

CHỈ SỐ ESG, THANH KHOẢN VÀ LỢI NHUẬN CỔ PHIẾU TRÊN THỊ TRƯỜNG THÁI LAN

PGS.TS. Đào Thị Thanh Bình* - Ths. Nguyễn Anh Tuấn*

Nghiên cứu này phân tích mối quan hệ giữa các yếu tố Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG), tính thanh khoản cổ phiếu và hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết tại Thái Lan, dựa trên khung lý thuyết các bên liên quan và lý thuyết tín hiệu. Sử dụng dữ liệu từ 157 công ty trong giai đoạn 2022–2024, kết quả cho thấy hiệu suất ESG có mối quan hệ tích cực và có ý nghĩa thống kê với lợi suất cổ phiếu và Tobin's Q, phản ánh vai trò của ESG như một tín hiệu tích cực về quản trị và tăng trưởng bền vững. Tuy nhiên, ESG lại có quan hệ tiêu cực với ROA, cho thấy khả năng tồn tại chi phí ngắn hạn khi triển khai các sáng kiến ESG. Tính thanh khoản cổ phiếu cũng được xác định là yếu tố ảnh hưởng tích cực đến lợi suất, nhưng có tác động tiêu cực đến Tobin's Q, gợi ý rằng thị trường có thể đánh giá không cao việc giữ tài sản ngắn hạn quá mức. Ngoài ra, các yếu tố kiểm soát như đòn bẩy và quy mô doanh nghiệp cũng cho thấy ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính.

• Từ khóa: ESG, tính thanh khoản cổ phiếu, lợi suất cổ phiếu, tobin's Q, ROA, hiệu quả tài chính, Thái Lan, lý thuyết các bên liên quan, lý thuyết tín hiệu.

This study analyzes the relationship between Environmental, Social, and Governance (ESG) factors, stock liquidity, and the financial performance of listed companies in Thailand, based on stakeholder theory and signaling theory. Using data from 157 companies during the period 2022–2024, the results show that ESG performance is positively and statistically significantly associated with stock returns and Tobin's Q, reflecting the role of ESG as a positive signal for governance and sustainable growth. However, ESG shows a negative relationship with ROA, suggesting the potential existence of short-term costs when implementing ESG initiatives. Stock liquidity is also identified as a factor that positively influences returns but has a negative impact on Tobin's Q, indicating that the market may not highly value excessive short-term asset holdings. Additionally, control variables such as leverage and firm size also demonstrate significant effects on financial performance.

• Key words: ESG, stock liquidity, stock returns, tobin's Q, ROA, financial performance, thailand, stakeholder theory, signaling theory.

Giới thiệu

Trong bối cảnh ngày càng gia tăng mối quan tâm đến phát triển bền vững và trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp, các lý thuyết nền tảng đã và đang được vận dụng nhằm lý giải và hỗ trợ việc tích hợp các yếu tố Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) vào chiến lược kinh doanh. ESG không chỉ là một công cụ đánh giá hiệu suất phi tài chính, mà còn phản ánh

Ngày gửi bài: 25/3/2025

Ngày gửi phản biện: 04/5/2025

Ngày nhận kết quả và sửa phản biện: 30/5/2025

Ngày chấp nhận đăng: 30/7/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i293.20>

các giá trị, đạo đức và định hướng dài hạn của doanh nghiệp. Để hiểu rõ hơn vai trò của ESG trong hoạt động doanh nghiệp cũng như mối quan hệ với hiệu quả tài chính và kỳ vọng của thị trường, việc xem xét các lý thuyết nền tảng như lý thuyết các bên liên quan và lý thuyết tín hiệu là cần thiết. Những lý thuyết này cung cấp khung phân tích giúp lý giải tại sao và bằng cách nào các hoạt động ESG có thể tạo ra giá trị, giảm thiểu rủi ro, và nâng cao uy tín cũng như hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong phần tiếp theo, nghiên cứu sẽ trình bày các khía cạnh chính của lý thuyết các bên liên quan, lý thuyết tín hiệu, cùng các bằng chứng thực nghiệm liên quan đến ESG, nhằm làm sáng tỏ mối liên hệ giữa các hoạt động ESG và hiệu quả tài chính, đặc biệt là trong bối cảnh thị trường cổ phiếu.

Tổng quan nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu ESG và lợi nhuận cổ phiếu

Một cuộc điều tra bổ sung được thực hiện tại Trung Quốc, sử dụng dữ liệu từ các tập đoàn được niêm yết từ năm 2010 đến năm 2021, đã xác định rằng hiệu quả ESG của doanh nghiệp nâng cao cùng cố sự nhất quán của giá cổ phiếu, với tác động này rõ rệt đáng kể ở các doanh nghiệp nhà nước và các doanh nghiệp có sự tin tưởng đáng kể của nhà đầu tư. Nghiên cứu suy luận rằng hiệu quả ESG thể hiện hiện tượng “giảm tiếng ồn”, do đó làm giảm sự chênh lệch thông tin và

* Trường Đại học Hà Nội; email: binhdt@hanu.edu.vn - tuanna@hanu.edu.vn

tăng cường tính nhất quán của giá cổ phiếu (Hu và c.s., 2023).

Trong bối cảnh cụ thể về ảnh hưởng của ESG đến hiệu quả tài chính, một nghiên cứu chỉ ra rằng các doanh nghiệp có hoạt động ESG mạnh mẽ đã chứng minh hiệu quả tài chính vượt trội (được định lượng bằng thu nhập ròng) sau năm 2008. Tuy nhiên, điểm ESG thể hiện mối tương quan yếu và nghịch đảo với hiệu quả tài chính lâu dài (được đánh giá theo tỷ lệ Tobin Q) sau năm 2008 (Jiang, 2023). Ngược lại, một số nghiên cứu đề xuất rằng các nỗ lực ESG tác động rõ rệt đến ROA theo chiều hướng tiêu cực, nhưng chỉ số Tobin's Q lại tăng lên khi ESG tăng, đặc biệt là khi xem xét kỹ lưỡng các doanh nghiệp niêm yết của Na Uy (Giannopoulos và cộng sự, 2022). Hơn nữa, trong bối cảnh của các ngân hàng Indonesia, ESG thể hiện mối tương quan âm với tất cả các biến phụ thuộc (ROA, ROE và TobinQ), nhưng mỗi khía cạnh ESG (môi trường, xã hội và quản trị) lại tạo ra các kết quả khác nhau (Gutiérrez-Ponce & Wibowo, 2023).

Thanh khoản và lợi nhuận cổ phiếu

Thanh khoản là nhân tố thiết yếu đối với những nhà đầu tư. Các yếu tố chính quyết định thanh khoản bao gồm lãi suất thực tế, tỷ lệ lạm phát, đòn bẩy ngân hàng, lợi nhuận và tỷ lệ thất nghiệp. Các yếu tố khác như cơ hội tăng trưởng, biến động của dòng tiền, đòn bẩy và thanh toán cổ tức cũng đóng một vai trò quan trọng (Anjum & Malik, 2013). Thanh khoản của cổ phiếu chủ yếu bắt nguồn từ giá cổ phiếu và khối lượng giao dịch, thời gian giao dịch (Le & Gregoriou, 2020), do đó việc xem xét thanh khoản và lợi nhuận cổ phiếu là hợp lý. ESG, một thước đo mới đánh giá các chiến lược của doanh nghiệp tạo ra một yêu cầu phức tạp hơn nữa cho quá trình đầu tư. Cụ thể, các nhà đầu tư phải đảm bảo rằng thanh khoản của doanh nghiệp phù hợp với các mục tiêu của chiến lược ESG. Điều này đòi hỏi phải cân bằng cẩn thận giữa các mục tiêu tài chính và nguyện vọng ESG trong cả giai đoạn thẩm định và quá trình quản lý liên tục khoản đầu tư (Ghali, 2021). Trong khi thanh khoản của cổ phiếu vẫn là một chủ đề phổ biến trên thị trường Việt Nam, thì ở các quốc gia khác cho thấy mối quan hệ khá nhất quán đối với thanh khoản của cổ phiếu và lợi nhuận của cổ phiếu mặc dù mối quan hệ này trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam còn khá mới so với các nước phát triển.

Một nghiên cứu được thực hiện bởi Mohamed và Adel (2020), trong đó tác giả khám phá mối tương quan giữa thanh khoản và lợi nhuận của các ngân hàng, được đo bằng lợi nhuận trên tài sản (ROA) và

lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Nghiên cứu kéo dài từ năm 2000 đến năm 2017, tập trung vào một mẫu gồm 11 ngân hàng ở Tunisia. Các phát hiện của nghiên cứu cho thấy tỷ số thanh khoản nhanh ảnh hưởng đáng kể đến ROA và ROE, với tác động tích cực đến ROA và tác động tiêu cực đến ROE. Tuy nhiên, tỷ số thanh toán hiện hành được phát hiện không có tác động đáng kể đến ROA và ROE của các ngân hàng (Moussa & boubaker, 2020).

Một nghiên cứu trên thị trường Việt Nam đã chứng minh rằng tập trung vào cải thiện thanh khoản có thể nâng cao giá thị trường và Tobin's Q cho doanh nghiệp. Bằng cách duy trì thanh khoản phù hợp để tài trợ vốn lưu động và tài sản cố định, chi phí vốn sẽ giảm và nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (Nguyễn và c.s., 2020). Violita và Soeharto (2019) đã nhấn mạnh ảnh hưởng của thanh khoản cổ phiếu đến lợi nhuận của cổ phiếu đối với các doanh nghiệp sản xuất được niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Indonesia, cho thấy một mối quan hệ tích cực đáng kể, chỉ ra rằng việc tăng thanh khoản cổ phiếu của một doanh nghiệp có liên quan đến sự gia tăng lợi nhuận cổ phiếu của doanh nghiệp đó (Violita & Soeharto, 2019).

(H1) Giả thuyết 1: Có mối quan hệ tích cực giữa ESG và lợi nhuận cổ phiếu.

(H2) Giả thuyết 2: Có mối quan hệ tích cực giữa thanh khoản và lợi nhuận cổ phiếu.

(H3) Giả thuyết 3: Có mối quan hệ tích cực giữa ESG và Tobin's Q.

(H4) Giả thuyết 4: Có mối quan hệ tích cực giữa ESG và ROA.

Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu

Bảng 1: Giải thích các biến trong mô hình

	Ký hiệu	Công thức
Biến phụ thuộc		
Lợi nhuận cổ phiếu	RETURN	$Return_t = \log\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$
Tobin's Q	TOBINQ	$Tobin\ Q = \frac{MVE + L}{TA}$ MVE: giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu L: nợ phải trả TA: tổng tài sản
Lợi nhuận trên tài sản	ROA	$ROA = \frac{\text{Thu nhập ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$
Biến độc lập		
Môi trường, xã hội và quản trị	ESG	Điểm ESG sẽ được lấy từ Refinitiv
Thanh khoản cổ phiếu	LIQ	$LIQ = \frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$
Biến kiểm soát		
Quy mô	SIZE	$SIZE_t = \log(\text{tổng tài sản})_t$
Đòn bẩy	LEV	$Lev = \frac{\text{Tổng nợ}}{\text{Tổng vốn chủ sở hữu}}$

Nguồn: Phân tích từ dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu gồm 471 quan sát từ 157 doanh nghiệp Thái Lan có điểm ESG được niêm yết trên Refinitiv (LESG) từ năm 2022 đến năm 2024. Các biến sử dụng trong mô hình được trình bày trong Bảng 1.

Mô hình nghiên cứu

Performance_{it} = β₁ + β₂ESG_{it} + β₃LIQ_{it} + β₄LEV_{it} + β₅SIZE_{it} + ε_{it}

Với Performance_{it} lần lượt là Lợi nhuận cổ phiếu, TobinQ và ROA.

Mô hình hồi quy

Thông kê mô tả

Bảng 1: Thông kê mô tả

Biến	Trung bình	Lớn nhất	Nhỏ nhất	Độ lệch chuẩn	Số quan sát
RETURN	-0.000164	0.00494	-0.006796	0.002256	471
ROA	0.040237	0.271713	-0.72162	0.080965	471
TQ	1.560441	15.84917	0.425559	1.382047	471
ESG	53.31545	91.61232	4.169862	16.39336	471
LIQ	1.983368	9.608729	0.05039	1.470268	471
LEV	0.589854	2.561702	0.095383	0.285352	471
SIZE	6.756044	11.52031	2.844876	1.674686	471

Nguồn: Phân tích từ dữ liệu nghiên cứu

Giá trị trung bình của Return rất gần 0 (0,0000163), phản ánh lợi nhuận trung bình trong mẫu là thấp; điều này có thể hàm ý một giai đoạn thị trường ổn định. Biên độ dao động hẹp (từ -0,0068 đến 0,007914) và độ lệch chuẩn thấp (0,002274) so với giá trị trung bình củng cố nhận định về mức độ biến động thấp và rủi ro hạn chế. Các giá trị Return tập trung quanh giá trị trung bình.

Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) trung bình dương (1,550348), cho thấy các doanh nghiệp trong mẫu nhìn chung tạo ra lợi nhuận trên tài sản. Tuy nhiên, ROA biến động lớn (từ 0,425559 đến 15,84917), phản ánh sự khác biệt đáng kể về hiệu quả sử dụng tài sản. Độ lệch chuẩn cao (1,324670) nhấn mạnh mức độ không đồng nhất giữa các doanh nghiệp.

Chỉ số Tobin's Q trung bình thấp (0,040740) cho thấy giá trị thị trường của doanh nghiệp trong mẫu, nhìn chung, thấp hơn nhiều so với giá trị tài sản. Biên độ dao động rộng (từ -0,72162 đến 0,271713) và độ lệch chuẩn cao (0,078180) phản ánh sự không đồng nhất lớn trong định giá thị trường so với giá trị sổ sách.

Điểm ESG trung bình ở mức tương đối cao (50,82410), song có mức dao động lớn (từ 3,925465 đến 91,61232); phân hóa rõ rệt trong việc triển khai và hiệu quả ESG giữa các doanh nghiệp. Độ lệch chuẩn cao (17,89136) thể hiện sự khác biệt đáng kể, có thể bắt nguồn từ yếu tố ngành, quy mô, mức độ nhận thức, hoặc chiến lược ESG của từng doanh nghiệp.

Chỉ số thanh khoản trung bình ở mức 1,968816, gần ngưỡng an toàn phổ biến (2,0), cho thấy khả năng thanh toán ngắn hạn của các doanh nghiệp trong mẫu tương đối ổn định. Tuy nhiên, giá trị dao động rất lớn (từ 0,050390 đến 9,608729) và độ lệch chuẩn cao (1,448125) chỉ ra sự không đồng nhất đáng kể về thanh khoản, một số doanh nghiệp có rủi ro thanh toán cao.

Tỷ lệ đòn bẩy trung bình đạt 0,660763. Biến động từ 0,095383 đến 7,227024 phản ánh sự khác biệt rõ rệt về cấu trúc vốn và mức độ chấp nhận rủi ro tài chính. Độ lệch chuẩn tương đối cao (0,526843) củng cố nhận định về tính không đồng nhất trong chính sách tài chính giữa các doanh nghiệp.

Quy mô doanh nghiệp trung bình là 6,866709, dao động từ 2,844876 đến 11,52031. Độ lệch chuẩn 1,648862 cho thấy sự khác biệt đáng kể về quy mô trong mẫu quan sát.

Bảng 2: Ma trận tương quan

	RETURN	ROA	TOBINQ	ESG	LIQ	SIZE	LEV
RETURN	1.0000						
ROA	0.2558	1.0000					
TOBINQ	0.2059	0.3588	1.0000				
ESG	0.1437	-0.0721	0.0551	1.0000			
LIQ	0.1057	0.0940	0.0075	-0.1544	1.0000		
SIZE	-0.0671	-0.1558	-0.1062	0.1015	-0.5801	1.0000	
LEV	0.2830	-0.0114	-0.0604	0.4616	-0.2794	0.2940	1.0000

Nguồn: Phân tích từ dữ liệu nghiên cứu

ESG và Return có mối tương quan dương rất yếu, cho thấy có một xu hướng rất nhỏ là khi điểm ESG của công ty cao hơn, lợi nhuận cũng có xu hướng cao hơn một chút, nhưng mối quan hệ này gần như không đáng kể. Điều này có thể gợi ý rằng hiệu quả ESG không phải là một yếu tố quyết định trực tiếp đến lợi nhuận của các công ty trong mẫu dữ liệu này.

Tương tự như với Return, mối tương quan dương yếu giữa ESG và ROA, gợi ý rằng các công ty quản lý tốt các yếu tố môi trường, xã hội và quản trị cũng có xu hướng hoạt động hiệu quả hơn về mặt tài chính, nhưng mối quan hệ này không mạnh.

Mối tương quan âm rất yếu giữa ESG và TOBINQ cho thấy có một xu hướng không đáng kể là các công ty có điểm ESG cao hơn có thể có chỉ số Tobin's Q thấp hơn một chút. Điều này có thể hơi bất ngờ vì người ta thường kỳ vọng rằng các công ty có hoạt động ESG tốt sẽ được thị trường đánh giá cao hơn.

Ngoài ra, các công ty có điểm ESG cao hơn có xu hướng có tính thanh khoản thấp hơn một chút. Điều này có thể xảy ra nếu các công ty tập trung vào các hoạt động ESG dài hạn (ví dụ: đầu tư vào công nghệ

xanh) có thể làm giảm lượng tài sản lưu động ngắn hạn của họ.

Thanh khoản và các biến phụ thuộc bao gồm lợi nhuận cổ phiếu và TobinQ đều có mối tương quan dương yếu, cho thấy các công ty có tính thanh khoản cao hơn có xu hướng có lợi nhuận cao hơn một chút và được thị trường định giá cao hơn so với giá trị tài sản. Mặt khác, mối tương quan giữa thanh khoản và ROA gần như bằng không, cho thấy không có mối quan hệ tuyến tính đáng kể.

Kết quả nghiên cứu

Mô hình hồi quy

Bảng 3: Mô hình hồi quy

Biến	Return	TobinQ	ROA
C	-0,003832*** (0,0000)	1,814904*** (0,0000)	0,061707*** (0,0000)
ESG	0,00000353** (0,0490)	0,004429*** (0,0000)	-0,000410*** (0,0000)
LIQ	0,000247*** (0,0000)	-0,032982*** (0,0070)	0,000624 (0,1227)
LEV	-0,000668*** (0,0000)	-0,221723** (0,0132)	-0,039421*** (0,0000)
SIZE	0,000499*** (0,0000)	-0,058865*** (0,0000)	0,003290*** (0,0000)
R ²	0,607624	0,117732	0,623906
R ² điều chỉnh	0,604256	0,110159	0,620678
Số quan sát	471	471	471

Nguồn: Phân tích từ dữ liệu nghiên cứu

Chú thích: Ý nghĩa thống kê: *10%; **5% và ***1% và các giá trị trong ngoặc đơn biểu thị p-value

Mối quan hệ giữa ESG, thanh khoản và lợi nhuận cổ phiếu

$$\widehat{RETURN} = -0,003832 + 0,00000353 * ESG + 0,000247 * LIQ - 0,000668 * LEV + 0,000499 * SIZE$$

Hệ số của ESG dương và có ý nghĩa thống kê cho thấy rằng ở Thái Lan, tương tự như Việt Nam, các công ty có điểm ESG cao hơn có xu hướng đạt được lợi nhuận cao hơn. Điều này củng cố quan điểm rằng các hoạt động kinh doanh bền vững và có trách nhiệm có thể mang lại lợi ích tài chính, có lẽ thông qua việc cải thiện hiệu quả hoạt động, giảm rủi ro hoặc tăng cường uy tín thương hiệu. Tuy nhiên, tương tự như trường hợp của Việt Nam, tác động về mặt số học là nhỏ.

Hệ số của LIQ dương và có ý nghĩa thống kê cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa LIQ và Return, các công ty có tính thanh khoản cao hơn có xu hướng đạt được lợi nhuận cao hơn ở Thái Lan. Điều này có thể là do khả năng tiếp cận vốn dễ dàng hơn để tận dụng các cơ hội đầu tư, đối phó với các cú sốc tài chính bất ngờ hoặc duy trì hoạt động kinh doanh ổn định. Kết

quả này đối lập với Việt Nam, nơi LIQ không có tác động đáng kể lên Return.

Hệ số LEV là -0,000668 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số âm cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa LEV và Return. Đòn bẩy tài chính cao hơn có liên quan đến lợi nhuận thấp hơn.

Hệ số SIZE là 0,000499 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số dương cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa SIZE và Return. Quy mô công ty lớn hơn có liên quan đến lợi nhuận cao hơn.

Mối quan hệ giữa ESG, thanh khoản và TobinQ

$$\widehat{TOBINQ} = 1,814904 + 0,004429 * ESG - 0,032982 * LIQ - 0,221723 * LEV - 0,058865 * SIZE$$

Hệ số ESG là 0,004429 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số dương cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa ESG và TobinQ, ESG đóng vai trò quan trọng trong việc định giá công ty tại Thái Lan. Các nhà đầu tư ở Thái Lan có thể xem xét các yếu tố ESG như một dấu hiệu của quản lý tốt, tiềm năng tăng trưởng bền vững và khả năng chống chịu rủi ro, từ đó định giá các công ty này cao hơn. Kết quả này tương đồng với kết quả cho Việt Nam

Hệ số LIQ là -0,032982 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số âm cho thấy thanh khoản có tác động tiêu cực lên TobinQ, các công ty có tính thanh khoản cao hơn có xu hướng có tỷ lệ TobinQ thấp hơn ở Thái Lan. Điều này có thể cho thấy thị trường Thái Lan có thể coi việc nắm giữ quá nhiều tài sản lưu động là sử dụng vốn kém hiệu quả, thay vì đầu tư vào các tài sản dài hạn có tiềm năng tăng trưởng cao hơn. Kết quả này khác với Việt Nam, nơi LIQ không có tác động đáng kể lên TobinQ.

Hệ số LEV là -0,221723 và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%. Hệ số âm cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa LEV và TobinQ. Đòn bẩy tài chính cao hơn có liên quan đến tỷ lệ TobinQ thấp hơn.

Hệ số SIZE là -0,058865 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số âm cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa SIZE và TobinQ. Quy mô công ty lớn hơn có liên quan đến tỷ lệ TobinQ thấp hơn.

Mối quan hệ giữa ESG, thanh khoản và ROA

$$\widehat{ROA} = 0,061707 - 0,000410 * ESG + 0,000624 * LIQ - 0,039421 * LEV + 0,003290 * SIZE$$

Hệ số ESG là -0,000410 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số âm cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa ESG và ROA của các công ty Thái Lan. Điều này gợi ý rằng việc tập trung vào các yếu tố ESG có thể đi kèm với ROA thấp hơn. Một số lý do có thể bao

gồm chi phí đầu tư ban đầu vào các sáng kiến ESG, sự thay đổi trong quy trình sản xuất hoặc kinh doanh để thân thiện hơn với môi trường và xã hội, hoặc việc ưu tiên các mục tiêu dài hạn về bền vững hơn là tối đa hóa lợi nhuận ngắn hạn. Đây là một điểm khác biệt đáng chú ý so với kết quả cho Việt Nam, nơi tác động của ESG lên ROA không có ý nghĩa thống kê.

Hệ số LIQ là 0,000624 nhưng không có ý nghĩa thống kê. Không có đủ bằng chứng về mối quan hệ tuyến tính đáng kể giữa LIQ và ROA đối với các công ty ở Thái Lan. Điều này tương đồng với kết quả riêng cho Việt Nam.

Hệ số LEV là -0,039421 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số âm cho thấy mối quan hệ nghịch biến giữa LEV và ROA. Đòn bẩy tài chính cao hơn có liên quan đến tỷ suất lợi nhuận trên tài sản thấp hơn.

Hệ số SIZE là 0,003290 và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Hệ số dương cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa SIZE và ROA. Quy mô công ty lớn hơn có liên quan đến tỷ suất lợi nhuận trên tài sản cao hơn.

Các giả thuyết của nghiên cứu được tóm tắt trong bảng 4.

Bảng 4: Tóm tắt các kiểm định giả thuyết

Giả thuyết	Kết quả
Giả thuyết 1: Có mối quan hệ tích cực giữa ESG và lợi nhuận cổ phiếu	Ủng hộ
Giả thuyết 2: Có mối quan hệ tích cực giữa tính thanh khoản của cổ phiếu và lợi nhuận cổ phiếu.	Ủng hộ
Giả thuyết 3: Có mối quan hệ tích cực giữa ESG và TobinQ	Ủng hộ
Giả thuyết 4: Có mối quan hệ tích cực giữa ESG và ROA	Bác bỏ

Nguồn: Kết quả nghiên cứu

Kết luận và hàm ý

Kết quả cho thấy ESG có mối quan hệ dương và có ý nghĩa thống kê với lợi suất cổ phiếu và Tobin's Q. Đối với thị trường Thái Lan, điểm số ESG cao là tín hiệu của quản trị tốt và tiềm năng tăng trưởng bền vững, từ đó dẫn đến lợi suất cổ phiếu cao hơn và giá trị thị trường cao hơn. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng phát hiện mối quan hệ âm giữa ESG và Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA), cho thấy việc triển khai các sáng kiến ESG có thể phát sinh chi phí ngắn hạn hoặc doanh nghiệp ưu tiên tính bền vững dài hạn thay vì tối đa hóa lợi nhuận tức thời.

Về tính thanh khoản của cổ phiếu, nghiên cứu cho thấy ảnh hưởng tích cực đến lợi suất cổ phiếu, hàm ý rằng các công ty có tính thanh khoản cao hơn có xu hướng đạt được lợi suất tốt hơn, có thể do khả năng tiếp cận vốn dễ dàng hơn hoặc khả năng chống chịu tốt hơn trước các cú sốc tài chính. Ngược lại, tính thanh khoản có tác động tiêu cực đến Tobin's Q, cho thấy thị trường Thái Lan nhìn nhận việc nắm giữ tài

sản ngắn hạn quá mức tức sử dụng vốn kém hiệu quả thay vì đầu tư vào tài sản tăng trưởng dài hạn. Nghiên cứu không tìm thấy mối quan hệ tuyến tính có ý nghĩa thống kê giữa tính thanh khoản và ROA. Các biến kiểm soát như đòn bẩy tài chính và quy mô doanh nghiệp cũng cho thấy ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính, trong đó đòn bẩy thường có tác động tiêu cực và quy mô có tác động hỗn hợp.

Kết luận, nghiên cứu ủng hộ các giả thuyết: ESG có tương quan dương với lợi suất cổ phiếu (H1) và Tobin's Q (H3), và tính thanh khoản có tương quan dương với lợi suất cổ phiếu (H2). Tuy nhiên, giả thuyết rằng ESG có tương quan dương với ROA (H4) đã bị bác bỏ.

Đối với các doanh nghiệp tại Thái Lan, những phát hiện này hàm ý rằng cần phát triển các chiến lược ESG hướng đến tạo ra giá trị dài hạn và quản lý tính thanh khoản một cách hiệu quả. Cách tiếp cận chiến lược này có thể tối ưu hóa hiệu quả tài chính ngắn hạn và nâng cao nhận thức của thị trường, đặc biệt khi xem xét tác động khác biệt của ESG và tính thanh khoản đến các chỉ tiêu tài chính khác nhau.

Kết quả nghiên cứu cho thấy, ESG và thanh khoản đều là những yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, nhưng tác động khác nhau tùy theo từng chỉ tiêu. Doanh nghiệp cần xây dựng chiến lược ESG hướng đến giá trị dài hạn và quản trị thanh khoản hiệu quả nhằm tối ưu hóa cả kết quả tài chính ngắn hạn lẫn hình ảnh thị trường. Nghiên cứu ủng hộ các giả thuyết 1, 2 và 3, đồng thời bác bỏ giả thuyết 4, từ đó khẳng định tính chất phức tạp và phụ thuộc vào bối cảnh của mối quan hệ giữa ESG, thanh khoản và hiệu quả tài chính./

Tài liệu tham khảo:

- Anjum, S., & Malik, Q. A. (2013). Determinants of corporate liquidity-An analysis of cash holdings. *Journal of Business and Management*, 7(2), 94-100.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23.
- Dalgaard, R. (2009). Liquidity and stock returns: Evidence from Denmark. *Journal of Financial Economics*, 41, 441-464.
- Dhalival, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- Friede, G., Timo, B., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Ghali, P. (2021). ESG and the Liquidity Spectrum. *ESG Investor*. <https://www.esginvestor.net/esg-and-the-liquidity-spectrum/>
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2004). Does local financial development matter? *Quarterly Journal of Economics*, 119, 929-969.
- Gutiérrez-Ponce, H., & Wibowo, S. A. (2023). Do sustainability activities affect the financial performance of banks? The case of Indonesian Banks. *Sustainability*, 15(8), 6892.
- Hidayat, R., Wahyudi, S., Muharam, H., Shaferi, I., & Puspitasari, I. (2019). The improve level of firm value with liquidity, debt policy and investment in Indonesian emerging market. *Revista Espacios*, 40(40).
- Hörisch, J., Schaltegger, S., & Freeman, R. E. (2020). Integrating stakeholder theory and sustainability accounting: A conceptual synthesis. *Journal of Cleaner Production*, 275. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124027>