nghiệm Sargan mang lại kết quả thuận lợi với giá trị p là 0,715, 0,534 và 0,396, tất cả đều vượt quá ngưỡng 0,05, do đó chứng thực tính hợp pháp của các biến công cụ được sử dụng trong mô hình.

Như vậy, kết quả từ mô hình GMM một lần nữa khẳng định mối quan hệ tích cực giữa các yếu tố của quản trị công ty đến hiệu suất ESG của doanh nghiệp. Cụ thể, các yếu tố quản trị công ty như quy mô HĐQT, đa dạng giới và tính độc lập của Ủy ban kiểm toán đều đóng vai trò quan trọng trong việc nâng cao điểm số ESG của các doanh nghiệp niêm yết tại các thị trường mới nổi.

Bảng 6: Kiểm tra độ bền vững của kết quả nghiên cứu bằng mô hình GMM

	Mô hình (1)	Mô hình (2)	Mô hình (3)
Lagged_ESG	0,933*** (0,080)	0,869*** (0,073)	0,901*** (0,072)
BOARD_SIZE	1,541* (0,896)		
WOMEN_BOARD		0,090** (0,036)	
AUDIT_COMMITTEE_INDEPENDENCE			0,033** (0,016)
SIZE	-1,230	-0,752	-1,195

	(1,023)	(1,089)	(1,108)
LEV	0,336 (3,800)	0,828 (3,634)	0,132 (3,787)
TANGIBLE	-4,794 (5,883)	-2,759 (5,653)	-0,390 (6,027)
ROA	3,811 (2,704)	4,077 (2,513)	3,963 (2,647)
CASH	-5,731 (4,319)	-3,535 (3,961)	-4,138 (4,355)
RD_INTENSITY	109,971 (79,932)	114,966 (76,759)	107,215 (88,346)
CAPEX	0,748 (8,780)	0,452 (8,493)	-2,901 (8,869)
Số quan sát	2.250	2.250	2.007
AR1	0,000	0,000	0,000
AR2	0,377	0,346	0,253
F-Statistic	50,15	50,80	38,07
Kiểm định Sargan p-value	0,743	0,534	0,396
Kiểm định Sargan statistic	5,97	8,98	10,52
Kiểm soát năm	Có	Có	Có
Kiểm soát ngành	Có	Có	Có
Kiểm soát quốc gia	Có	Có	Có

Bảng 6 trình bày kết quả phân tích hồi quy liên quan đến các giả thuyết của chúng tôi, kiểm định mối quan hệ giữa quản trị công ty (được đo lường bởi quy mô hội đồng quản trị, số lượng thành viên nữ trong hội đồng quản trị, và tỷ lệ thành viên độc lập trong ủy ban kiểm toán) và điểm số ESG ở các công ty thị trường mới nổi. Các hồi quy được thực hiện bằng phương pháp bình phương tối thiểu thông thường (OLS) với hiệu ứng cố định theo quốc gia, ngành và năm. Đồng thời, chúng tôi cũng tiến hành ước lượng bằng phương pháp mô men tổng quát (System GMM) được đề xuất bởi (Arellano and Bond 1991) để xử lý khả năng nội sinh giữa quản trị công ty và hiệu quả ESG, trong đó điểm số ESG của năm trước (lagged_ESG) được sử dụng làm biến công cụ. Tất cả các mô hình hồi quy đều đã được ước lượng. Giá trị p của thống kê t cho từng hệ số được thể hiện bằng chữ in nghiêng. Các ký hiệu *, ** và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 1%, 5% và 10%. Thống kê t vững (robust t-statistics) dựa trên sai số chuẩn nhất quán với phương sai thay đổi (heteroscedasticity-consistent standard error) được báo cáo trong ngoặc đơn.

6 KẾT LUẬN VÀ KIẾN NGHỊ

Nghiên cứu này nhằm xem xét cách thức cơ chế quản trị công ty ảnh hưởng đến điểm số ESG trong bối cảnh thị trường các quốc gia mới nổi, thông qua các yếu tố như: quy mô HĐQT, tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT, tỷ lệ thành viên độc lập trong HĐQT. Đồng thời, bài nghiên cứu đánh giá tác động của chất lượng quy định pháp lý của Chính phủ đối với mối quan hệ giữa quản trị công ty và điểm số ESG.

Bài nghiên cứu đã ước lượng các mô hình bằng phương pháp đa dạng (bao gồm OLS, FEM, REM) và đặc biệt là mức độ bền vững của mô hình nghiên cứu được kiểm định thông qua mô hình GMM để xử lý khả năng nội sinh và vấn đề hệ quả đảo ngược, cung cấp bằng chứng thực nghiệm mạnh mẽ tại 7 quốc gia thuộc nhóm kinh tế mới nổi trong giai đoạn năm 2010 - 2022. Kết quả nghiên cứu thống nhất cho thấy rằng cả ba yếu tố quản trị công ty đều tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến hiệu suất ESG, từ đó ủng hộ giả thuyết H1, H2, H3, đồng thời phù hợp với các dự đoán của Lý thuyết đại diện, Lý thuyết phụ thuộc

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ ĐIỂM SỐ ESG: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CHẤT LƯỢNG

nguồn lực và Lý thuyết khối tới hạn. Cụ thể, HĐQT có quy mô lớn không chỉ giúp tăng cường việc giám sát mà còn mở rộng khả năng tiếp cận nguồn lực và có nhiều chuyên gia để đáp ứng yêu cầu công bố ESG. Ngoài ra, trong bối cảnh thị trường mới nổi nơi mà hiệu suất công bố ESG chịu áp lực bởi các bên liên quan cả yếu tố cơ cấu quản trị bên trong và bên ngoài doanh nghiệp, quy mô HĐQT được kỳ vọng sẽ tác động tích cực đến hiệu suất công bố ESG. Cùng với đó, chính vì sự đa dạng giới tạo nên nhiều góc nhìn cũng như quan điểm khác biệt, từ đó giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng giám sát, hơn nữa là định hướng chiến lược và tăng cường minh bạch trong các quyết định quản trị công ty. Thông qua điều này và dựa trên lý thuyết khối tới hạn, nghiên cứu cũng kỳ vọng sự hiện diện của nữ giới trong HĐQT tác động tích cực đến hiệu suất công bố ESG. Kết quả nghiên cứu còn cho thấy rằng trong bối cảnh thị trường các quốc gia mới nổi, nơi mà cơ chế thực thi quản trị công ty vẫn chưa được phát triển vượt trội cũng như sự bất cân xứng về thông tin và xung đột lợi ích của các cổ đông tăng cao thì tỷ lệ thành viên độc lập trong ủy ban kiểm toán cũng được kỳ vọng đáng kể về sự tác động tích cực đối với hiệu suất công bố ESG. Bên cạnh đó, chất lượng quy định pháp lý còn được nhận định rằng đóng vai trò điều tiết tích cực, làm tăng cường đáng kể mối quan hệ giữa quản trị công ty và điểm số ESG thông qua lý thuyết thể chế (H4a, H4b, H4c), góp phần thúc đẩy môi trường kinh doanh bền vững hơn.

Nghiên cứu này mang lại những đóng góp quan trọng về mặt học thuật và thực tiễn, lấp đầy khoảng trống nghiên cứu bằng cách cung cấp bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa quản trị công ty và ESG tại 7 quốc gia thuộc nhóm thị trường kinh tế mới nổi. Về mặt học thuật, nghiên cứu đã vận dụng lý thuyết thể chế trong việc nghiên cứu ESG, cụ thể, kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng áp lực thể chế đóng vai trò điều tiết quan trọng giúp gia tăng vai trò của quản trị công ty đến việc thực hành ESG của các công ty niêm yết. Hơn nữa, việc sử dụng mẫu nghiên cứu tại các quốc gia thuộc thị trường mới nổi với các đặc thù như mức độ tuân thủ tự nguyện ESG còn thấp, sự bất cân đối thông tin và xung đột lợi ích giữa các bên cao (La Porta và cộng sự, 2000), từ đó quản trị doanh nghiệp thực sự phát huy hiệu quả đầy đủ khi tồn tại trong một môi trường pháp lý minh bạch và có khả năng thực thi tốt. Từ đó cho thấy rằng quản trị công ty và chất lượng thể chế bên ngoài không hoạt động riêng lẻ, tách biệt mà hoàn toàn hỗ trợ cho nhau. Kết quả cho thấy, chất lượng quy định pháp lý của Chính phủ càng cao thì việc thực thi ESG càng tốt hơn.

Dưới góc độ thực tiễn, kết quả nghiên cứu cung cấp hàm ý cho các bên liên quan khác nhau tại các thị trường mới nổi. Đối với doanh nghiệp, cần chú trọng nâng cao chất lượng quản trị công ty thông qua việc tăng quy mô HĐQT, tỷ lệ thành viên nữ trong HĐQT cũng như thành lập ủy ban kiểm toán, từ đó nâng cao hiệu suất ESG. Đối với chính phủ, kết quả nghiên cứu nhấn mạnh vai trò trung tâm của việc xây dựng và thực thi khung pháp lý minh bạch, ổn định và có năng lực giám sát hiệu quả, qua đó không chỉ thúc đẩy việc áp dụng ESG mà còn giúp tăng cường hiệu quả của các cơ chế quản trị doanh nghiệp. Đối với nhà đầu tư, kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng, việc đánh giá hiệu suất ESG của doanh nghiệp tại các quốc gia thuộc thị trường mới nổi cần đặt trong mối quan hệ giữa chất lượng quản trị công ty cũng như bối cảnh thể chế quốc gia, thay vì chỉ dựa trên điểm số ESG riêng lẻ. Việc kết hợp giữa cải thiện quản trị công ty ở cấp độ doanh nghiệp và nâng cao chất lượng thể chế ở cấp độ quốc gia được xem là điều kiện then chốt để thúc đẩy phát triển bền vững tại các nền kinh tế mới nổi.

Mặc dù đạt được những kết quả đáng kể, nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế. Cụ thể, mức độ công bố thông tin ESG có sự khác biệt giữa mỗi quốc gia dẫn đến sự phân bố không đồng đều giữa các mẫu nghiên cứu và điểm số ESG. Vì vậy, kết quả nghiên cứu phản ánh xu hướng chung giữa các quốc gia, thay vì phản ánh riêng lẻ cho từng quốc gia cụ thể. Bên cạnh biến điều tiết chất lượng quy định pháp lý của Chính phủ thì các nghiên cứu trong thời gian sắp tới có thể khai thác các yếu tố điều tiết khác ở cấp độ thể chế và doanh nghiệp, cũng như mở rộng phạm vi mẫu nghiên cứu nhằm củng cố thêm hiểu biết về mối quan hệ giữa quản trị công ty và điểm số ESG của các doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Adeneye, Y. B., Fasihi, S., Kammoun, I., & Albitar, K. (2024). Does earnings management constrain ESG performance? The role of corporate governance. *International Journal of Disclosure and Governance*, 21(1), 69-92.
- Ahmed, Kamran, Mahmud Hossain, and Mike B. Adams. 2006. The effects of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings. *Corporate Governance: An International Review* 14: 418–31.
- Arhinful, R., Mensah, L., & Owusu-Sarfo, J. S. (2024). Board governance and ESG performance in Tokyo stock exchange-listed automobile companies: An empirical analysis. *Asia Pacific Management Review*, 29(4), 397-414.
- Bear, Stephen, Noushi Rahman, and Corinne Post. 2010. The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97: 207–21.
- Birindelli, G., Dell’Atti, S., Iannuzzi, A. P., & Savioli, M. (2018). Composition and activity of the board of directors: Impact on ESG performance in the banking system. *Sustainability*, 10(12), 4699.
- Birindelli, Giuliana, Stefano Dell’Atti, Antonia Patrizia Iannuzzi, and Marco Savioli. 2018. Composition and activity of the board of directors: Impact on ESG performance in the banking system. *Sustainability* 10: 4699.
- Buchetti, B., Arduino, F. R., & Perdichizzi, S. (2025). A literature review on corporate governance and ESG research: Emerging trends and future directions. *International Review of Financial Analysis*, 97, 103759.
- Childs, S. and Krook, M. L. (2008), “Critical Mass Theory and Women’s Political Representation”, *Political studies*, Vol. 56 No. 3, pp. 725–736.
- Ding, H., Wang, Z., Xu, H., & Lin, Z. (2024). A Study on the Impact of Board Characteristics on the Environmental, Social, and Governance (ESG) Responsibilities of Listed Companies—Evidence from Chinese Listings. *Sustainability*, 16(23), 10490.
- Erkut, S., Kramer, V. W. and Konrad, A. M. (2008), “Critical mass: does the number of women on a corporate board make a difference?”, in Vinnicombe, S., Singh, V., Burke, R., Bilimoria, D. and Huse, M. (Eds.), *Women on Corporate Boards of Directors: International Research and Practice*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, UK, pp. 222-232.
- Granovetter, M. (1978), “Threshold models of collective behavior”, *American Journal of Sociology*, Vol. 83 No. 6, pp. 1420-1443.
- Greed, C. (2000), “Women in the construction professions”, *Gender, work and organization*, Vol. 7 No. 3, pp. 181–196.
- Huse, M. (2005), “Accountability and Creating Accountability: A Framework for Exploring Behavioural Perspectives of Corporate Governance”, *British Journal of Management*, Vol. 16 No. 1, pp. 65–79.
- Husted, B. W., & de Sousa-Filho, J. M. (2019). Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America. *Journal of Business Research*, 102, 220-227.
- Jeyhunov, A., Kim, J. D., & Bae, S. M. (2025). The effects of board diversity on Korean Companies’ ESG performance. *Sustainability*, 17(2), 787.
- Kanter, R. (1977a), *Men and Women of the Corporation*, Basic Books, New York, NY. 35.
- Kanter, R. M. (1977). *Men and women of the corporation*. New York, 209.
- Kanter, R. M. (1977b), “Some Effects of Proportions on Group Life”, *American Journal of Sociology*, Vol. 82 No. 5, pp. 965–990. 36.
- Kanter, R. M. (1987), “Men and women of the corporation revisited”, *Management Review*, Vol. 76 No. 3, pp. 14–16.
- Khamisu, M. S., & Paluri, R. A. (2024). Emerging trends of environmental social and governance (ESG) disclosure research. *Cleaner Production Letters*, 7, 100079.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.
- Le, D. Q., Ngoc, Q. N., Do, T. M. N., Hong, N. L., & Ngoc, M. A. V. (2025). How does the audit committee affect ESG performance? A case of China. *Asian Economic and Financial Review*, 15(7), 1058-1079.
- Lê Thị Thùy Linh & Vũ Thế Bình. (2024). Các nhân tố ảnh hưởng đến mức độ công bố thông tin trách nhiệm xã hội của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Dự Báo*.
- Lortie-Lussier, M. and Rinfret, N. (2002), “The Proportion of Women Managers: Where Is the Critical Mass?”, *Journal of Applied Social Psychology*, Vol. 32 No. 9, pp. 1974–1991.
- Mallin, C., and G. Michelon. 2011. “Board Reputation Attributes and Corporate Social Performance: An Empirical Investigation of the US Best Corporate Citizens.” *Accounting and Business Research* 41, no. 2: 119–144.
- Miranda, B., Delgado, C., & Branco, M. C. (2023). Board characteristics, social trust and ESG performance in the European banking sector. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(4), 244.

QUẢN TRỊ CÔNG TY VÀ ĐIỂM SỐ ESG: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA CHẤT LƯỢNG

- Muhammad, H., & Migliori, S. (2023). Effects of board gender diversity and sustainability committees on environmental performance: A quantile regression approach. *Journal of Management & Organization*, 29(6), 1051–1076.
- Musa, A. M. H., Alqubaysi, R., & Alqahtani, H. A. (2025). The Effect of Board Characteristics on ESG Commitment in Saudi Arabia: How Diversity, Independence, Size, and Expertise Shape Corporate Sustainability Practices. *Sustainability*, 17(12), 5552.
- Nielsen, S. and Huse, M. (2010), “Women director”’s contribution to board decision-making and strategic involvement: the role of equality perceptions”, *European Management Review*, Vol. 7 No. 1, pp. 16-29
- Norris, P. and Lovenduski, J. (2001), Blair”’s Babes: Critical mass theory, Gender and Legislative Life, John F. Kennedy School of Government Harvard University, Faculty Research Working Papers Series.
- Omenihu, C. M., Abdrakhmanova, M., & Koufopoulos, D. N. (2025). Board Gender Diversity and Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure in Developed Countries. *Administrative sciences*, 15(4), 141.
- Pernamasari, R., & Chariri, A. (2024). Characteristics of the Audit Committee and the Environmental, Social, Governance (ESG) Performance in Indonesian Companies. *KnE Social Sciences*, 286-302.
- Santonastaso, R., Macchioni, R., & Zagaria, C. (2025). Audit Committee Characteristics and Sustainability Performance: The Mediating Role of Sustainability Reporting Quality. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*.
- Santonastaso, R., Macchioni, R., & Zagaria, C. (2025). Audit Committee Characteristics and Sustainability Performance: The Mediating Role of Sustainability Reporting Quality. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*.
- Shakil, Mohammad Hassan, Mashiyat Tasnia, and Md Imtiaz Mostafiz. 2020. Board gender diversity and environmental, social and governance performance of US banks: Moderating role of environmental, social and corporate governance controversies. *International Journal of Bank Marketing*, 39: 661–77.
- Singh, V., Vinnicombe, S. and Terjesen S. (2007), “Women advancing onto the corporate board”, in Bilimoria, D. and Piderit, K. S. (Eds.), *Handbook on women in Business and Management*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, UK, pp. 304-329.
- Suttipun, M. (2021). The influence of board composition on environmental, social and governance (ESG) disclosure of Thai listed companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(4), 391-402.
- Suttipun, M. (2021). The influence of board composition on environmental, social and governance (ESG) disclosure of Thai listed companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(4), 391-402.
- Vân Trinh, P. T., & Anh, N. T. T. (2025). Đặc điểm của hội đồng quản trị và chính sách đa dạng giới tác động đến hiệu quả môi trường, xã hội và quản trị (ESG): Bằng chứng thực nghiệm tại khu vực Đông Nam Á. *Tạp chí Nghiên cứu Tài chính-Marketing*, 16(4), 39-51.
- Williams, Robert J. 2003. Women on corporate boards of directors and their influence on corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 42: 1–10.

MODERATING EFFECT OF REGULATORY QUALITY ON CORPORATE GOVERNANCE AND ESG PERFORMANCE IN EMERGING MARKETS

NGUYỄN THỊ THU HÀ*, LÊ THỊ NGÂN TRANH, NGUYỄN QUỲNH VY THẢO, NGUYỄN NGỌC PHƯƠNG THANH, PHẠM THỊ MAI THƯƠNG, LÊ THANH NGÂN

* *School of Finance and Accounting, Industrial University of Ho Chi Minh City, Vietnam.*

Abstract. This study aims to examine the relation between ESG scores and corporate governance of listed companies in emerging markets and considers the moderator role of regulatory quality on this relationship. The sample in this study includes listed firms from seven emerging countries, such as Brazil, Russia, China, South Africa, Mexico, Colombia, and Vietnam, between 2010 and 2022. This study applies the fixed effect OLS and further uses System GMM to address endogeneity issues in the empirical model. The results indicate that factors of corporate governance, such as board size, the presence of women on the board, and independent members of the audit committee, positively affect ESG performance. Moreover, the results of this study contribute to the institutional theory by demonstrating the moderating role of regulatory quality of government on the relation between corporate governance and ESG score. The implications of our study show that the improvement of the ESG score is not only reliant on internal corporate governance but also on governmental support through fostering transparent, effective regulatory frameworks to enhance the implementation of ESG strategies of listed companies.

Key words. ESG, corporate sustainability, corporate governance, regulatory quality, emerging markets.

Ngày nhận bài: 04/12/2025

Ngày nhận đăng: 02/02/2026