

ESG VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: VAI TRÒ CỦA HIỆP ĐỊNH PARIS

TS. Nguyễn Thị Trúc Anh* - TS. Phạm Thị Vân Trinh*

Nghiên cứu này tập trung phân tích mối quan hệ giữa các yếu tố ESG (Môi trường, Xã hội, Quản trị) và giá trị doanh nghiệp, đo lường bằng Tobin's Q, ở các nước Đông Nam Á giai đoạn 2007 - 2023, với dữ liệu 2.620 quan sát và mô hình hồi quy FEM, kết quả cho thấy ESG tổng thể và từng trụ cột của ESG là điểm môi trường, điểm xã hội, và điểm quản trị đều có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng chỉ ra tác động tích cực của ESG lên giá trị doanh nghiệp có xu hướng giảm nhẹ sau khi Hiệp định Paris có hiệu lực, đặc biệt yếu tố Quản trị, đồng thời khuyến nghị cho doanh nghiệp và nhà hoạch định chính sách cân nhắc giữa lợi ích ESG và chi phí nhằm duy trì và phát huy hiệu quả để phát triển bền vững.

• Từ khóa: ESG; giá trị doanh nghiệp; trước hiệp định paris; sau hiệp định Paris; hiệp định Paris.

This study examines the relationship between ESG components (Environment, Social, and Governance) and firms' value, measured by Tobin's Q in the context of Southeast Asian countries from 2007 to 2023, with using a FEM model on the database of 2.620 observations, the findings indicate that both the overall ESG performance and its three pillars - Environment (ENV), Social (SOC), and Governance (GOV) positively affect firms' value, in line with stakeholder theory and agency theory. In addition, we identify a difference between the pre-Paris and post-Paris agreement in this relationship, which provides a small decrease in the positive impact of the ESG on Tobin's Q after the Paris agreement, especially in the Governance (GOV) component. These results suggest that companies and policymakers should assess the benefits of ESG and the costs of complying with them to maintain and increase efficiency, especially as economies increasingly emphasize sustainable development.

• Key words: ESG; firms value; before the Paris agreement; after the Paris agreement; the Paris agreement.

JEL codes: A13, F63, G30

Ngày gửi bài: 29/4/2025

Ngày gửi phản biện: 08/5/2025

Ngày nhận kết quả và sửa phản biện: 24/7/2025

Ngày chấp nhận đăng: 21/8/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i296.20>

1. Đặt vấn đề

Các tiêu chuẩn Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) ngày càng định hình chiến lược kinh doanh khi các bên liên quan đòi hỏi minh bạch và trách nhiệm. Tại Đông Nam Á, xu hướng này

ngày càng mạnh mẽ hơn do khu vực vừa tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ, vừa dễ tổn thương trước biến đổi khí hậu. Hiệp định Paris 2015 đã nhấn mạnh nỗ lực toàn cầu trong việc giảm phát thải khí nhà kính (Shahrour, Rohani, et al., 2024). Nhiều quốc gia Đông Nam Á đã phê chuẩn hiệp định này và bắt đầu xây dựng các chính sách khuyến khích hoạt động kinh doanh thân thiện với môi trường, với nhận thức rằng các phương pháp tiếp cận đổi mới hướng tới phát triển bền vững có thể đóng góp đáng kể vào hiệu quả tài chính dài hạn.

Song song với thay đổi chính sách, nghiên cứu học thuật khẳng định ESG đóng vai trò quan trọng trong việc gia tăng giá trị doanh nghiệp. Các nghiên cứu chỉ ra rằng hiệu suất ESG vững mạnh có thể nâng cao uy tín doanh nghiệp, giảm chi phí vốn và hạn chế các rủi ro đặc thù. Những phân tích khác cũng chứng minh rằng cam kết với ESG cũng hỗ trợ doanh nghiệp thích nghi với môi trường pháp lý biến đổi và đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế (Fatemi et al., 2018). Tuy nhiên, cách thức ESG ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp vẫn còn gây tranh cãi, đặc biệt tại Đông Nam Á, nơi thể chế, ưu tiên kinh tế và kỳ vọng xã hội khác biệt so với phương Tây.

Nghiên cứu này lấp đầy khoảng trống về mối quan hệ giữa ESG và giá trị doanh nghiệp, tập trung vào bối cảnh Đông Nam Á và vai trò của Hiệp định Paris như một bước ngoặt. Cụ thể, nghiên cứu xem xét: (i) Mối tương quan giữa ESG và giá trị doanh nghiệp trong khu vực; (ii) Tác động riêng lẻ của các yếu tố E (Môi trường), S (Xã hội) và G (Quản trị) đến giá trị doanh nghiệp; (iii) Ảnh hưởng của Hiệp định Paris trước và sau

* Trường Đại học Sài Gòn, Thành phố Hồ Chí Minh; email: ntt.anh@sgu.edu.vn - Tác giả liên hệ, email: ptvtrinh@sgu.edu.vn

khi thực thi lên mỗi quan hệ này. Kết quả nghiên cứu kỳ vọng mang lại cái nhìn sâu sắc về cơ hội và thách thức khi tích hợp ESG vào chiến lược kinh doanh tại các nền kinh tế đang phát triển. Đồng thời, nó đánh giá liệu các chính sách như Hiệp định Paris có thể tạo ra lợi ích lâu dài cho doanh nghiệp và các bên liên quan trong bối cảnh toàn cầu hóa, góp phần định hướng phát triển bền vững tại khu vực này hay không?

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Nghiên cứu này được giải thích dựa trên cơ sở lý thuyết của các bên liên quan (Stakeholders theory) và lý thuyết đại diện (Agency theory). Lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 1984) cho rằng doanh nghiệp cần cân nhắc lợi ích của nhiều nhóm tác nhân, bao gồm nhà đầu tư, cơ quan quản lý, cộng đồng và môi trường khi đưa ra các quyết định chiến lược, đặc biệt trong bối cảnh chịu sự giám sát ngày càng cao từ các khung khổ bền vững như thỏa thuận Paris. Ngoài ra, lý thuyết đại diện (Meckling & Jensen, 1976) bổ sung quan điểm này bằng cách coi công bố ESG là công cụ nhằm giảm bất cân xứng thông tin giữa nhà quản lý và cổ đông. Sự minh bạch về ESG được xem như một tín hiệu về năng lực quản trị và sự đồng nhất với mục tiêu giá trị dài hạn của cổ đông.

2.2. Tổng quan các nghiên cứu trước

Mối quan hệ giữa ESG và giá trị doanh nghiệp

Trong bối cảnh kinh doanh toàn cầu hiện đại, khi sự bền vững và trách nhiệm xã hội ngày càng được đề cao, các yếu tố Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) đã trở thành tâm điểm chú ý của giới tài chính và quản trị doanh nghiệp (Cheng et al., 2014). ESG không chỉ là một xu hướng mà đang dần khẳng định vai trò quan trọng trong định hướng chiến lược và hoạt động của các tổ chức, tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh và giá trị dài hạn. Nhiều nghiên cứu đã chứng minh rằng việc tích hợp hiệu quả các yếu tố ESG mang lại những lợi ích thiết thực. Cụ thể, khi doanh nghiệp chú trọng đến hoạt động thân thiện môi trường, đảm bảo quyền lợi người lao động và xây dựng quản trị minh bạch sẽ nâng cao uy tín, củng cố thương hiệu và tạo niềm tin với khách hàng, đối tác (Xie et al., 2019). Hơn nữa, việc tuân thủ các tiêu chuẩn ESG còn giúp doanh nghiệp giảm rủi ro pháp lý, tối ưu hóa sử dụng tài nguyên và hạ thấp chi phí vốn, từ đó cải thiện hiệu quả hoạt động và

củng cố năng lực cạnh tranh trên thị trường,

Về mặt lý thuyết, ESG tạo lợi thế cạnh tranh bền vững thông qua gắn kết với các bên liên quan, mở rộng cơ hội tiếp cận vốn và giảm rủi ro vận hành (Cheng et al., 2014). Đầu tư vào dự án xanh, áp dụng chính sách xã hội tiên bộ và quản trị tốt giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA) nhờ quản lý rủi ro hiệu quả và giảm chi phí (Xie et al., 2019). Đồng thời, chiến lược ESG bền vững củng cố niềm tin từ nhà đầu tư, cải thiện tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) qua việc thu hút vốn chi phí thấp. Trên thị trường chứng khoán, nhà đầu tư ngày càng ưu tiên doanh nghiệp cam kết mạnh mẽ với ESG, điều này được kỳ vọng thúc đẩy giá trị thị trường và chỉ số Tobin's Q dài hạn (Aouadi & Marsat, 2018). ESG không chỉ là công cụ quản lý mà còn là động lực chiến lược, giúp doanh nghiệp phát triển bền vững trong môi trường kinh doanh toàn cầu đầy thách thức.

Từ những lập luận trên, chúng tôi đề xuất giả thuyết thứ nhất như sau:

Giả thuyết H1: *ESG tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp.*

Vai trò của Hiệp định Paris trong định hướng ESG

Hiệp định Paris, ký kết năm 2015 và có hiệu lực từ tháng 11/2016, mở ra giai đoạn mới trong cuộc chiến chống biến đổi khí hậu với khung pháp lý toàn cầu đầy tham vọng. Mục tiêu là cắt giảm khí thải nhà kính, giữ nhiệt độ toàn cầu tăng dưới 2°C - lý tưởng là 1,5°C - so với thời kỳ tiền công nghiệp, đồng thời thúc đẩy kinh tế xanh, ít carbon và bền vững (Chen et al., 2020). Tiếp nối Nghị định thư Kyoto 1997, hiệp định kêu gọi sự tham gia của cả nước phát triển và đang phát triển, hướng tới phát thải ròng bằng không và ưu tiên vốn cho dự án thân thiện môi trường. Trong bối cảnh đó, ESG trở thành tiêu chí quan trọng để nhà đầu tư đánh giá doanh nghiệp. Trách nhiệm môi trường không chỉ là cam kết đạo đức mà còn ảnh hưởng đến khả năng huy động vốn, chi phí vay và uy tín tín dụng. Thật vậy, Hiệp định Paris đã định hướng lại sự chú ý toàn cầu vào phát triển bền vững, gắn mục tiêu khí hậu với chiến lược kinh doanh. Tại Đông Nam Á, khu vực dễ tổn thương bởi biến đổi khí hậu nhưng tăng trưởng kinh tế nhanh, hiệp định thúc đẩy áp dụng ESG từ chính phủ đến doanh nghiệp (Shahrour, Arouri, et al., 2024). Các bằng chứng thực nghiệm cho thấy, sau Paris, doanh nghiệp có ESG mạnh, đặc biệt về môi trường, hưởng lợi lớn

hơn về giá trị nhờ chính sách và tín hiệu thị trường rõ rệt (Wu et al., 2023).

Từ những lập luận trên, chúng tôi đề xuất giả thuyết thứ hai như sau:

Giả thuyết H2: *Có sự khác nhau giữa mức độ tác động của ESG đến giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn trước và sau hiệp định Paris,*

3. Mô hình nghiên cứu, dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước, chúng tôi đề xuất các mô hình nghiên cứu (1) để phân tích sự ảnh hưởng của ESG đến giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q) của các công ty.

$$Tobin's Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 lnAGE_{i,t} + \beta_6 GDP_{i,t} + Country FE + Industry FE + Year FE + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó: Tobin's Q đo lường hiệu quả hoạt động của công ty i tại thời điểm t; ESG là biến độc lập; các biến: SIZE, LEV, GROWTH, AGE, và GDP là các biến kiểm soát trong mô hình; β_0 là hệ số chặn; $\varepsilon_{i,t}$ thể hiện sai số chuẩn của mô hình. Hiệu ứng cố định theo quốc gia (Country FE), ngành (Industry FE), và theo năm (Year FE) được đưa vào để kiểm soát các yếu tố đặc thù của từng quốc gia, từng ngành, và từng năm.

Để đánh giá tác động của từng trụ cột ENV (điểm môi trường); SOC (điểm xã hội); GOV (điểm quản trị) đến giá trị doanh nghiệp, chúng tôi thay biến độc lập chính từ mô hình (1) để tạo ra mô hình (1a), (1b), và (1c), như sau:

$$Tobin's Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ENV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 lnAGE_{i,t} + \beta_6 GDP_{i,t} + Country FE + Industry FE + Year FE + \varepsilon_{i,t} \quad (1a)$$

$$Tobin's Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SOC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 lnAGE_{i,t} + \beta_6 GDP_{i,t} + Country FE + Industry FE + Year FE + \varepsilon_{i,t} \quad (1b)$$

$$Tobin's Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 lnAGE_{i,t} + \beta_6 GDP_{i,t} + Country FE + Industry FE + Year FE + \varepsilon_{i,t} \quad (1c)$$

Bên cạnh đó, đánh giá vai trò của hiệp định Paris tác động đến mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả hoạt động của các công ty, chúng tôi chia cỡ mẫu (sub_sample) để xem xét 2 giai đoạn trước (từ năm 2007 đến năm 2015) và sau khi hiệp định Paris có hiệu lực (từ năm 2016 đến năm 2023).

Các biến trong mô hình được trình bày trong phụ lục 1.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ Thomson Reuters Datastream, bao gồm: điểm số cho các tiêu chí về Môi trường - E, Xã hội - S và Quản trị doanh nghiệp - G cũng như một số chỉ tiêu từ báo cáo tài chính của các công ty ở khu vực Đông Nam Á (5 quốc gia gồm: Malaysia, Indonesia, Philippin, Thái Lan, Việt Nam) trong giai đoạn từ năm 2007 đến 2023 với 2.620 quan sát.

3.3 Phương pháp nghiên cứu

Áp dụng phương pháp hồi quy dữ liệu bảng với mô hình tác động cố định (Fixed Effects Model - FEM) để khám phá mối liên hệ giữa ESG và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, từng yếu tố Môi trường (E), Xã hội (S), và Quản trị doanh nghiệp (G) của ESG được phân tích riêng lẻ nhằm đánh giá tác động đến hiệu quả hoạt động của công ty. Mô hình được kiểm soát chặt chẽ bởi các hiệu ứng cố định theo quốc gia, ngành và năm. Để đảm bảo các hệ số ước lượng đáng tin cậy, không chệch và hiệu quả, chúng tôi tiến hành kiểm tra kỹ lưỡng ma trận tương quan Pearson, hiện tượng đa cộng tuyến, cùng các kiểm định khuyết tật mô hình.

4. Kết quả và thảo luận nghiên cứu

4.1. Kết quả thống kê mô tả

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Sai số chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
TOBINQ	2.620	2,003	1,933	0,530	12,28
ESG	2.620	0,445	0,191	0,004	0,918
ENV	2.620	0,354	0,243	0,000	0,974
SOC	2.620	0,482	0,227	0,003	0,974
GOV	2.620	0,487	0,217	0,009	0,987
SIZE	2.620	18,042	3,600	11,042	24,72
LEV	2.620	0,278	0,180	0,000	0,717
GROWTH	2.620	0,124	0,339	-0,582	2,705
lnAGE	2.620	2,900	0,633	0,693	3,932
GDP	2.620	0,028	0,034	-0,110	0,075

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán bằng Stata 17

Kết quả ở bảng 1 cho thấy Tobin's Q trung bình là 2,003, dao động từ 0,530 đến 12,28, phản ánh sự khác biệt lớn về định giá và triển vọng tăng trưởng giữa các doanh nghiệp. Điểm ESG trung bình đạt 0,445, từ 0,004 đến 0,918, cho thấy mức độ áp dụng ESG không đồng đều. Quy mô công ty (SIZE) trung bình là 18,042, trong khi đòn bẩy tài chính (LEV) trung bình đạt 0,278, dao động từ 0,000 đến 0,717, thể hiện cấu trúc tài chính đa dạng giữa các doanh nghiệp.

4.2. Ma trận hệ số tương quan

Bảng 2 cho thấy tương quan giữa các biến độc lập dưới 0,5, VIF đều nhỏ hơn 2, xác nhận mô hình không gặp vấn đề đa cộng tuyến.

Bảng 2: Ma trận hệ số tương quan Pearson

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) TOBINQ	1,000						
(2) ESG	0,079***	1,000					
(3) SIZE	-0,002	0,137***	1,000				
(4) LEV	-0,230***	0,076***	0,184***	1,000			
(5) GROWTH	0,029	-0,024	-0,010	0,004	1,000		
(6) lnAGE	-0,077***	0,055***	0,013	-0,050**	-0,065***	1,000	
(7) GDP	-0,016	-0,100***	-0,031*	-0,122***	0,169***	0,048**	1,000
VIF*		1,034	1,052	1,055	1,036	1,014	1,058
Mean VIF: 1,041							

Ghi chú: Ký hiệu *, **, *** có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán bằng Stata 17

4.3. Kết quả hồi quy & thảo luận

Mối quan hệ giữa ESG và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp

Bảng 3 trình bày mối quan hệ giữa chỉ số ESG và giá trị doanh nghiệp (mô hình 1) và tác động riêng của từng yếu tố ESG (mô hình 1a, 1b, 1c).

Bảng 3: Mối quan hệ giữa ESG và giá trị doanh nghiệp

Tên biến	(1) TOBINQ	(1a) TOBINQ	(1b) TOBINQ	(1c) TOBINQ
ESG	2,625***			
ENV		1,931***		
SOC			2,161***	
GOV				0,828***
SIZE	-0,473***	-0,475***	-0,458***	-0,345***
LEV	-1,135***	-1,353***	-1,097***	-1,416***
GROWTH	0,345***	0,334***	0,326***	0,325***
lnAGE	-0,078	-0,095*	-0,101*	-0,068
GDP	-6,183***	-5,859**	-6,150***	-6,912***
Constant	10,048***	10,667***	9,960***	8,571***
Adjusted R-squared	0,245	0,236	0,241	0,203
Country FE	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán bằng Stata 17

Mô hình (1) cho thấy chỉ số ESG tổng thể tác động tích cực đến TOBINQ và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, các doanh nghiệp có điểm ESG cao hơn thường đạt được hiệu quả tài chính tốt hơn. Khi phân tích riêng các thành phần của ESG, cả 3 trụ cột ENV, SOC, và GOV đều ảnh hưởng tích cực đến giá trị doanh nghiệp ở mức ý nghĩa 1% ở cả 3 mô hình (1a, 1b, và 1c). Điều này củng cố giả thuyết H1, cho thấy rằng các doanh nghiệp chú trọng đến các yếu tố ESG thường đạt được

hiệu quả tài chính tốt hơn, phù hợp với quan điểm của lý thuyết các bên liên quan: ESG giảm rủi ro uy tín, tăng niềm tin nhà đầu tư. Minh bạch ESG giảm chi phí đại diện, đặc biệt GOV hạn chế lạm dụng nguồn lực, ENV và SOC củng cố đồng thuận cổ đông, từ đó giảm chi phí vốn, nâng cao giá trị thị trường. Đồng thời, các hệ số ESG dương và có ý nghĩa cũng gợi ý rằng việc minh bạch trong các hoạt động bên vững góp phần giảm chi phí đại diện. Các nỗ lực ESG, đặc biệt ở khía cạnh quản trị (GOV), làm giảm nguy cơ nhà quản lý lạm dụng nguồn lực, trong khi khía cạnh môi trường và xã hội cải thiện sự đồng thuận dài hạn với các cổ đông. Qua đó, hiệu quả tài chính có xu hướng gia tăng, khẳng định vai trò của ESG trong giảm chi phí vốn và nâng cao uy tín, góp phần cải thiện hiệu suất tài chính từ đó làm tăng giá trị giá trị thị trường (Fatemi et al., 2018; Yu et al., 2018).

Kết quả cho thấy các biến kiểm soát có tác động nhất quán trong tất cả các mô hình, cụ thể như sau: biến SIZE có tác động âm có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, điều này cho thấy các doanh nghiệp có quy mô lớn thường có chỉ số TOBINQ thấp. Biến LEV có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong tất cả các mô hình, việc gia tăng đòn bẩy tài chính (LEV) có liên quan đến rủi ro vỡ nợ và chi phí vốn cao, dẫn đến Tobin's Q giảm. Biến GROWTH có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong tất cả các mô hình, phản ánh rằng các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng cao thường được thị trường đánh giá tích cực. Biến lnAGE có tác động tiêu cực đến TOBINQ và chỉ có ý nghĩa thống kê ở mức 10% trong mô hình (1a) và (1b).

Vai trò của hiệp định Paris trong mối quan hệ giữa ESG và giá trị doanh nghiệp

Bảng 4: So sánh mối quan hệ giữa ESG và giá trị doanh nghiệp trước và sau Hiệp định Paris

Tên Biến	Trước Hiệp định Paris				Sau Hiệp định Paris			
	(1) TOBINQ	(1a) TOBINQ	(1b) TOBINQ	(1c) TOBINQ	(1) TOBINQ	(1a) TOBINQ	(1b) TOBINQ	(1c) TOBINQ
ESG	2,564***				2,382***			
ENV		1,787***				1,726***		
SOC			2,082***				1,975***	
GOV				1,138***				0,728***
SIZE	-1,338***	-1,344***	-1,343***	-1,312***	-0,359***	-0,356***	-0,345***	-0,235***
LEV	-0,804	-0,921	-0,764	-0,832	-1,157***	-1,379***	-1,112***	-1,459***
GROWTH	0,399*	0,367*	0,344	0,374**	0,344***	0,335***	0,327***	0,337***
lnAGE	0,309***	0,264***	0,278***	0,316***	-0,207***	-0,215***	-0,225***	-0,188***
GDP	4,673	4,644	4,884	4,494	-7,961***	-7,750***	-7,831***	-9,921***
Constant	26,279***	27,011***	26,609***	26,221***	8,266***	8,764***	8,154***	7,187***

Tên Biến	Trước Hiệp định Paris				Sau Hiệp định Paris			
	(1) TOBINQ	(1a) TOBINQ	(1b) TOBINQ	(1c) TOBINQ	(1) TOBINQ	(1a) TOBINQ	(1b) TOBINQ	(1c) TOBINQ
Observations	512	512	512	512	2,107	2,107	2,107	2,107
Adjusted R-squared	0,442	0,432	0,438	0,414	0,217	0,208	0,214	0,182
Country FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Industry FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

Nguồn: Nhóm tác giả tự tính toán bằng Stata 17

Bảng 4 phân tích mối quan hệ giữa ESG (ENV, SOC, GOV) và TOBINQ, so sánh trước và sau Hiệp định Paris. Trước Hiệp định, ESG tổng hợp đạt hệ số 2,564 ở mức ý nghĩa 1%, với ENV (1,787), SOC (2,082), GOV (1,138), đều ý nghĩa 1%, cho thấy ESG mang lại lợi thế cạnh tranh lớn, phù hợp với (Friede et al., 2015) khi 90% nghiên cứu xác nhận ESG cải thiện hiệu quả tài chính. Sau Hiệp định, ESG giảm còn 2,390, ENV (1,726), SOC (1,987), GOV (0,73), ý nghĩa 10%, phản ánh lợi thế cạnh tranh suy giảm do áp lực tuân thủ toàn ngành. Sự suy giảm này có thể phản ánh rằng khi các cam kết giảm phát thải từ Hiệp định Paris trở nên phổ biến, lợi ích cạnh tranh từ ESG bị triệt tiêu do áp lực tuân thủ tăng lên, nghĩa là khi các công ty tiên phong về ESG mất dần lợi thế trong bối cảnh toàn ngành phải điều chỉnh theo tiêu chuẩn mới.

Về các biến kiểm soát, trước Hiệp định Paris, quy mô công ty (SIZE) có hệ số âm từ (mức ý nghĩa 1%) cho thấy cho thấy công ty lớn kém hiệu quả, có thể do chi phí quản lý cao. Đòn bẩy tài chính (LEV) có hệ số âm và không có ý nghĩa thống kê, trong khi tăng trưởng doanh thu (GROWTH) từ 0,344 đến 0,399 ở mức ý nghĩa 10% và tuổi công ty (lnAGE) tác động tích cực đến TOBINQ. Ngược lại, sau Hiệp định, SIZE vẫn âm nhưng giảm mức độ (-0,233 đến -0,358 với mức ý nghĩa 1%), LEV tác động âm ở mức ý nghĩa 1%, phản ánh rủi ro tài chính gia tăng, phù hợp với lý thuyết chi phí đại diện, GROWTH tăng lên 0,328 đến 0,345 với mức ý nghĩa 1%, cho thấy các công ty tăng trưởng nhanh thích nghi tốt hơn, trong khi lnAGE có hệ số âm với mức ý nghĩa 1%, ngụ ý các công ty lâu đời gặp khó khăn trong việc đáp ứng yêu cầu ESG mới.

Giá trị Adjusted R-squared giảm từ 0,414 - 0,442 xuống 0,182 - 0,217 sau Hiệp định Paris, cho thấy mô hình giải thích ít hơn biến thiên giá trị doanh nghiệp. Hiệp định làm giảm lợi thế

ESG, đặc biệt GOV, nhấn mạnh vai trò công ty nhỏ, tăng trưởng nhanh, ít đòn bẩy tài chính trong duy trì hiệu quả. Doanh nghiệp cần cân bằng tuân thủ ESG và quản lý chi phí để thích nghi môi trường mới.

5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu này phân tích toàn diện mối quan hệ giữa ESG (Môi trường, Xã hội, Quản trị) và giá trị doanh nghiệp, đo bằng Tobin's Q, tại Đông Nam Á từ 2007-2023, với Hiệp định Paris là bước ngoặt quan trọng. Kết quả chỉ ra ESG và các thành phần ENV, SOC, GOV đều tác động tích cực đến Tobin's Q, phản ánh hiệu quả hoạt động và định giá thị trường. Tuy nhiên, tác động này thay đổi trước và sau Hiệp định Paris.

Từ những kết quả trên, nghiên cứu kết luận rằng Hiệp định Paris đã định hình lại mối quan hệ giữa ESG và giá trị doanh nghiệp ở các nước đang phát triển tại Đông Nam Á, mang ý nghĩa thực tiễn cho nhà quản trị và nhà hoạch định chính sách. Nghiên cứu nhấn mạnh cần xây dựng chiến lược ESG phù hợp với yêu cầu quốc tế về khí hậu và đặc thù khu vực. Các doanh nghiệp cần nhận thức sự thay đổi này, cân bằng giữa tuân thủ ESG ngày càng cao và quản lý chi phí hiệu quả để duy trì lợi thế cạnh tranh, đảm bảo giá trị dài hạn trong bối cảnh mới.

Tài liệu tham khảo:

- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151, 1027-1047.
- Chen, T., Gozgor, G., Koo, C. K., & Lau, C. K. M. (2020). Does international cooperation affect CO 2 emissions? Evidence from OECD countries. *Environmental Science and Pollution Research*, 27, 8548-8556.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global finance journal*, 38, 45-64.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stockholder approach*. Pitman.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). *Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Shahrour, M. H., Arouri, M., Tran, D. V., & Rao, S. (2024). Carbon consciousness: The influence of CEO ownership. *Journal of Environmental Management*, 364, 121455.
- Shahrour, M. H., Rohani, A., Wojewodzki, M., & Tran, D. V. (2024). Carbon Performance and Financial Performance: How R&D Makes a Difference Pre-and Post-Paris Accord. *International Journal of Finance & Economics*.
- Wu, Y., Yatim, P., & Ngan, S. L. (2023). Environmental, social and governance (esg) performance, financial constraints, and corporate value: a quantile regression analysis of chinese listed firms (CLFS). *International Journal of Economics and Finance Studies*, 15(3), 534-551.
- Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286-300.
- Yu, E. P. Y., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987-1004.