KIỂM ĐỊNH VAI TRÒ CỦA THỰC HÀNH ESG ĐỐI VỚI HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP MÔI TRƯỜNG NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

TS. Đoàn Thục Quyên[1]

Nghiên cứu này xây dựng khung chấm điểm ESG dựa trên các thang đo quốc tế, điều chỉnh phù hợp với doanh nghiệp (DN) môi trường tại Việt Nam, và đưa điểm ESG vào mô hình hồi quy cùng các biến tài chính (CS, AT, FA, QR, RG) và biến kiểm soát (AGE, lnSZ) để phân tích sức sinh lời trên vốn chủ (ROE) của 19 doanh nghiệp môi trường niêm yết giai đoạn 2020-2024. Kết quả cho thấy ROE liên quan với nhiều biến, nhưng chỉ FA tác động tiêu cực rõ ràng. Mô hình Fixed Effects được lựa chọn qua kiểm định Hausman, sau đó GLS được áp dụng để khắc phục heteroskedasticity và tự tương quan. Nghiên cứu nhấn mạnh đặc thù ngành môi trường - vốn đầu tư lớn, chi phí vận hành và khấu hao cao - khiến tỷ lệ tài sản cố định (TSCĐ) ảnh hưởng lớn tới hiệu quả sinh lời, còn tác động ESG chưa hiện rõ trong ngắn hạn.

• Từ khóa: *ESG; hiệu quả tài chính; ROE; doanh nghiệp môi trường.*

This study constructs an ESG scoring framework based on international scales, adjusted for environmental enterprises in Vietnam, and incorporates ESG scores into a regression model alongside financial variables (CS, AT, FA, QR, RG) and control variables (AGE, lnSZ) to analyze the Return on Equity (ROE) of 19 listed environmental firms from 2020 to 2024. The results indicate that while ROE is related to several variables, only Fixed Assets (FA) show a clear negative impact. The Fixed Effects model was selected via the Hausman test, followed by the application of Generalized Least Squares (GLS) to address heteroskedasticity and autocorrelation. The research highlights the specific characteristics of the environmental sector characterized by massive capital investment, high operating costs, and significant depreciation where fixed asset ratio determines profitability, while the impact of ESG has not yet manifested clearly in the short term.

• Key words: *ESG; financial performance; ROE; environmental enterprises.*

Ngày nhận bài: 29/4/2026
Ngày gửi phản biện: 27/5/2026
Ngày duyệt đăng: 08/6/2026
DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i315.45

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh DN toàn cầu theo đuổi lợi nhuận song song phát triển bền vững, các yếu tố Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) ngày càng trở thành trọng tâm chiến lược (Nguyen & La, 2025). Tuy ESG được xem là động lực tạo giá trị dài hạn, mối quan hệ giữa ESG và hiệu suất tài chính vẫn gây tranh luận do kết quả thực nghiệm không đồng nhất. Một số nghiên cứu chỉ ra tác động tích cực, chẳng hạn các sáng kiến môi trường như quản lý chất thải và tái chế có thể mang lại lợi ích tài chính rõ rệt (Gull et al 2022). Tuy nhiên, tác động này mang tính điều kiện: đầu tư môi trường chỉ cải thiện năng suất và lợi ích tài chính đáng kể ở các công ty có cường độ vốn cao (Nguyen et al 2021). Điều này cho thấy ảnh hưởng của ESG phụ thuộc vào đặc điểm DN, đặc biệt là cơ cấu vốn và loại hình đầu tư.

Tuy nhiều nghiên cứu quốc tế đã thảo luận rộng rãi về ESG và hiệu suất tài chính, bằng chứng thực nghiệm dành riêng cho DN môi trường tại Việt Nam còn hạn chế. Đây lại là nhóm chịu chi phí tuân thủ cao, đầu tư công nghệ sạch và áp lực minh bạch thông tin, nên ESG có thể tác động trực tiếp đến chi phí và ROE, cần đánh giá ROE dưới mô hình tổng hợp, kiểm soát ESG cùng các chỉ tiêu tài chính vi mô.

Nghiên cứu xây dựng thang điểm ESG phù hợp DN môi trường Việt Nam và đưa vào mô hình phân tích ROE của 19 DN niêm yết giai đoạn 2020-2024. Nghiên cứu kỳ vọng đóng góp hai điểm: (1) cung cấp thang đo ESG phù hợp bối cảnh Việt Nam hướng tới Net zero; (2) bổ sung bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố quyết định ROE, hỗ trợ hoạch định chính sách và chiến lược tài chính cho DN.

[1] *Trường Đại học Công đoàn; email: quyendt@dhcd.edu.vn*

2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết

2.1. Tác động của Thực hành ESG lên Khả năng sinh lời (ROE)

Mối quan hệ giữa thực hành ESG và hiệu quả tài chính vẫn tồn tại hai luồng quan điểm trái chiều. Một mặt, thực hiện tốt ESG giúp doanh nghiệp nâng cao uy tín, giảm thiểu rủi ro phi tài chính và tối ưu hóa chi phí vốn, từ đó cải thiện ROE (Siddiqui et al., 2024). Ngược lại, lý thuyết chi phí thặng dư chỉ ra rằng đầu tư ESG đòi hỏi gánh nặng chi phí lớn trong ngắn hạn; tại các thị trường mới nổi như Việt Nam, chi phí này thường tăng nhanh hơn doanh thu (Nguyen & La, 2025). Đối với các doanh nghiệp môi trường niêm yết nhóm ngành thâm dụng vốn cố định và chịu ràng buộc pháp lý nghiêm ngặt chi phí tuân thủ ESG tạo ra sự đánh đổi rõ rệt với mục tiêu sinh lời hiện tại. Do đó, nghiên cứu này kỳ vọng ROE sẽ chịu áp lực tiêu cực từ các chi phí ngắn hạn phát sinh trong quá trình triển khai ESG.

H1: ESG ảnh hưởng tiêu cực đến ROE

***2.2. Tác động của Cơ cấu Vốn lên* ROE**

Sử dụng nợ hợp lý giúp tài trợ dự án tăng trưởng, tận dụng lá chắn thuế và cải thiện ROE (Ben Moussa & Hedfi, 2023; Permada & Sari, 2024). Tuy nhiên, theo Lý thuyết Đánh đổi, nợ vượt ngưỡng tối ưu làm tăng chi phí lãi vay và rủi ro vỡ nợ, giảm giá trị DN và ROE (Sihombing et al., 2025). Với DN môi trường tại Việt Nam, vốn đầu tư lớn và biến động chi phí cao khiến rủi ro tín dụng có thể vượt lợi ích. Nghiên cứu này theo giả thuyết rằng mức đòn bẩy hiện tại trong ngành môi trường niêm yết tiềm ẩn rủi ro tài chính lớn hơn lợi ích tiềm năng.

H2: Cơ cấu vốn (CS) ảnh hưởng tiêu cực đến ROE

2.3. Tác động của Vòng quay Tài sản (AT) lên ROE

Theo mô hình DuPont, AT là một trong ba nhân tố chính cấu thành ROE, tối đa hóa lợi nhuận từ tài sản hiện có (Soliman, 2008), và các nghiên cứu thực nghiệm cũng ghi nhận tác động tương tự (Effendie et al., 2022). Tuy nhiên, mối quan hệ này không luôn thuận chiều: Amor-Tapia & Tascón Fernández (2014) chỉ ra AT ảnh hưởng khác nhau tùy mức chênh lệch so với trung bình ngành, còn Samara & Alsawalhah (2021) ghi nhận AT không có tác động thống kê, gợi ý rằng biên lợi nhuận hay đòn bẩy có thể chi phối ROE nhiều hơn. Dù vậy, dựa trên lý thuyết và tầm quan trọng của tối ưu hóa tài sản, nghiên cứu vẫn ưu tiên giả thuyết rằng quản lý tài sản hiệu quả cải thiện ROE, đặc biệt ở DN có TSCĐ lớn.

H3: Vòng quay Tài sản (AT) ảnh hưởng tích cực đến ROE

2.4. Tác động của Tỷ lệ tài sản Cố định trên Tổng Tài sản (FA) lên ROE

Nghiên cứu của Sasmiharti (2023) tại Indonesia cho thấy đầu tư vào TSCĐ có tác động tích cực đến lợi nhuận nhờ tăng năng lực sản xuất và tối ưu hóa hiệu suất vận hành. Tuy nhiên, tỷ lệ FA cao cũng làm tăng chi phí khấu hao, gây áp lực lên lợi nhuận và giảm tính linh hoạt của DN trước thay đổi thị trường hoặc công nghệ (Lin, 2022). Đối với các DN ngành môi trường hoặc công nghiệp nặng, đầu tư vào FA là bắt buộc và chiến lược, dựa trên đặc thù thâm dụng vốn của ngành và luận điểm rằng quản lý FA hiệu quả hỗ trợ tăng trưởng năng lực và hiệu suất, nghiên cứu này thiết lập giả thuyết về tác động của FA lên khả năng sinh lời.

H4: Tỷ lệ Tài sản Cố định trên Tổng Tài sản (FA) ảnh hưởng tích cực đến ROE

2.5. Tác động của Khả năng Thanh toán nhanh (*QR*) lên ROE

Tỷ lệ QR cao cho thấy DN có đủ nguồn lực để đáp ứng nghĩa vụ tài chính tức thời, chống chịu trước các cú sốc dòng tiền và nắm bắt các cơ hội đầu tư bất ngờ, qua đó có thể cải thiện khả năng sinh lời (Effendie et al., 2022). Tuy nhiên, Permada và Sari (2024) lại cho thấy tỷ số thanh toán hiện hành (CR) không tạo ra tác động đáng kể lên ROE, hàm ý rằng thanh khoản cao không phải lúc nào cũng đồng nghĩa với hiệu quả. Trong một số trường hợp, việc duy trì thanh khoản vượt mức khiến DN bỏ lỡ các khoản đầu tư mang lại lợi nhuận cao hơn. Đối với DN môi trường - vốn chịu áp lực chi phí vận hành và tuân thủ pháp lý lớn - duy trì thanh khoản hợp lý là điều cần thiết, nghiên cứu này kỳ vọng tác động tích cực của QR đối với ROE.

H5: Khả năng Thanh toán nhanh (QR) ảnh hưởng tích cực đến ROE

2.6. Tác động của Tăng trưởng Doanh thu (RG) lên ROE

Doanh thu tăng thường đi kèm với cải thiện hiệu quả hoạt động và lợi nhuận ròng, từ đó kỳ vọng tạo ra tác động tích cực đến ROE (Sumilat et al., 2023). Tuy vậy, tốc độ tăng trưởng cao không phải lúc nào cũng đồng nghĩa với khả năng sinh lời tốt hơn. Việc mở rộng thị trường thường kéo theo chi phí bán hàng, marketing hoặc R&D lớn, gây suy giảm biên lợi nhuận, đặc biệt trong giai đoạn đầu tư. Vì vậy, tác động của RG có thể mang hai chiều và nhiều nghiên cứu thậm chí không tìm thấy ảnh hưởng đáng kể đến ROE (Muhani et al., 2022). Nghiên cứu giả định rằng

giai đoạn 2020-2024 là thời kỳ các DN môi trường niêm yết đã kiểm soát tốt chi phí mở rộng, giúp tăng trưởng doanh thu có khả năng tác động tích cực đến ROE.

H6: Tăng trưởng Doanh thu (RG) ảnh hưởng tích cực đến ROE

2.7. Tác động của Tuổi Doanh nghiệp (AGE) lên ROE

Tuổi DN (AGE) là biến kiểm soát quan trọng, thường kỳ vọng tác động tích cực đến ROE nhờ kinh nghiệm, kiến thức tích lũy và sự ổn định hoạt động; các công ty lâu đời có thể tối ưu hóa quy trình, giảm sai sót và nâng cao uy tín (Ilaboya & Ohiokha, 2016). Tuy nhiên, một số nghiên cứu, như Rahman & Liu (2021) tại Trung Quốc, ghi nhận mối quan hệ tiêu cực, phù hợp giả thuyết "Quán tính cấu trúc" khi tuổi công ty làm giảm linh hoạt và gia tăng cứng nhắc. Trong các ngành nhạy cảm môi trường, tuổi đời lâu giúp tích lũy bí quyết công nghệ, hiểu quy định pháp luật và xây dựng mối quan hệ tin cậy với cơ quan quản lý. Nghiên cứu giả định AGE có tác động tích cực đến ROE.

H7: Tuổi Doanh nghiệp (AGE) ảnh hưởng tích cực đến ROE

2.8. Tác động của Quy mô Doanh nghiệp (LnSize) lên ROE

Phần lớn các nghiên cứu ủng hộ mối quan hệ tích cực vì các công ty lớn được hưởng lợi thế nhờ kinh tế quy mô, chi phí đơn vị thấp hơn, khả năng đàm phán vượt trội (Ben Moussa & Hedfi, 2023). Tuy nhiên, một số nghiên cứu cho rằng quy mô quá lớn có thể dẫn đến tính kém linh hoạt và chi phí quản lý cao, làm giảm hiệu quả (Jensen & Meckling, 1976). Trong bối cảnh ngành môi trường đòi hỏi vốn đầu tư lớn để thực hiện ESG, vai trò của quy mô có thể coi là đáng kể, nghiên cứu này đưa ra giả thuyết:

H8: Quy mô doanh nghiệp (LnSize) ảnh hưởng tích cực đến ROE

3. Phương pháp và dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy đa biến để đánh giá tác động của các yếu tố tài chính và chỉ số ESG đến hiệu quả DN, cụ thể là ROE. Dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính, báo cáo thường niên và báo cáo phát triển bền vững của 19 DN môi trường niêm yết Việt Nam giai đoạn 2020-2024, tổng cộng 95 quan sát (panel data). Các biến nghiên cứu bao gồm các chỉ số tài chính từ báo cáo DN (bảng 1) và điểm ESG được xây dựng riêng, dựa trên bộ tiêu chí tổng hợp, điều chỉnh phù hợp đặc thù ngành môi trường Việt Nam (hình 1).

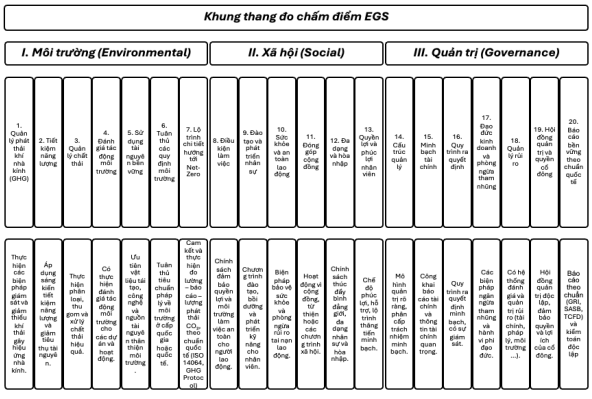
Bảng 1. Các biến trong mô hình hồi quy

STT			Tên biến	Cách đo lường	Ký hiệu	Nghiên cứu liên quan	Kỳ vọng
1	Biến phụ thuộc	Hiệu quả tài chính	Sức sinh lời trên vốn chủ	Lợi nhuận sau thuế / Vốn CSH bình quân	ROE		
2	Biến độc lập	Tài chính	Cơ cấu vốn	Tổng nợ / Tổng tài sản	CS	Permada & Sari (2024);	(-)
3			Vòng quay tài sản	Doanh thu thuần / Tổng tài sản	AT	Samara & Alsawalhah (2021)	(+)
4			Tỷ lệ TSCĐ	TSCĐ / Tổng tài sản	FA	Lin (2022)	(+)
5			Khả năng thanh toán nhanh	(TSNH - Hàng tồn kho) / Nợ ngắn hạn	QR	Effendie et al. (2022);	(+)
6			Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	(DTt - DTt-1) / DTt-1	RG	Sumilat et al. (2023)	(+)
7		ESG	Điểm ESG	Tổng điểm ESG theo bộ tiêu chí	ESG	Siddiqui et al. (2024)	(-)
8		Đặc điểm DN	Quy mô công ty	ln(Tổng tài sản)	lnSZ	Ben Moussa & Hedfi (2023)	(+)
9			Tuổi đời công ty	Số năm hoạt động	AGE	Ilaboya & Ohiokha (2016);	(+)

Nguồn: Tổng hợp từ tài liệu và khảo sát

Chỉ số ESG được xây dựng dựa trên 20 tiêu chí nhị phân (1 điểm nếu công bố thông tin trong báo cáo thường niên hoặc báo cáo phát triển bền vững, 0 điểm nếu không công bố). Hệ thống tiêu chí này được phát triển từ phương pháp luận của MSCI ESG Ratings (2024), kết hợp điều chỉnh theo đặc thù ngành môi trường Việt Nam qua các nguồn tài liệu của Climate Action Tracker (2025), Bộ Tài nguyên và Môi trường (2024), và AITCV (2024). Chi tiết các tiêu chí được thể hiện tại Hình 1.

Hình 1. Các tiêu chí chấm điểm ESG



Nguồn: Tác giả tổng hợp

Từ đó, mô hình hồi quy đề xuất như sau:

$$\mathrm{ROE}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \mathrm{AT}_{it} + \beta_2 \mathrm{FA}_{it} + \beta_3 \mathrm{QR}_{it} + \beta_4 \mathrm{RG}_{it} + \beta_5 \mathrm{CS}_{it} + \gamma\ \mathrm{ESG}_{it} + \delta_1 \ln \mathrm{SZ}_{it} + \delta_2 \mathrm{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$$

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả đánh giá chỉ số ESG

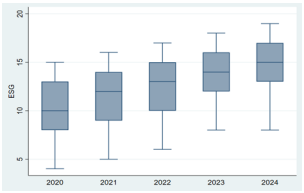
Bảng thống kê mô tả điểm ESG theo từng năm cho thấy xu hướng cải thiện rõ rệt của các DN môi trường trong giai đoạn 2020-2024 (bảng 2 và đồ thị 01, đồ thị 02)

Bảng 2. Điểm ESG theo năm

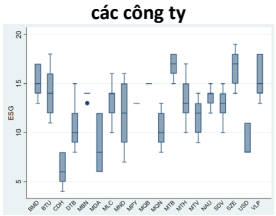
Năm	Mean	SD	Min	Max	N
2020	10.474	3.133	4	15	19
2021	11.474	3.116	5	16	19
2022	12.632	3.022	6	17	19
2023	14.158	2.609	8	18	19
2024	14.947	2.758	8	19	19
2020-2024	12.737	3.317	4	19	95

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ kết quả phần mềm Stata

Đồ thị 01. Phân bố điểm ESG theo năm



Đồ thị 02. Phân bố điểm ESG giữa các công ty



Nguồn: Tác giả tổng hợp từ kết quả phần mềm Stata

Kết quả thống kê mô tả cho thấy điểm ESG trung bình của DN tăng từ 10.474 (2020) lên 14.947 (2024), phản ánh sự cải thiện rõ rệt trong hoạt động môi trường, xã hội và quản trị. Độ lệch chuẩn giảm từ 3.133 xuống 2.758 cho thấy mức độ chênh lệch giữa các DN thu hẹp, tức các đơn vị đang tiến gần hơn về mức độ thực thi ESG. Tổng thể, giai đoạn 2020-2024 thể hiện xu hướng tăng tương đối ổn định của toàn mẫu.

Một số DN duy trì điểm ESG cao và ổn định, thể hiện qua giá trị trung bình và tối thiểu lớn, tiêu biểu là BMD, BTU, MTB, SZE và VLP, với điểm phổ biến từ 12-14 và biến động nhỏ theo thời gian. Ngược lại, các DN như CDH, DTB hay MDA có điểm trung bình thấp (khoảng 5-10) kèm sự dao động đáng kể, phản ánh việc thực hiện ESG chưa nhất quán. Sự phân hóa rõ rệt giữa nhóm dẫn đầu (BMD, SZE, VLP) và nhóm thấp điểm (CDH, DTB, MQN) cho thấy chỉ một bộ phận DN triển khai ESG hiệu quả, trong khi nhiều đơn vị vẫn tụt lại.

4.2. Kết quả mô hình hồi quy

Trước hết, bảng thống kê mô tả cung cấp thông tin tổng quan về các biến được sử dụng trong nghiên cứu (bảng 3)

Bảng 3. Bảng thống kê mô tả theo từng biến

Biến	Mean	SD	Min	Max
ROE	0.10496	0.07909	-0.27027	0.32836
CS	0.62883	0.17258	0.1391	0.91324
AT	1.14333	0.3851	0.08501	1.95276
FA	0.31496	0.16406	0.08333	0.73276
QR	2.09574	1.395	0.30303	8.2
RG	0.03966	0.16896	-0.87013	0.51282
AGE	14.94737	8.54571	3	51
ESG	12.73684	3.3173	4	19
lnSZ	4.77855	0.76826	3.55535	6.49753

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ kết quả phần mềm Stata

Kết quả mô tả (Bảng 3) cho thấy hiệu quả sinh lời (ROE) của mẫu nghiên cứu đạt trung bình 10,5% nhưng có sự phân hóa lớn giữa các doanh nghiệp. Tài sản cố định (FA) chiếm tỷ trọng cao trong cấu trúc tài sản (trung bình hơn 31%). Chỉ số ESG, tỷ số thanh toán nhanh (QR) và tăng trưởng doanh thu (RG) đều ghi nhận mức độ biến động mạnh, phản ánh tính không ổn định trong hoạt động tài chính của ngành môi trường, trong khi quy mô doanh nghiệp (lnSZ) có độ phân tán thấp. Hệ số VIF tại bảng ma trận tương quan (Bảng 4) đều nằm trong giới hạn cho phép, loại trừ khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến độc lập.

Bảng 4. Kiểm định tương quan giữa các biến

Biến	ROE	CS	AT	FA	QR	RG	AGE	ESG	lnSZ	VIF
ROE	1									
CS	-0.397**	1								2.79
AT	0.274**	-0.104	1							2.17
FA	-0.580**	0.240*	-0.438**	1						2.22
QR	-0.12	0.639**	-0.16	-0.136	1					2.77
RG	0.238*	-0.143	0.240*	-0.114	-0.292**	1				1.39
AGE	-0.307**	0.19	-0.252*	0.485**	-0.181	0.129	1			1.58
ESG	-0.260*	0.237*	-0.321**	0.043	0.095	-0.237*	0.236*	1		1.46
lnSZ	0.032	-0.163	-0.567**	0.359**	-0.18	0.084	0.222*	0.205*	1	1.86

*Ghi chú mức ý nghĩa thống kê: **: p < 0,01 (tin cậy 99%); *: p < 0,05 (tin cậy 95%).*

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ kết quả phần mềm Stata

Kết quả cho thấy ROE tương quan âm với tỷ lệ TSCĐ, cơ cấu vốn chủ sở hữu và điểm ESG, nghĩa là DN đầu tư nhiều vào FA, vốn chủ sở hữu hoặc ESG thường có lợi nhuận thấp hơn. ESG âm với hiệu quả sử dụng tài sản và tăng trưởng, nhưng dương với quy mô và tuổi DN, phản ánh DN lớn, lâu năm tập trung phát triển bền vững. Hệ số VIF dưới 5 cho thấy đa cộng tuyến không đáng kể. Kiểm định Hausman (p = 0.0144) xác nhận FEM phù hợp, sau đó mô hình được kiểm tra khuyết tật (bảng 5).

Bảng 5. Kiểm định khuyết tật mô hình

Kiểm định	H0	Thống kê	p-value	Kết luận
Modified Wald (Heteroskedasticity)	$\sigma_i^2 = \sigma^2$ cho mọi i	$\chi^2(19) = 9212.90$	0.0000	Phương sai không đồng nhất
Wooldridge (Autocorrelation)	Không có tự tương quan bậc 1	F(1,18) = 10.144	0.0051	Có tự tương quan

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ kết quả phần mềm Stata

Kết quả cho thấy p-value của cả hai kiểm định đều < 0.05, chứng tỏ mô hình FEM mắc đồng thời phương sai thay đổi và tự tương quan bậc một. Do đó, mô hình GLS được áp dụng để khắc phục các khuyết tật này (bảng 6).

Bảng 6. Kết quả Beta hồi quy GLS khắc phục 2 khuyết tật

Biến	FEM (1)	Ý nghĩa	GLS (2)	Ý nghĩa
CS	0.132		0.0139	
AT	0.127	**	0.0212	
FA	-0.0556		-0.263	***
QR	-0.00695		-0.00455	
RG	-0.0485		0.00679	
AGE	-0.0206	**	-0.00017	
ESG	0.00908		-0.0021	
lnSZ	0.0318		0.0133	
_cons	-0.0493		0.129	*

Chú ý: mức ý nghĩa thống kê (: 10%, **: 5%, ***: 1%).*

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ kết quả phần mềm Stata

Kết quả hồi quy GLS cho thấy tỷ lệ TSCĐ trên tổng tài sản (FA) là yếu tố duy nhất có tác động ổn định và

âm đến ROE ở mức ý nghĩa 1% (beta = -0.263), trong khi các biến còn lại (AT, AGE, quy mô, RG, ESG) không có ý nghĩa thống kê. Kết quả này trái ngược với giả thuyết H4 kỳ vọng ban đầu (cho rằng FA tác động thuận chiều nhờ tăng năng lực sản xuất). Sự đảo chiều này phản ánh rõ đặc thù thâm dụng vốn của ngành môi trường tại Việt Nam giai đoạn 2020-2024. Để đáp ứng các yêu cầu kỹ thuật và quy định môi trường, DN buộc phải đầu tư nguồn vốn rất lớn vào TSCĐ như nhà máy xử lý, hệ thống lò đốt và xe chuyên dụng. Việc gia tăng FA này làm phát sinh chi phí chìm, chi phí bảo trì và gánh nặng khấu hao định kỳ. Trong ngắn hạn, khi công suất nhà máy chưa được khai thác tối đa hoặc nguồn cung rác thải/nước thải đầu vào chưa ổn định, các khoản chi phí cố định này sẽ làm giảm trực tiếp lợi nhuận sau thuế, kéo ROE sụt giảm. Thêm vào đó, đặc thù ngành môi trường Việt Nam phần lớn hoạt động theo đơn đặt hàng công ích hoặc gói thầu có khung giá cố định từ ngân sách. Do đó, DN không thể chủ động tăng giá dịch vụ để bù đắp chi phí tài sản, khiến việc tăng tỷ lệ FA trong ngắn hạn mới chỉ làm tăng gánh nặng chi phí chứ chưa tạo ra doanh thu tương xứng. Phát hiện này tương đồng với nghiên cứu của Ilaboya & Ohiokha (2016) và Lin (2022) về hiện tượng áp lực chi phí vốn tại các ngành nhạy cảm môi trường.

5. Kết luận và kiến nghị

Kết luận

Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng tỷ lệ TSCĐ trên tổng tài sản (FA) là yếu tố ảnh hưởng mạnh nhất nhưng theo chiều ngược đến ROE của các DN môi trường niêm yết tại Việt Nam. Khi tỷ lệ đầu tư vào FA tăng, ROE giảm do chi phí khấu hao, bảo dưỡng và áp lực vận hành lớn, phản ánh đặc thù ngành - vốn đầu tư cao nhưng thời gian thu hồi dài. Các biến khác như khả năng thanh toán nhanh (QR), tăng trưởng doanh thu (RG), quy mô DN (lnSZ), cơ cấu vốn (CS) và điểm ESG không có ý nghĩa thống kê, cho thấy thanh khoản, mở rộng quy mô hay đầu tư bền vững chưa chuyển hóa trực tiếp thành lợi nhuận trong giai đoạn nghiên cứu. Tăng trưởng doanh thu thường đi kèm chi phí vận hành cao, trong khi ESG cần thời gian mới mang lại hiệu quả tài chính. Kết quả nhấn mạnh rằng quản lý chi phí hiệu quả và khai thác tối đa tài sản hiện có là chìa khóa nâng cao ROE.

Một số kiến nghị đối với DN môi trường Việt Nam

Trong bối cảnh ngành môi trường Việt Nam có chi phí vận hành cao, thu gom chất thải phức tạp và thời gian thu hồi vốn dài, giải pháp quan trọng nhất đối với DN là tối ưu khai thác TSCĐ (FA). DN cần xây dựng lịch vận hành linh hoạt, bảo trì dựa trên dữ liệu thực tế, sử dụng thiết bị đa năng và áp dụng công nghệ tiết kiệm năng lượng. Những giải pháp này giúp giảm chi phí trực tiếp liên quan đến FA, từ đó cải thiện ROE. Bởi các chỉ số như thanh khoản (QR) hay tăng trưởng doanh thu (RG) chưa chuyển hóa thành lợi nhuận rõ rệt, nên việc tối ưu FA được xem là hướng đi thực tế và hiệu quả nhất.

Bên cạnh đó, ESG cần được triển khai gắn với hiệu quả FA chứ không tách rời. Thay vì đầu tư dàn trải, DN nên tập trung vào các dự án bền vững giúp tiết kiệm năng lượng, tái chế rác hữu cơ, tận dụng tối đa thiết bị hiện có và giảm chi phí vận hành. Cách tiếp cận này mang lại tác động kép: vừa nâng cao ROE trong trung và dài hạn, vừa phù hợp với điều kiện ngành môi trường Việt Nam - nơi chi phí đầu tư ESG cao và hoạt động thu gom chất thải còn nhiều rủi ro.

Để quản lý chi phí hiệu quả, DN nên đo lường chi phí theo từng thiết bị, theo dõi mức khai thác FA và tối ưu hóa kế hoạch bảo trì - vận hành. Đây là chiến lược hợp lý hơn so với việc cố gắng nâng QR hoặc mở rộng RG, bởi kết quả nghiên cứu cho thấy những chỉ số đó chưa đóng góp đáng kể vào ROE. Khi DN kiểm soát tốt chi phí và khai thác FA hiệu quả, lợi nhuận sẽ cải thiện một cách bền vững dù thị trường còn mới và biến động lớn.

Tài liệu tham khảo:

AITCV (2024). Điểm ESG là gì? Hướng dẫn cách tính & lợi ích vàng cho Doanh nghiệp Bền vững. https://aitcv.ac.vn/diem-esg-la-gi-huong-dan-cach-tinh-loi-ich-vang-cho-doanh-nghiep-ben-vung/?utm

Amor-Tapia, B., & Tascón Fernández, M. T. (2014). Estimation of future levels and changes in profitability: The effect of the relative position of the firm in its industry and the operating-financing disaggregation. Revista de Contabilidad, 17(1), 30-46. https://doi.org/10.1016/j.rcsar.2013.08.002

Ben Moussa, M. A., & Hedfi, C. (2023). The impact of size on firm profitability: Case of Tunisia. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 27(6), 1-15.

Climate Action Tracker. (2025). Viet Nam. Climate Action Tracker. https://climateactiontracker.org/countries/vietnam/net-zero-targets/?utm

Effendie, J. M., Manafe, H., & Man, S. (2022). Analysis of the effect of liquidity ratios, solvency and activity on the financial performance of the company (Literature Review of corporate financial management). Dinasti International Journal of Economics Finance & Accounting, 3(5), 541-550. https://doi.org/10.38035/dijefa.v3i5.1507

Gull, A. A., Atif, M., Ahsan, T., & Derouiche, I. (2022). Does waste management affect firm performance? International evidence. Economic Modelling, 114, 105932. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.105932

Ilaboya, O. J., & Ohiokha, F. (2016). Firm age, size and profitability dynamics: A test of learning by doing and structural inertia hypotheses. Business and Management Research, 5(1), 29-39. https://doi.org/10.5430/bmr.v5n1p29

Jensen, Michael C., and William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." Journal of Financial Economics 3 (4): 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X.

Lin, Y. (2022). Fixed asset investment and enterprise performance based on the moderating effects of the nature of equity. BCP Business & Management, 21, 151-160.

Ministry of Agriculture and Environment (2024). https://en.mae.gov.vn/Pages/chi-tiet-tin-Eng.aspx?ItemID=8494&utm

MSCI.MSCI ESG Ratings Methodology (2024) https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI%2BESG%2BRatings%2BMethodology.pdf)

Muhani, M., Digdowiseiso, K., & Prameswari, K. M. (2022). The effects of sales growth, current ratio, total asset turnover, debt to asset ratio, and debt to equity ratio on the return on equity in energy and mining companies. International Journal of Finance and Accounting, 6(4), 163-172. DOI: https://doi.org/10.33258/birci.v5i1.3725

Nguyen, T. L. A., & La, T. T. T. (2025). How Firm Size and the COVID-19 Pandemic Shape the ESG-Performance Relationship in Vietnam's Manufacturing Sector. International Journal of Social Science and Human Research, 8(6), 4046-4054. https://doi.org/10.47191/ijsshr/v8-i6-14

Nguyen, T., Goh, G. G. G., & Hosseini, S. M. P. (2021). Do environmental investments for production pay off? A study in Vietnam's small and medium-sized enterprises. International Journal of Energy Economics and Policy, 11(6), 551-559. https://doi.org/10.32479/ijeep.11836

Permada, D. N. R., & Sari, P. (2024). The effect of current ratio and debt to equity ratio on return on equity at PT. Timah Tbk. Journal of Economics and Business Letters, 4(1), 43-53. https://doi.org/10.55942/jebl.v4i1.272

Rahman, M. J., & Liu, Y. (2021). Firm size, firm age, and firm profitability: Evidence from China. Journal of Accounting, Business and Management, 28(1), 101-115. https://doi.org/10.31966/jabminternational.v28i1.829

Rajagukguk, J., & Siagian, H. (2021). The effect of liquidity and total asset turnover on profitability: Research study n pharmaceutical companies in Indonesia Stock Exchange. EKONOMIS Journal of Economics and Business, 5(2), 444-448. https://doi.org/10.33087/ekonomis.v5i2.400

Sasmiharti, J. (2023). The influence of fixed asset investments, solvency on the profitability of manufacturing companies listed on the Indonesian stock exchange period 2017-2020. Finance International Journal of Management Finance, 1(2), 99-105. https://doi.org/10.62017/finance.v1i2.31

Siddiqui, O., Khan, N., & Sohail, M. K. (2024). The three ESG pillars, firm value and financial performance: A comparison of developed and emerging markets. NICE Research Journal, 17(2), 2517-987. https://doi.org/10.51239/nrjss.v17i2.446

Soliman, M. T. (2008). The use of DuPont analysis by market participants. The Accounting Review, 83(3), 823-853. https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.823

Sumilat, C. I., Soleh, E. A., Henny, & Sari, R. K. (2023). Effect of sales growth, leverage, and size on ROE during COVID-19 pandemic: Empirical study on IDX-listed property companies 2019-2021. E3S Web of Conferences, 426, 02078. https://doi.org/10.1051/e3sconf/202342602078