CẤU TRÚC VỐN VÀ ƯU TIÊN CHIẾN LƯỢC ESG TRONG DOANH NGHIỆP VIỆT NAM: MỘT TRAO ĐỔI TỪ GÓC NHÌN TÀI CHÍNH BỀN VỮNG

ThS. Dương Thị Hương Liên*

Trong bối cảnh phát triển bền vững trở thành yêu cầu ngày càng rõ nét đối với doanh nghiệp, vấn đề đặt ra không chỉ là doanh nghiệp có công bố hay theo đuổi ESG hay không, mà là doanh nghiệp lựa chọn ưu tiên ESG nào trong điều kiện nguồn lực tài chính hữu hạn. Bài viết trao đổi về mối liên hệ giữa cấu trúc vốn và chiến lược bền vững của doanh nghiệp Việt Nam, tập trung vào ba nguồn tài trợ cơ bản: vốn chủ sở hữu, nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Trên cơ sở tổng hợp các tiếp cận của lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng, lý thuyết đại diện, lý thuyết các bên liên quan và cách tiếp cận dựa trên nguồn lực, bài viết cho rằng cấu trúc vốn không chỉ là quyết định tài chính, mà còn là cơ chế định hướng năng lực thực thi chiến lược ESG. Vốn chủ sở hữu có thể tạo dư địa cho các dự án dài hạn; nợ ngắn hạn thường thúc đẩy các mục tiêu có khả năng tạo kết quả nhanh; trong khi nợ dài hạn phù hợp hơn với các dự án môi trường và quản trị có cường độ vốn lớn. Từ đó, bài viết đề xuất sử dụng phương pháp phân tích thứ bậc AHP như một công cụ tham khảo để lượng hóa ưu tiên ESG trong điều kiện dữ liệu công bố còn chưa đồng nhất ở Việt Nam.

• Từ khóa: *cấu trúc vốn; ESG; chiến lược bền vững; doanh nghiệp Việt Nam; AHP; tài chính bền vững.*

In the context where sustainable development is becoming an increasingly important requirement for businesses, the key issue is no longer whether firms disclose or pursue ESG practices, but rather which ESG priorities they choose under conditions of limited financial resources. This article discusses the relationship between capital structure and sustainable strategy in Vietnamese enterprises, focusing on three main financing sources: equity, short-term debt, and long-term debt. Based on the synthesis of trade-off theory, pecking order theory, agency theory, stakeholder theory, and the resource-based view, the article argues that capital structure is not merely a financial decision but also a mechanism shaping the capability to implement ESG strategies. Equity financing may provide flexibility for long-term projects; short-term debt often encourages objectives capable of generating rapid outcomes; whereas long-term debt is more suitable for environmental and governance projects with high capital intensity. Accordingly, the article proposes the Analytic Hierarchy Process (AHP) as a reference tool to quantify ESG priorities in the context of inconsistent disclosure data in Vietnam.

• Key words: *capital structure; ESG; sustainable strategy; Vietnamese enterprises; AHP; sustainable finance.*

Ngày nhận bài: 20/3/2026
Ngày gửi phản biện: 28/4/2026
Ngày duyệt đăng: 11/5/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i314.32

1. Đặt vấn đề

Trong những năm gần đây, ESG, bao gồm môi trường, xã hội và quản trị, đã chuyển từ một khái niệm gắn với trách nhiệm xã hội doanh nghiệp sang một tiêu chí quan trọng trong đánh giá năng lực cạnh tranh dài hạn. Với doanh nghiệp Việt Nam, áp lực này đến từ nhiều phía: yêu cầu của nhà đầu tư, chuẩn mực công bố thông tin, xu hướng tín dụng xanh, chuỗi cung ứng quốc tế và nhu cầu nâng cao chất lượng quản trị. Tuy nhiên, thực tế cũng cho thấy nhiều doanh nghiệp mới dừng lại ở mức nhận thức hoặc công bố thông tin rời rạc, trong khi việc biến ESG thành một chiến lược có nguồn lực tài chính ổn định vẫn còn nhiều hạn chế.

Một vấn đề cần được thảo luận là: doanh nghiệp nên nhìn nhận cấu trúc vốn như thế nào trong quá trình lựa chọn và thực thi chiến lược ESG? Câu hỏi này quan trọng bởi các mục tiêu ESG thường có thời hạn hoàn vốn khác nhau. Đầu tư năng lượng tái tạo, giảm phát thải khí nhà kính, chuyển đổi công nghệ sạch hay xây dựng hệ thống quản trị rủi ro đòi hỏi nguồn lực dài hạn. Ngược lại, một số cải thiện về hiệu quả năng lượng, điều kiện lao động hoặc tuân thủ công bố thông tin có thể tạo tác động nhanh hơn. Nếu cấu trúc vốn thiên lệch về nợ ngắn hạn, doanh nghiệp có thể ưu tiên các mục tiêu dễ đo lường và có lợi ích trước mắt; nếu có nền tảng vốn chủ sở hữu hoặc nợ dài hạn phù hợp, doanh nghiệp có thêm điều kiện theo đuổi các mục tiêu bền vững có tính chiến lược.

Bài viết này không trình bày kết quả định lượng mới, mà được thiết kế như một bài trao đổi học thuật

** Trường ĐH Kinh tế và Quản trị kinh doanh Thái Nguyên; email: huonglienkt@tueba.edu.vn*

nhằm gợi mở một hướng tiếp cận: cần xem cấu trúc vốn là một nhân tố chiến lược ảnh hưởng đến cách doanh nghiệp Việt Nam ưu tiên các mục tiêu ESG. Cách đặt vấn đề này giúp bổ sung cho các nghiên cứu trước vốn thường xem ESG là một chỉ tiêu tổng hợp, hoặc chỉ tập trung vào mối quan hệ giữa công bố ESG và hiệu quả tài chính.

2. Cơ sở lý thuyết và vấn đề cần trao đổi

Về phương diện tài chính doanh nghiệp, cấu trúc vốn phản ánh tỷ trọng giữa vốn chủ sở hữu và nợ trong việc tài trợ cho hoạt động kinh doanh. Theo lý thuyết đánh đổi, doanh nghiệp lựa chọn mức nợ tối ưu bằng cách cân bằng lợi ích lá chắn thuế với chi phí kiệt quệ tài chính (Modigliani & Miller, 1958; Harris & Raviv, 1991). Theo lý thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp thường ưu tiên nguồn vốn nội bộ, sau đó mới sử dụng nợ và cuối cùng mới phát hành thêm vốn chủ sở hữu khi chi phí bất cân xứng thông tin trở nên đáng kể (Myers & Majluf, 1984). Các lý thuyết này giải thích khá tốt động cơ lựa chọn vốn, nhưng chưa làm rõ đầy đủ việc nguồn vốn khác nhau có thể định hình ưu tiên bền vững khác nhau.

Khi gắn với ESG, cấu trúc vốn cần được hiểu rộng hơn một bài toán chi phí vốn. Nợ có thể tạo kỷ luật tài chính và tăng áp lực giám sát từ chủ nợ, qua đó thúc đẩy minh bạch, quản trị rủi ro và tuân thủ (Jensen & Meckling, 1976). Tuy nhiên, đòn bẩy cao cũng làm giảm linh hoạt tài chính, khiến doanh nghiệp khó theo đuổi các dự án môi trường và xã hội có thời hạn thu hồi vốn dài. Vốn chủ sở hữu giảm áp lực trả nợ định kỳ và có thể hỗ trợ các dự án đổi mới xanh, phát triển cộng đồng hoặc đào tạo nhân lực, nhưng hiệu quả của vốn chủ sở hữu vẫn phụ thuộc vào chất lượng quản trị và định hướng dài hạn của cổ đông.

Lý thuyết các bên liên quan giúp mở rộng cách hiểu trên. Doanh nghiệp không chỉ chịu trách nhiệm với cổ đông mà còn với người lao động, khách hàng, nhà cung cấp, cộng đồng, cơ quan quản lý và chủ nợ (Freeman, 1984). Do đó, quyết định tài trợ vốn cũng có thể là một tín hiệu về mức độ cam kết của doanh nghiệp đối với phát triển bền vững. Tương tự, cách tiếp cận dựa trên nguồn lực nhấn mạnh rằng năng lực tài chính, năng lực quản trị và năng lực học hỏi của tổ chức là điều kiện để chuyển hóa cam kết ESG thành hành động thực chất (Barney, 1991).

Điểm đáng chú ý là bối cảnh Việt Nam có những đặc thù riêng. Thị trường vốn đang phát triển, chi phí huy động vốn không đồng đều giữa các nhóm doanh nghiệp, chuẩn mực công bố ESG chưa thật sự thống nhất và khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn còn khác biệt theo quy mô, ngành nghề và mức độ minh bạch. Vì vậy, việc áp dụng máy móc kết quả nghiên cứu từ thị trường phát triển có thể chưa phản ánh đúng thực tiễn của doanh nghiệp Việt Nam.

3. Cấu trúc vốn như một cơ chế định hướng ưu tiên ESG

Thứ nhất, vốn chủ sở hữu có xu hướng phù hợp với các mục tiêu ESG mang tính dài hạn và có độ bất định cao. Các dự án như đầu tư năng lượng tái tạo, đổi mới công nghệ xanh, phát triển cộng đồng, nâng cao minh bạch và trách nhiệm giải trình thường cần thời gian để tạo kết quả. Do không chịu áp lực trả nợ định kỳ, vốn chủ sở hữu tạo ra biên độ linh hoạt cho ban lãnh đạo trong việc thử nghiệm và duy trì các sáng kiến bền vững. Tuy nhiên, giả định này chỉ đúng khi cổ đông chấp nhận tầm nhìn dài hạn; nếu áp lực lợi nhuận ngắn hạn chi phối, vốn chủ sở hữu cũng có thể không dẫn tới ưu tiên ESG thực chất.

Thứ hai, nợ ngắn hạn thường gắn với yêu cầu thanh khoản và khả năng hoàn trả nhanh. Trong điều kiện đó, doanh nghiệp có thể ưu tiên các hoạt động ESG tạo tác động trước mắt như tiết kiệm năng lượng, cải thiện điều kiện làm việc để giữ chân lao động, hoàn thiện hồ sơ tuân thủ hoặc tăng chất lượng công bố thông tin. Đây không phải là lựa chọn tiêu cực, bởi các cải thiện nhỏ nhưng liên tục cũng có ý nghĩa trong quá trình chuyển đổi bền vững. Vấn đề là nếu doanh nghiệp phụ thuộc quá nhiều vào nợ ngắn hạn, các dự án môi trường và xã hội có thời gian thu hồi vốn dài dễ bị trì hoãn.

Thứ ba, nợ dài hạn có thể hỗ trợ các dự án ESG có cường độ vốn lớn, nhất là các dự án giảm phát thải, cải tiến dây chuyền sản xuất, xử lý chất thải, quản trị rủi ro và tuân thủ pháp lý. Ưu điểm của nợ dài hạn là thời hạn tài trợ tương thích hơn với vòng đời của tài sản và dự án. Đồng thời, sự hiện diện của chủ nợ dài hạn cũng có thể làm tăng yêu cầu về minh bạch, quản trị rủi ro và báo cáo định kỳ. Tuy nhiên, nợ dài hạn chỉ phát huy vai trò tích cực khi doanh nghiệp kiểm soát được dòng tiền và sử dụng vốn đúng mục tiêu; nếu không, gánh nặng lãi vay sẽ làm suy yếu chính năng lực bền vững mà doanh nghiệp muốn xây dựng.

Từ ba phân tích trên, có thể thấy cấu trúc vốn không quyết định một cách tuyến tính chất lượng ESG, nhưng có ảnh hưởng đến thứ tự ưu tiên, mức độ cam kết và khả năng duy trì chiến lược bền vững. Vì vậy, cần chuyển trọng tâm thảo luận từ câu hỏi "nợ hay vốn chủ sở hữu tốt hơn cho ESG?" sang câu hỏi "nguồn vốn nào phù hợp với loại mục tiêu ESG nào, trong điều kiện doanh nghiệp nào?"

4. Gợi ý vận dụng AHP trong đánh giá ưu tiên ESG

Một khó khăn lớn trong nghiên cứu ESG tại Việt Nam là dữ liệu công bố còn thiếu đồng nhất. Nếu chỉ sử dụng mô hình hồi quy với chỉ tiêu ESG tổng hợp, nhà nghiên cứu có thể bỏ qua sự khác biệt giữa các mục tiêu cụ thể. Chẳng hạn, một doanh nghiệp có thể làm tốt quản trị công bố thông tin nhưng chưa đầu tư đáng kể cho giảm phát thải; doanh nghiệp khác có thể chú trọng

phúc lợi lao động nhưng chưa hoàn thiện quản trị rủi ro. Do đó, cần một công cụ cho phép đánh giá nhiều tiêu chí và phản ánh phán đoán chuyên gia trong điều kiện dữ liệu chưa hoàn chỉnh.

Phương pháp phân tích thứ bậc AHP của Saaty là một gợi ý phù hợp. Về nguyên tắc, AHP chia vấn đề phức hợp thành các cấp: mục tiêu tổng quát, tiêu chí, tiêu chí thành phần và phương án so sánh (Saaty, 2008). Trong bài toán cấu trúc vốn - ESG, cấp thứ nhất có thể là mục tiêu lựa chọn ưu tiên chiến lược bền vững; cấp thứ hai gồm ba nhóm ESG; cấp thứ ba gồm các tiêu chí cụ thể như giảm phát thải khí nhà kính, hiệu quả năng lượng, quản lý nước, giảm rác thải, đầu tư năng lượng tái tạo, điều kiện lao động, bình đẳng giới, phát triển cộng đồng, đào tạo nhân viên, minh bạch, hiệu quả hội đồng quản trị, quản trị rủi ro và tuân thủ. Các phương án so sánh có thể là vốn chủ sở hữu, nợ ngắn hạn và nợ dài hạn.

Ưu điểm của AHP là buộc chuyên gia phải so sánh cặp đôi giữa các tiêu chí, từ đó tạo ra trọng số tương đối và kiểm tra mức độ nhất quán của đánh giá. Kết quả AHP không nên được hiểu như một kết luận tuyệt đối, mà nên được dùng như một bản đồ ưu tiên để hỗ trợ đối thoại giữa nhà quản trị tài chính, bộ phận phát triển bền vững, nhà đầu tư và cơ quan quản lý. Trong bối cảnh Việt Nam, AHP đặc biệt hữu ích khi doanh nghiệp chưa có hệ thống dữ liệu ESG đủ dài để phân tích định lượng sâu.

Bảng 1. Gợi ý liên kết giữa nguồn vốn và ưu tiên ESG

Nguồn vốn	Ưu tiên ESG có thể phù hợp	Lưu ý quản trị
Vốn chủ sở hữu	Dự án dài hạn: năng lượng tái tạo, đổi mới xanh, phát triển cộng đồng, minh bạch và trách nhiệm giải trình.	Cần định hướng cổ đông dài hạn và cơ chế giám sát tránh đầu tư hình thức.
Nợ ngắn hạn	Mục tiêu tạo kết quả nhanh: hiệu quả năng lượng, cải thiện điều kiện lao động, tuân thủ và công bố thông tin.	Tránh phụ thuộc quá mức vì có thể làm giảm khả năng đầu tư bền vững dài hạn.
Nợ dài hạn	Dự án có cường độ vốn lớn: giảm phát thải, xử lý chất thải, nâng cấp công nghệ, quản trị rủi ro.	Cần kiểm soát dòng tiền, mục đích sử dụng vốn và nghĩa vụ báo cáo với chủ nợ.

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

5. Hàm ý đối với doanh nghiệp và chính sách

Đối với doanh nghiệp, hàm ý đầu tiên là cần tích hợp kế hoạch ESG vào kế hoạch vốn. Các dự án ESG không nên được xem là hoạt động phụ thuộc vào ngân sách còn dư, mà cần được xác định nguồn tài trợ ngay từ giai đoạn hoạch định chiến lược. Doanh nghiệp có thể phân loại mục tiêu ESG theo thời hạn thu hồi vốn, mức độ rủi ro, cường độ vốn và tác động đối với các bên liên quan để lựa chọn cấu trúc tài trợ phù hợp.

Hàm ý thứ hai là cần tránh hai cực đoan: hoặc coi ESG như chi phí tuân thủ tối thiểu, hoặc coi ESG như khẩu hiệu truyền thông tách rời khỏi năng lực tài chính. Một chiến lược ESG đáng tin cậy phải trả lời được câu hỏi nguồn lực đến từ đâu, dòng tiền hỗ trợ ra sao và trách nhiệm giải trình được thiết kế như thế nào. Khi cấu trúc vốn được thiết kế hợp lý, ESG có thể trở thành yếu tố nâng cao năng lực tiếp cận vốn, giảm rủi ro và củng cố niềm tin của nhà đầu tư.

Đối với cơ quan quản lý và thị trường vốn, cần tiếp tục hoàn thiện khung công bố thông tin bền vững theo hướng dễ áp dụng, có lộ trình và có khả năng so sánh. Bên cạnh yêu cầu công bố, cần khuyến khích các công cụ tài chính xanh như trái phiếu xanh, tín dụng liên kết bền vững hoặc ưu đãi cho dự án giảm phát thải. Với doanh nghiệp nhỏ và vừa, hỗ trợ kỹ thuật về đo lường, báo cáo và kiểm toán thông tin ESG cũng quan trọng không kém hỗ trợ tài chính.

Đối với nhà đầu tư, việc đánh giá doanh nghiệp nên kết hợp giữa chỉ tiêu tài chính và chất lượng ưu tiên ESG. Một doanh nghiệp có đòn bẩy tài chính thấp chưa chắc đã bền vững nếu thiếu chiến lược ESG rõ ràng; ngược lại, doanh nghiệp sử dụng nợ ở mức hợp lý vẫn có thể tạo giá trị bền vững nếu nguồn vốn được gắn với dự án môi trường, xã hội và quản trị có khả năng đo lường.

Kết luận

Cấu trúc vốn và ESG cần được thảo luận như hai mặt của một quyết định chiến lược. Trong bối cảnh Việt Nam, nơi thị trường vốn đang phát triển và thực hành ESG còn chưa đồng đều, cách thức doanh nghiệp kết hợp vốn chủ sở hữu, nợ ngắn hạn và nợ dài hạn có thể ảnh hưởng đáng kể đến việc lựa chọn, triển khai và duy trì các mục tiêu bền vững. Vốn chủ sở hữu tạo dư địa cho các dự án dài hạn; nợ ngắn hạn phù hợp hơn với cải thiện nhanh và mục tiêu vận hành; nợ dài hạn có thể hỗ trợ các dự án ESG có cường độ vốn lớn và yêu cầu quản trị chặt chẽ.

Bài viết đề xuất nhìn nhận AHP như một công cụ hỗ trợ thảo luận chính sách và quản trị doanh nghiệp, đặc biệt trong điều kiện dữ liệu ESG chưa hoàn thiện. Về lâu dài, các nghiên cứu tiếp theo có thể kết hợp AHP với dữ liệu tài chính, dữ liệu công bố bền vững và phỏng vấn chuyên gia để kiểm định sâu hơn mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và ưu tiên ESG theo ngành, quy mô doanh nghiệp và mức độ trưởng thành của hệ thống quản trị.

Tài liệu tham khảo:

Al Amosh, H., & Khatib, S. F. A. (2021). Corporate governance and voluntary disclosure of sustainability performance: The case of ESG reporting. Journal of Sustainable Finance & Investment.

Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. Journal of Management, 17(1), 99-120.

Freeman, R. E. (1984). Strategic management: A stakeholder approach. Pitman.

Global Reporting Initiative. (2021). GRI standards. Global Reporting Initiative.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. Journal of Finance, 46(1), 297-355.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic Review, 48(3), 261-297.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13(2), 187-221.

Nguyen, N. V. L., Hung, D. N., & Binh, T. Q. (2022). Relationship between sustainability reporting and firm's value: Evidence from Vietnam. Cogent Business & Management, 9(1), Article 2082014. https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2082014

Nguyen, P.-H., Nguyen, L.-A. T., Pham, H.-A. T., & Pham, M.-A. T. (2023). Breaking ground in ESG assessment: Integrated DEA and MCDM framework with spherical fuzzy sets for Vietnam's wire and cable sector. Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity, 9(3), Article 100136. https://doi.org/10.1016/j.joitmc.2023.100136

Saaty, T. L. (2008). Decision making with the analytic hierarchy process. International Journal of Services Sciences, 1(1), 83-98.

Tran, T. L. A., Nguyen, T. N. D., Bui, T. T. L., & Tran, V. H. (2024). Factors affecting the disclosure of ESG information: An experimental study at Vietnamese commercial banks. Data and Metadata, 3, Article 378. https://doi.org/10.56294/dm2024.378

United Nations. (2015). Transforming our world: The 2030 agenda for sustainable development. United Nations.