

CHÍNH SÁCH BÌNH ĐẲNG GIỚI CHO CỘNG ĐỒNG LGBTQ VÀ RỦI RO KHÍ HẬU: BẰNG CHỨNG TỪ CẤP ĐỘ DOANH NGHIỆP

LGBTQ-FRIENDLY FIRMS AND CLIMATE RISKS: EVIDENCE FROM FIRM-LEVEL ANALYSIS

Ngày nhận bài: 02/08/2025

Ngày nhận bản sửa: 25/11/2025

Ngày chấp nhận đăng: 27/11/2025

**Đoàn Ngọc Phi Anh, Nguyễn Mạnh Toàn, Đặng Hữu Mẫn, Hoàng Dương Việt Anh[✉],
Nguyễn Thế Doanh, Hoàng Thu Hà**

TÓM TẮT

Sử dụng bộ dữ liệu bảng gồm các công ty niêm yết tại Hoa Kỳ trong giai đoạn 2001-2021, nghiên cứu này phát hiện mối quan hệ ngược chiều giữa các chính sách bình đẳng giới cho cộng đồng LGBTQ và rủi ro khí hậu ở cấp độ doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu vẫn nhất quán trong nhiều mô hình kiểm định khác nhau; đặc biệt, tác động giảm thiểu rủi ro khí hậu của các chính sách tăng cường sự bình đẳng LGBTQ thể hiện rõ rệt hơn ở các doanh nghiệp có mức độ gắn kết giữa lương thưởng điều hành với ESG ở mức thấp. Phát hiện này gợi ý rằng các chính sách hòa nhập xã hội giúp nâng cao tính minh bạch, khả năng thích nghi của tổ chức và sức chống chịu với rủi ro khí hậu. Nghiên cứu nhấn mạnh vai trò của chính sách đa dạng và bình đẳng trong quản trị công ty trong việc giảm thiểu các thách thức môi trường dài hạn.

Từ khóa: Bình đẳng LGBTQ; Rủi ro khí hậu; ESG; Quản trị công ty; Trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp.

ABSTRACT

Using a comprehensive panel dataset of U.S.-listed firms from 2001 to 2021, this study finds a strong negative association between LGBTQ-inclusive policies and firm-level climate risk. Our findings remain robust across multiple model specifications; especially, the mitigating effect of inclusive policies is more pronounced among firms with lower levels of ESG-linked executive compensation. These results suggest that social inclusion practices enhance transparency, organizational adaptability, and environmental resilience. The study underscores the role of diversity- and inclusion-oriented corporate governance practices in mitigating long-term environmental challenges.

Keywords: LGBTQ equality; Climate risk; ESG; Corporate governance; CSR.

1. Mở đầu

Biến đổi khí hậu là một trong những thách thức lớn của thế kỷ 21, điều này đã đặt ra những mối lo ngại sâu sắc không chỉ đối với hệ sinh thái, môi trường, an ninh lương thực mà còn đối với tính bền vững của doanh nghiệp và sự ổn định của nền kinh tế toàn cầu. Hiện nay,

Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF, 2020) và Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ (SEC, 2022) đều xem biến đổi khí hậu là rủi ro trọng yếu (material risk) đối với nhà đầu tư, và đòi hỏi phải tăng cường sự minh bạch cũng như yêu cầu bắt buộc chuẩn hóa việc tiết lộ thông tin rủi ro khí hậu đối với các công ty đại chúng.

Đoàn Ngọc Phi Anh, Nguyễn Mạnh Toàn, Đặng Hữu Mẫn, Hoàng Dương Việt Anh, Hoàng Thu Hà,

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

Nguyễn Thế Doanh, Ngân hàng TMCP Đông Nam Á – Chi nhánh Lê Duẩn

✉Email: anhhdv@due.edu.vn

Rủi ro này có thể dẫn đến mất ổn định kinh tế vĩ mô và tác động trực tiếp đến sự an toàn của hệ thống tài chính. Do đó, việc tăng cường năng lực quản trị rủi ro khí hậu của doanh nghiệp ngày càng trở nên thực sự cấp thiết.

Bên cạnh các chiến lược giảm nhẹ carbon truyền thống như cắt giảm phát thải, sử dụng năng lượng tái tạo, hay áp dụng công nghệ xanh, các doanh nghiệp ngày nay còn được đánh giá dựa trên các thực hành quản trị nội bộ, đặc biệt là những chính sách liên quan đến hòa nhập xã hội và công bằng.

Trong số đó, các chính sách bình đẳng giới cho cộng đồng LGBTQ - thông qua các khuôn khổ chống phân biệt đối xử nhằm bảo vệ người lao động bất kể bản dạng giới hay xu hướng tính dục nào, đang ngày càng nhận được sự quan tâm đáng kể của các nhà nghiên cứu, nhà hoạch định chính sách và của toàn xã hội. Theo lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 1984), doanh nghiệp chú trọng đến lợi ích của *mọi nhóm* liên quan sẽ thúc đẩy sự hòa nhập, giảm xung đột và tăng hiệu quả hoạt động, từ đó tạo ra giá trị bền vững hơn. Đồng thời, lý thuyết năng lực động (Teece và cộng sự, 1997) cho rằng yếu tố nền tảng của năng lực động như môi trường tổ chức mở, văn hóa mở, quản trị linh hoạt sẽ giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng thích ứng với các biến động và thúc đẩy đổi mới. Trên cơ sở đó, các doanh nghiệp xây dựng văn hóa tổ chức theo định hướng hòa nhập và đề cao lợi ích của các bên liên quan sẽ có khả năng thích ứng linh hoạt hơn, đổi mới hiệu quả và phản ứng tốt hơn trước những biến động của môi trường kinh doanh. Tuy nhiên, cho đến nay, các bằng chứng thực nghiệm trực tiếp về mối liên hệ giữa những chính sách xã hội này và năng lực quản trị rủi ro môi trường vẫn còn khá hạn chế, đặc biệt là trong bối cảnh biến đổi khí hậu ngày càng diễn biến phức tạp và khó dự đoán. Khoảng trống này đặt ra nhu cầu cần thiết phải nhận diện sớm và nghiên cứu sâu hơn vai trò của các chính sách hòa nhập xã

hội trong quản trị rủi ro môi trường ở cấp độ doanh nghiệp.

Nghiên cứu này nhằm bổ sung tri thức mới về mối quan hệ giữa chính sách xã hội và rủi ro môi trường. Cụ thể, chúng tôi khảo sát rằng liệu các doanh nghiệp áp dụng chính sách bình đẳng LGBTQ sẽ có mức độ rủi ro liên quan đến khí hậu thấp hơn hay không? Đồng thời, nghiên cứu cũng xem xét liệu mối quan hệ này có phụ thuộc vào sự tồn tại của cơ chế lương thưởng gắn với ESG, tức là khi các động lực tài chính của ban điều hành được gắn chặt với hiệu quả thực hiện các mục tiêu môi trường và xã hội.

Bài báo được cấu trúc thành 5 phần: phần 1 là mở đầu, phần 2 là cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu, phần 3 là dữ liệu và phương pháp nghiên cứu, kết quả và thảo luận được trình bày ở phần 4, và cuối cùng là phần 5 kết luận.

2. Cơ sở lý thuyết và giả thuyết nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

Các nghiên cứu gần đây trong lĩnh vực tài chính bền vững và quản trị công ty đã nhấn mạnh tầm quan trọng của các chính sách hòa nhập xã hội, trọng tâm là chính sách bình đẳng LGBTQ. Theo đó, doanh nghiệp thực thi chính sách LGBTQ thân thiện thường sẽ có năng suất cao hơn, thu hút và giữ chân nhân tài tốt hơn, tăng cường sự gắn kết của nhân viên, qua đó nâng cao hiệu quả quản trị và cải thiện hiệu quả tài chính (Pichler và cộng sự, 2018; Hasan và cộng sự, 2022). Do vậy, việc doanh nghiệp theo đuổi văn hóa tổ chức dựa trên sự đa dạng và hòa nhập có thể làm gia tăng khả năng đổi mới, thúc đẩy năng lực học hỏi tổ chức, đồng thời giúp doanh nghiệp thích ứng tốt hơn trong bối cảnh rủi ro ngày càng phức tạp, đặc biệt là các rủi ro liên quan đến biến đổi khí hậu.

Từ góc độ lý thuyết, các khung phân tích như Lý thuyết tài nguyên nội tại (Resource-based View) nhấn mạnh rằng những nguồn lực vô hình, như văn hóa doanh nghiệp, các chính

sách nhân sự tiến bộ và mức độ tin tưởng nội bộ, có thể tạo nên lợi thế cạnh tranh bền vững (Barney, 1991). Theo đó, một môi trường làm việc cởi mở và đa dạng - bao gồm việc bảo vệ quyền lợi của cộng đồng LGBTQ - có thể được xem là nguồn lực khó sao chép, góp phần củng cố năng lực thích ứng, sáng tạo, và tăng cường quản trị rủi ro dài hạn của doanh nghiệp (Pichler và cộng sự, 2018; Hasan và cộng sự, 2022; Demiralay và cộng sự, 2025).

Lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 1984), bổ sung thêm khía cạnh đạo đức và xã hội, cho rằng doanh nghiệp không chỉ phục vụ cổ đông mà còn phải cân nhắc đến lợi ích của người lao động, khách hàng, cộng đồng và các bên liên quan khác. Trong bối cảnh các nhà đầu tư và xã hội ngày càng quan tâm đến tiêu chuẩn ESG, các chính sách hòa nhập LGBTQ không chỉ phản ánh trách nhiệm xã hội mà còn đóng vai trò như một tín hiệu tích cực trong mắt nhà đầu tư về cam kết ESG của doanh nghiệp (Pichler và cộng sự, 2018; Hasan và cộng sự, 2022).

Mặc dù nhiều nghiên cứu đã tìm thấy bằng chứng về mối liên kết giữa sự đa dạng của văn hóa, môi trường làm việc hòa nhập và hiệu quả tài chính (chẳng hạn Pichler và cộng sự, 2018; Hasan và cộng sự, 2022), nhưng bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa các chính sách bình đẳng xã hội - cụ thể là bình đẳng LGBTQ - với khả năng quản trị rủi ro khí hậu vẫn còn rất hạn chế. Một số nghiên cứu gần đây bắt đầu khám phá mối liên hệ này và cho thấy các doanh nghiệp có mức độ hòa nhập LGBTQ cao có xu hướng tích cực hơn trong các chiến lược môi trường (Demiralay và cộng sự, 2025). Tuy nhiên vẫn chưa có nhiều nghiên cứu tập trung vào rủi ro khí hậu, đặc biệt là phân tách giữa rủi ro vật lý (physical risk) và rủi ro chuyển đổi (transition risk). Rủi ro vật lý là những nguy cơ trực tiếp phát sinh từ các hiện tượng thời tiết cực đoan, thiên tai, mực nước biển dâng, và các tác động hữu hình khác lên tài sản vật chất và hoạt động sản xuất của doanh nghiệp do ảnh hưởng của biến đổi khí

hậu. Ngược lại, rủi ro chuyển đổi bắt nguồn từ những thay đổi mang tính hệ thống trong quá trình chuyển sang nền kinh tế carbon thấp, bao gồm các điều chỉnh chính sách (như thuế carbon, cơ chế tín chỉ carbon, tiêu chuẩn phát thải), tiến bộ công nghệ xanh và sự thay đổi trong thị hiếu của người tiêu dùng, và các rủi ro liên quan đến danh tiếng và pháp lý (Krueger và cộng sự, 2020). Hai nhóm rủi ro này có cơ chế tác động khác nhau và đòi hỏi doanh nghiệp phải đáp ứng năng lực thích ứng và quản trị linh hoạt. Vì vậy, việc xem xét và tách biệt rủi ro vật lý và rủi ro chuyển đổi là cực kỳ cần thiết trong việc đánh giá một cách toàn diện khả năng quản trị và ứng phó với rủi ro khí hậu tổng thể của công ty.

2.2. Giả thuyết nghiên cứu

Các tổ chức đề cao sự đa dạng và hòa nhập, bao gồm bảo vệ quyền lợi LGBTQ, thường có tầm nhìn dài hạn, thực hành quản trị hiện đại. Những doanh nghiệp này có xu hướng minh bạch hơn trong quản trị, nhạy bén hơn với kỳ vọng của các bên liên quan (Freeman và cộng sự, 2007; Eccles và cộng sự, 2014), cải thiện hiệu quả tài chính (Flammer, 2015), và thích ứng tốt hơn trước các biến động môi trường, biến đổi khí hậu hoặc thay đổi chính sách quốc tế (Demiralay và cộng sự, 2025). Văn hóa tổ chức lấy con người làm trung tâm và khuyến khích sự đa dạng thường gắn với năng lực đổi mới (Miller và Triana, 2009) và khả năng quản lý rủi ro tốt hơn trong môi trường bất định (Nishii, 2013).

Đặc biệt, các doanh nghiệp có chính sách hỗ trợ LGBTQ thường là biểu hiện cụ thể của một hệ thống quản trị mang định hướng bền vững và công bằng xã hội. Những chính sách như vậy không chỉ phản ánh cam kết về mặt đạo đức, mà còn góp phần tăng cường niềm tin và sự gắn bó của nhân viên (Nishii, 2013; Pichler và cộng sự, 2018; Demiralay và cộng sự, 2025), từ đó củng cố nội lực tổ chức trong việc thích ứng với rủi ro khí hậu.

Ngược lại, các tổ chức thờ ơ với các vấn đề công bằng xã hội, trong đó có quyền lợi của cộng đồng LGBTQ, thường thiếu sự đa dạng trong đội ngũ lãnh đạo (Catalyst, 2020), thiếu hệ thống quản trị rủi ro mang tính chủ động (Kotsantonis và cộng sự, 2016), và gặp khó khăn trong việc duy trì sự tin tưởng từ các nhóm liên quan như nhân viên, nhà đầu tư hay khách hàng (Eccles & Klimenko, 2019). Hệ quả là các doanh nghiệp này trở nên dễ bị tổn thương hơn trước các thách thức môi trường.

Do đó, việc triển khai các chính sách bình đẳng LGBTQ có thể được xem là một chỉ báo có ý nghĩa để đánh giá các giá trị cốt lõi và cam kết môi trường của doanh nghiệp.

Từ lập luận trên, có thể coi việc thực thi chính sách bình đẳng LGBTQ như một chỉ báo đại diện cho mức độ cam kết của doanh nghiệp đối với các giá trị bền vững và khả năng quản trị môi trường hiệu quả. Do đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết đầu tiên như sau:

Giả thuyết 1 (H1): Các doanh nghiệp có chính sách bình đẳng LGBTQ mạnh hơn có mức độ rủi ro khí hậu thấp hơn.

Trong những năm gần đây, hiệu quả thực hiện các tiêu chí Môi trường, Xã hội và Quản trị (ESG) đã trở thành yếu tố trung tâm trong đánh giá của nhà đầu tư, hội đồng quản trị, các bên liên quan và xã hội. Xu hướng lồng ghép chỉ số ESG vào cơ chế lương thưởng của ban điều hành, gọi là lương thưởng gắn kết ESG, ngày càng phổ biến. Theo đó, thu nhập của nhà quản lý gắn với việc đạt các mục tiêu phi tài chính như giảm phát thải, đa dạng và hòa nhập, hay quản trị đạo đức (Flammer và cộng sự, 2019). Cơ chế này giúp nội hóa lợi ích của các bên liên quan trong dài hạn và thúc đẩy hành vi chiến lược vượt lên trên kết quả ngắn hạn (Edmans, 2011, Flammer và cộng sự, 2019).

Nghiên cứu trước cho thấy lương thưởng gắn kết ESG có thể tăng cường trách nhiệm quản lý đối với kết quả bền vững và giảm vấn đề đại diện, nhất là khi lãnh đạo được đánh giá

dựa trên tác động xã hội (Eccles và cộng sự, 2014; Flammer và cộng sự, 2019). Do đó, trong bối cảnh các giá trị bền vững đã được thể chế hóa thông qua cơ chế lương thưởng gắn kết ESG, một yếu tố riêng lẻ như chính sách LGBTQ có thể mất đi vai trò phát tín hiệu mạnh, vì nó không còn là chỉ báo nổi bật để phân biệt mức độ cam kết ESG giữa các doanh nghiệp (Marquis và Qian, 2014).

Ngược lại, ở các doanh nghiệp chưa có lương thưởng ESG, các bên liên quan thường thiếu cơ sở rõ ràng để đánh giá cam kết bền vững của lãnh đạo. Trong bối cảnh đó, các chính sách dễ quan sát như bình đẳng LGBTQ trở nên quan trọng hơn, đóng vai trò chỉ báo về đạo đức lãnh đạo, năng lực quản trị rủi ro và định hướng dài hạn. Việc doanh nghiệp chủ động thực thi các chính sách hòa nhập trong điều kiện không có cơ chế khuyến khích ESG chính thức có thể được nhìn nhận như một tín hiệu đáng tin cậy hơn về định hướng bền vững của lãnh đạo (Krüger, 2015).

Với lý do đó, chúng tôi đề xuất như sau:

Giả thuyết 2 (H2): Mối quan hệ giữa chính sách bình đẳng LGBTQ và rủi ro khí hậu trở nên rõ rệt hơn ở các doanh nghiệp không áp dụng cơ chế lương thưởng gắn kết ESG.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu này sử dụng một bộ dữ liệu bảng toàn diện gồm các công ty đại chúng tại Hoa Kỳ trong giai đoạn 2001-2021 nhằm đánh giá tác động của các chính sách bình đẳng LGBTQ ở cấp độ doanh nghiệp đến rủi ro khí hậu. Khung thời gian được lựa chọn gồm nhiều sự kiện quan trọng về mặt pháp lý, xã hội và quản trị liên quan đến quyền LGBTQ, chẳng hạn như việc bãi bỏ chính sách “Don’t Ask, Don’t Tell” (2011), phán quyết của Tòa án Tối cao Hoa Kỳ năm 2020 về bảo vệ quyền lợi người lao động LGBTQ, cùng với các thay đổi rộng hơn trong quy định ESG và nhận thức

toàn cầu về khí hậu. Hơn nữa, việc bao gồm cả giai đoạn khủng hoảng tài chính 2008-2009 cũng cho phép chúng tôi có thể đánh giá hành vi doanh nghiệp trong bối cảnh khủng hoảng hệ thống tài chính.

Biến phụ thuộc, rủi ro khí hậu ($CLIMATE_RISK_i$), được xây dựng dựa trên sự phân loại từ nghiên cứu của Li và cộng sự (2024), để chia rủi ro thành hai nhóm chính: rủi ro khí hậu vật lý (cấp tính và mãn tính) và rủi ro chuyển đổi (chủ động hoặc không chủ động).

Biến giải thích chính trong nghiên cứu này - chính sách bình đẳng LGBTQ tại doanh nghiệp - được xây dựng từ Chỉ số Bình đẳng Doanh nghiệp (CEI). Đây là chỉ số được công bố hằng năm bởi Tổ chức Chiến dịch Nhân quyền (Human Rights Campaign - HRC). CEI cung cấp các đánh giá ở cấp độ doanh nghiệp dựa trên các chính sách liên quan đến LGBTQ, bao gồm bảo vệ chống phân biệt đối xử, phúc lợi bình đẳng dành cho bạn đời đồng giới, cũng như sự hiện diện của các hoạt động và sáng kiến hòa nhập LGBTQ trong môi trường làm việc. Chỉ số này được xem như một đại diện (proxy) cho mức độ mạnh và tính hiện diện của các chính sách bình đẳng LGBTQ tại doanh nghiệp. Thật vậy, nhiều nghiên cứu thực nghiệm (chẳng hạn, Pichler và cộng sự, 2018; Hasan và cộng sự, 2022; Demiralay và cộng sự, 2025) đã sử dụng biến CEI làm biến đại diện đáng tin cậy (robust proxy) phản ánh mức độ hiện diện của các chính sách bình đẳng và hòa nhập LGBTQ tại doanh nghiệp.

Dữ liệu cho các biến kiểm soát được lấy từ Compustat, CRSP (Trung tâm Nghiên cứu Giá Chứng khoán), Thomson Reuters Institutional Holdings (13F) và Hệ thống Dự báo của Các nhà môi giới tổ chức (IBES). Các nguồn dữ liệu này kết hợp lại tạo nên một bộ dữ liệu phong phú, phản ánh bản chất đa chiều trong hoạt động, quản trị và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để kiểm định các giả thuyết nghiên cứu, chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính theo dữ liệu bảng với hiệu ứng cố định (fixed effects) nhằm kiểm soát các yếu tố không quan sát được theo từng doanh nghiệp (hoặc ngành) và từng năm. Mô hình tổng quát được xây dựng như sau:

$$CLIMATE_RISK_{i,t} = \alpha + \beta CEI_{i,t} + \gamma CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trong đó, biến phụ thuộc, rủi ro khí hậu ($CLIMATE_RISK_i$), gồm hai nhóm chính: rủi ro khí hậu vật lý (cấp tính và mãn tính) và rủi ro chuyển đổi (chủ động hoặc không chủ động) (Li và cộng sự, 2024). Cụ thể, biến Rủi ro cấp tính (Acute Risk): Phản ánh mức độ doanh nghiệp đối mặt với các rủi ro khí hậu xảy ra đột ngột và mang tính tức thời, chẳng hạn như bão, hạn hán nghiêm trọng, cháy rừng, lũ lụt, các hiện tượng khí hậu cực đoan. Biến được tính bằng cách lấy số lần xuất hiện các từ đơn (unigrams) hoặc cụm từ (bigrams) liên quan đến chủ đề khí hậu cấp tính trong phạm vi gần các từ đồng nghĩa với “rủi ro”, chia cho tổng độ dài báo cáo thu nhập hàng quý, sau đó nhân với 10^4 . Biến Rủi ro mãn tính (Chronic Risk): Phản ánh mức độ doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi những biến đổi khí hậu diễn ra từ từ và mang tính tích lũy, chẳng hạn nhiệt độ tăng dần, nước biển dâng, thoái hóa môi trường, sự thay đổi hệ sinh thái. Biến được đo lường tương tự Acute Risk, nhưng từ khóa thuộc nhóm tác động dài hạn. Cuối cùng, Biến Tổng hợp (All): Tổng số lần xuất hiện các từ đơn (unigrams) hoặc cụm từ (bigrams) liên quan đến chủ đề khí hậu chia cho tổng độ dài báo cáo thu nhập hàng quý, nhân với 10^4 .

Các biến rủi ro chuyển đổi bao gồm Chủ động/ Không chủ động (Proactive/ Nonproactive). Proactive phản ánh mức độ doanh nghiệp chủ động đối phó với rủi ro chuyển đổi khí hậu, thông qua các hành động

cụ thể. Biến được đo lường bằng cách lấy số lượng các thuật ngữ liên quan đến chuyển đổi trong phạm vi gần các động từ mang tính chủ động (ví dụ: “invest”, “initiate”, “develop”, “implement”) chia cho tổng độ dài báo cáo thu nhập hàng quý, nhân với 10^4 . Nonproactive thể hiện mức độ doanh nghiệp chịu tác động của quá trình chuyển đổi khí hậu nhưng chỉ phản ứng khi bị buộc phải thực hiện, chẳng hạn do quy định pháp lý, yêu cầu từ nhà đầu tư, áp lực thị trường. Biến được đo lường bằng cách lấy số lượng các thuật ngữ liên quan đến chuyển đổi nhưng không nằm trong phạm vi gần các động từ mang tính chủ động, chia cho tổng độ dài báo cáo thu nhập hàng quý, nhân với 10^4 .

$CEI_{i,t}$ là biến độc lập chính, thể hiện **điểm số bình đẳng LGBTQ** (Corporate Equality Index) do tổ chức Human Rights Campaign công bố.

Bên cạnh đó, các biến kiểm soát được đưa vào trong mô hình hồi quy là những biến được sử dụng phổ biến trong các nghiên cứu tài chính doanh nghiệp và ESG. Cụ thể như sau: Quy mô doanh nghiệp (SIZE): Logarit tự nhiên của tổng tài sản; Đòn bẩy tài chính (LEV): Tổng nợ chia cho tổng tài sản; tổng nợ bao gồm cả nợ dài hạn và nợ ngắn hạn; Lỗ (LOSS): Biến nhị phân có giá trị bằng 1 nếu doanh nghiệp ghi nhận lỗ ròng trong năm tài chính; Sở hữu tổ chức (INSTOWN): Tỷ lệ cổ phần đang lưu hành của doanh nghiệp do các nhà đầu tư tổ chức nắm giữ; Biến động thu nhập (VOL): Độ lệch chuẩn của thu nhập trong một khoảng thời gian xác định, phản ánh sự ổn định tài chính của doanh nghiệp; Tỷ suất lợi nhuận trên tài sản (ROA): Lợi nhuận ròng chia cho tổng tài sản, thể hiện hiệu quả sinh lời; Tỷ số thị giá trên giá trị sổ sách (MB): Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu chia cho giá trị sổ sách, phản ánh kỳ vọng tăng trưởng; Lợi suất cổ phiếu (RET): Hiệu suất thị trường của doanh nghiệp tính theo tổng lợi nhuận cổ đông hàng năm; Mức độ đầu tư nghiên cứu và phát triển (R&D): Chi phí nghiên cứu và phát triển chia

cho tổng tài sản, phản ánh mức độ đầu tư đổi mới.

Tỷ lệ tài sản hữu hình (TANGIBLE): Tỷ lệ tài sản vật chất hữu hình trên tổng tài sản.

Số lượng chuyên gia phân tích (ANALYST): Số nhà phân tích tài chính đưa ra dự báo lợi nhuận cho doanh nghiệp - được xem là đại diện cho môi trường thông tin của doanh nghiệp.

Ngoài việc sử dụng hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và theo năm (firm and year fixed effects) nhằm loại bỏ sai lệch do đặc trưng nội tại của từng doanh nghiệp hoặc do biến động vĩ mô theo thời gian, các sai số chuẩn trong mô hình nghiên cứu còn được điều chỉnh theo cụm hai chiều (two-way clustered standard errors) để đảm bảo độ tin cậy trong kiểm định thống kê.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 trình bày thống kê mô tả cho toàn bộ các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu, dựa trên mẫu gồm 5.432 quan sát. Biến độc lập chính, Chỉ số Bình đẳng Doanh nghiệp (Corporate Equality Index - CEI), được sử dụng để đo lường mức độ cam kết của doanh nghiệp đối với các chính sách bình đẳng LGBTQ. Giá trị trung bình của CEI đạt 73,686, cho thấy các công ty trong mẫu nhìn chung thể hiện mức độ cam kết tương đối cao với các nguyên tắc bình đẳng và hòa nhập LGBTQ. Tuy nhiên, giá trị trung vị (P50) của CEI đạt 90,000 cao hơn đáng kể so với giá trị trung bình, phản ánh sự phân phối lệch phải (right-skewed) của biến này, tức là tồn tại một nhóm nhỏ công ty có điểm số CEI rất thấp làm kéo giảm giá trị trung bình. Độ lệch chuẩn của CEI là 11,648, cho thấy sự khác biệt rõ rệt trong mức độ triển khai chính sách bình đẳng giữa các công ty. Đáng chú ý, phần tư thứ ba (P75) đạt giá trị tối đa 100, cho thấy ít nhất 25% số công ty trong mẫu đạt mức tuân thủ hoàn toàn đối với các chuẩn mực bình đẳng LGBTQ.

Đối với các biến đo lường mức độ công bố rủi ro khí hậu, giá trị trung bình của biến All là 0,278, cho thấy chỉ khoảng 27,8% công ty có công bố bất kỳ thông tin nào liên quan đến rủi ro khí hậu. Đặc biệt, mức độ công bố chủ động (Proactive) chỉ đạt trung bình 0,202, trong khi công bố không chủ động (Nonproactive) có giá trị trung bình 0,273. Điều này cho thấy việc

công bố thông tin khí hậu trong mẫu nghiên cứu nhìn chung còn hạn chế, và xu hướng công bố mang tính bị động vẫn chiếm ưu thế. Giá trị trung vị của cả ba biến này (All, Proactive, Nonproactive) đều bằng 0, cho thấy phần lớn các doanh nghiệp trong mẫu hoàn toàn không có công bố về rủi ro khí hậu.

Bảng 1. Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Trung vị (P50)	Phân vị 25 (P25)	Phân vị 75 (P75)	Độ lệch chuẩn (SD)
<i>CEI</i>	5.432	73,686	90,000	44,000	100,000	11,648
<i>Acute Risk</i>	5.432	0,095	0,000	0,000	0,000	0,965
<i>Chronic Risk</i>	5.432	0,159	0,000	0,000	0,000	1,013
<i>All</i>	5.432	0,278	0,000	0,000	0,000	1,084
<i>Proactive</i>	5.432	0,202	0,000	0,000	0,000	1,084
<i>Nonproactive</i>	5.432	0,273	0,000	0,000	0,000	1,082
<i>SIZE</i>	5.432	6,899	6,803	5,514	8,163	1,704
<i>LEV</i>	5.432	0,220	0,198	0,029	0,361	0,189
<i>ROA</i>	5.432	0,004	0,033	-0,026	0,074	0,101
<i>RET</i>	5.432	0,044	-0,032	-0,261	0,212	0,688
<i>VOL</i>	5.432	0,439	0,368	0,255	0,538	0,302
<i>RD</i>	5.432	0,613	1,000	0,000	1,000	0,487
<i>MB</i>	5.432	4,549	3,613	2,336	5,772	0,981
<i>LOSS</i>	5.432	0,313	0,000	0,000	1,000	0,464
<i>INSTOWN</i>	5.432	0,672	0,727	0,505	0,871	0,233
<i>TANGIBLE</i>	5.432	0,447	0,345	0,154	0,701	0,341
<i>ANALYST</i>	5.432	7,516	6,167	2,917	11,750	0,420

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Xét về đặc điểm tài chính và cấu trúc doanh nghiệp, giá trị trung bình của biến logarit tổng tài sản (SIZE) là 6,899. Tỷ lệ tài sản hữu hình (TANGIBLE) trung bình đạt 0,447, cho thấy khoảng 44,7% tổng tài sản của doanh nghiệp là tài sản vật chất. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV) có giá trị trung bình là 0,220, phản ánh mức độ sử dụng nợ ở mức trung bình trong cấu trúc vốn. Về hiệu quả hoạt động, tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) trung bình chỉ đạt 0,004 tương đối thấp với độ lệch chuẩn 0,101 cho thấy mức dao động lớn trong hiệu quả sinh lời giữa các công ty.

Bên cạnh đó, lợi suất cổ phiếu trung bình (RET) là 0,044, trong khi độ biến động giá cổ

phiếu (VOL) trung bình là 0,439. Về hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D), tỷ lệ chi R&D trung bình của các công ty trong mẫu là 0,613. Hệ số thị giá trên giá trị sổ sách (MB) trung bình là 4,549, phản ánh kỳ vọng thị trường tương đối cao. Tỷ lệ doanh nghiệp báo lỗ (LOSS) là 31,28%, thể hiện một phần ba mẫu nghiên cứu rơi vào tình trạng thua lỗ trong năm tài chính.

Xét về mức độ tiếp cận thông tin và cấu trúc sở hữu, mỗi công ty trung bình được theo dõi bởi 7,516 nhà phân tích tài chính, cho thấy một môi trường thông tin là khá minh bạch. Tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư tổ chức (INSTOWN) đạt trung bình 67,15%, phản ánh

sự hiện diện đồng đẳng của nhà đầu tư chuyên nghiệp trong cấu trúc cổ đông của các doanh nghiệp trong mẫu.

Nhìn chung, các thống kê mô tả cho thấy sự phân hóa đáng kể giữa các doanh nghiệp trong cả đặc điểm tài chính lẫn mức độ cam kết đối với các chuẩn mực xã hội và môi trường. Những khác biệt này tạo nền tảng thực tiễn quan trọng cho việc kiểm định mối quan hệ giữa chính sách bình đẳng LGBTQ và mức độ công bố rủi ro khí hậu, qua đó góp phần làm rõ vai trò của yếu tố bình đẳng trong hiệu quả thực thi ESG của doanh nghiệp.

4.2. Kết quả ước lượng và thảo luận

4.2.1. Tác động của chính sách bình đẳng LGBTQ đến rủi ro khí hậu

Bảng 2 trình bày kết quả ước lượng giữa chính sách bình đẳng LGBTQ và các khía cạnh khác nhau của rủi ro khí hậu ở cấp độ doanh nghiệp, bao gồm cả rủi ro vật lý và rủi ro chuyển đổi. Mô hình ước lượng được kiểm soát bởi các biến doanh nghiệp đặc thù, hiệu ứng cố định (fixed effects), và sai số chuẩn được điều chỉnh theo cụm hai chiều (two-way clustered standard errors) để đảm bảo độ tin cậy trong các kiểm định thống kê.

Kết quả thực nghiệm cho thấy tồn tại mối quan hệ nghịch chiều và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% giữa CEI và tất cả các chỉ số rủi ro khí hậu. Cụ thể, các doanh nghiệp có điểm CEI cao hơn có xu hướng chịu mức độ rủi ro khí hậu vật lý thấp hơn, bao gồm cả rủi ro cấp tính ($\beta = -0,034, p < 0,01$) và rủi ro mãn tính ($\beta = -0,027, p < 0,01$). Tương tự, đối với rủi ro chuyển đổi, CEI có mối tương quan âm với cả nhóm công ty chủ động ($\beta = -0,039, p < 0,01$) và không chủ động ($\beta = -0,047, p < 0,01$). Những kết quả này hàm ý rằng việc thúc đẩy chính sách bình đẳng LGBTQ không chỉ mang lại giá trị đạo đức, mà còn đóng vai trò thiết thực trong việc giảm thiểu rủi ro khí hậu, bất kể sự khác biệt trong mức độ chủ động/ không

chủ động hay định hướng chiến lược của doanh nghiệp trong công bố thông tin ESG.

Về ý nghĩa kinh tế (economic significance), với độ lệch chuẩn của CEI khoảng 11,65 điểm, một sự gia tăng một độ lệch chuẩn của mức độ bình đẳng LGBTQ (tương đương khoảng 12 điểm CEI) sẽ làm giảm khoảng 0,41 $[(-0,034 \times 11,648)/0,965]$ độ lệch chuẩn đối với rủi ro vật lý cấp tính và 0,31 $[(-0,027 \times 11,648)/1,013]$ đối với rủi ro mãn tính; đồng thời, giảm gần khoảng 0,54 $[(-0,050 \times 11,648)/1,084]$ độ lệch chuẩn đối với rủi ro khí hậu tổng hợp. Điều này cho thấy việc cải thiện chính sách bình đẳng LGBTQ tạo ra mức giảm rủi ro khí hậu đủ lớn để có ý nghĩa thực tiễn trong quản trị rủi ro doanh nghiệp.

Đối với rủi ro chuyển đổi, tăng một độ lệch chuẩn của CEI sẽ làm giảm khoảng 0,42 $[(-0,039 \times 11,648)/1,084]$ độ lệch chuẩn đối với rủi ro chuyển đổi chủ động và khoảng 0,50 $[(-0,047 \times 11,648)/1,082]$ độ lệch chuẩn rủi ro chuyển đổi không chủ động. Điều này cho thấy các doanh nghiệp có văn hóa hòa nhập LGBTQ có khả năng thích ứng tốt hơn với các thay đổi chính sách môi trường ngày càng phức tạp và đầy biến động.

Những phát hiện này là bằng chứng thực nghiệm ủng hộ cho Giả thuyết nghiên cứu H1, qua đó khẳng định rằng các chính sách thúc đẩy hòa nhập LGBTQ có tác động đáng kể đến việc giảm mức độ rủi ro khí hậu mà doanh nghiệp phải đối mặt, bao gồm cả rủi ro khí hậu vật lý và rủi ro chuyển đổi. Nói cách khác, những doanh nghiệp chú trọng đến sự đa dạng và bình đẳng dường như có khả năng quản trị rủi ro khí hậu hiệu quả hơn, thông qua việc nhận diện sớm, ứng phó chủ động và tăng cường khả năng chống chịu trước các tác động môi trường ngày càng phức tạp. Kết quả này phù hợp với lý thuyết các bên liên quan (Freeman, 1984; Jensen, 2010), vốn cho rằng doanh nghiệp chú trọng đến trách nhiệm xã hội sẽ giữ được niềm tin và sự gắn kết từ các bên

liên quan (Fombrun và Shanley, 1990). Trong bối cảnh đó, chính sách LGBTQ trở thành tín hiệu về năng lực quản trị hiện đại; từ đó nâng

cao khả năng chống chịu trước các cú sốc khí hậu.

Bảng 2. Tác động của chính sách bình đẳng LGBTQ đến rủi ro khí hậu

Biến	Rủi ro khí hậu vật lý			Rủi ro chuyển đổi	
	Rủi ro cấp tính	Rủi ro mãn tính	Tổng hợp	Chủ động	Không chủ động
<i>CEI</i>	-0,034 (-4,85)***	-0,027 (-3,79)***	-0,050 (-6,47)***	-0,039 (-4,92)***	-0,047 (-5,31)***
<i>SIZE</i>	-0,006 (-0,93)	-0,002 (-0,28)	-0,026 (-3,79)***	-0,027 (-3,83)***	-0,024 (-3,59)***
<i>LEV</i>	0,028 (0,72)	0,065 (1,34)	0,083 (2,07)**	0,037 (0,90)	0,084 (2,10)**
<i>ROA</i>	0,126 (1,14)	0,403 (3,06)***	0,013 (0,08)	0,012 (0,08)	0,015 (0,09)
<i>RET</i>	-0,011 (-1,15)	-0,007 (-0,79)	-0,007 (-0,71)	-0,009 (-0,76)	-0,006 (-0,64)
<i>VOL</i>	0,023 (1,12)	0,093 (3,57)***	0,034 (1,29)	0,053 (1,83)*	0,028 (1,09)
<i>RD</i>	-0,003 (-0,18)	-0,000 (-0,01)	-0,068 (-3,14)***	-0,003 (-0,15)	-0,073 (-3,30)***
<i>MB</i>	-0,002 (-0,88)	-0,006 (-2,55)**	-0,014 (-5,98)***	-0,006 (-2,44)**	-0,014 (-6,08)***
<i>LOSS</i>	0,031 (1,32)	0,022 (0,78)	0,045 (1,27)	0,015 (0,45)	0,045 (1,28)
<i>INSTOWN</i>	-0,069 (-2,12)**	-0,065 (-1,72)*	-0,054 (-1,28)	-0,036 (-0,90)	-0,052 (-1,21)
<i>TANGIBLE</i>	-0,086 (-3,25)***	-0,085 (-2,84)***	-0,073 (-2,13)**	-0,088 (-2,80)***	-0,068 (-1,96)*
<i>ANALYST</i>	-0,003 (-1,56)	-0,007 (-3,28)***	-0,002 (-1,03)	-0,006 (-2,54)**	-0,002 (-0,86)
Hàng số	Có	Có	Có	Có	Có
Hiệu ứng cố định	Có	Có	Có	Có	Có
R^2 điều chỉnh	0,117	0,105	0,174	0,154	0,170
Số quan sát	5.432	5.432	5.432	5.432	5.432

Các ký hiệu *, ** và *** lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bên cạnh đó, một số biến kiểm soát có ý nghĩa thống kê. Cụ thể, biến quy mô doanh nghiệp (*SIZE*) có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê cao đối với các biến rủi ro chuyển đổi chủ động ($\beta = -0,027$, $p < 0,01$) và không chủ động ($\beta = -0,024$, $p < 0,01$), cho thấy rằng các doanh nghiệp lớn hơn, nguồn lực dồi dào hơn thường

ít bị tổn thương hơn trước các rủi ro chuyển đổi. Hệ số của biến *MB* nhận giá trị âm và có ý nghĩa thống kê cao đối với rủi ro vật lý (gồm dài hạn và rủi ro tổng hợp) và rủi ro chuyển đổi (gồm cả chủ động và không chủ động), đã cho thấy doanh nghiệp có định giá thị trường cao hơn thường đối mặt với rủi ro khí hậu thấp hơn,

cả về khía cạnh vật lý lẫn chuyển đổi. Biến tỷ lệ sở hữu tổ chức (INSTOWN) mang hệ số âm trong hầu hết các mô hình, và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% đối với rủi ro vật lý cấp tính và 10% đối với rủi ro mãn tính. Kết quả này gợi ý rằng sự hiện diện của các nhà đầu tư tổ chức có thể góp phần giảm thiểu rủi ro khí hậu, thông qua vai trò giám sát và thúc đẩy hành vi quản trị doanh nghiệp bền vững. Đáng chú ý, biến tài sản hữu hình (TANGIBLE) cho thấy hệ số âm có ý nghĩa thống kê ở tất cả các mô hình. Kết quả này cho thấy rằng doanh nghiệp có tỷ trọng tài sản hữu hình lớn hơn có thể chủ động hơn trong việc phòng ngừa hoặc ứng phó với rủi ro khí hậu, do mức độ tổn thất tiềm tàng cao hơn nếu xảy ra sự cố. Cuối cùng, biến số lượng nhà phân tích theo dõi (ANALYST) có hệ số âm và đạt ý nghĩa thống kê đối với rủi ro vật lý mãn tính và rủi ro chuyển đổi trong nhóm doanh nghiệp chủ động. Kết quả này phản ánh rằng sự quan tâm của thị trường và

mức độ minh bạch thông tin cao hơn có thể tạo ra áp lực buộc doanh nghiệp phải công bố đầy đủ thông tin liên quan đến rủi ro khí hậu và chủ động triển khai các chiến lược ứng phó phù hợp.

Tóm lại, các kết quả nghiên cứu ước lượng trên đã nhấn mạnh vai trò của các chính sách hòa nhập của doanh nghiệp (chính sách bình đẳng LGBTQ), không chỉ dưới góc độ đạo đức, mà còn như một công cụ hiệu quả để giảm thiểu rủi ro môi trường.

4.2.2. Kiểm định tính bền vững của mô hình nghiên cứu

Để kiểm định độ tin cậy của kết quả trên, chúng tôi tiến hành một loạt các kiểm định độ bền vững nhằm đánh giá mối quan hệ giữa chính sách bình đẳng LGBTQ (được đo lường bằng chỉ số Corporate Equality Index - CEI) và rủi ro khí hậu ở cấp độ doanh nghiệp. Kết quả được trình bày trong Bảng 3.

Bảng 3. Kiểm định tính bền vững

Bảng A: Ảnh hưởng cố định công ty					
Biến	Rủi ro khí hậu vật lý		Tổng hợp	Rủi ro chuyển đổi	
	Rủi ro cấp tính	Rủi ro mãn tính		Chủ động	Không chủ động
<i>CEI</i>	-0,022 (-3,16)***	-0,016 (-2,65)***	-0,035 (-3,42)***	-0,026 (-3,20)***	-0,030 (-3,27)***
<i>Hàng số</i>	Có	Có	Có	Có	Có
<i>Hiệu ứng cố định</i>	Năm & công ty	Năm & công ty	Năm & công ty	Năm & công ty	Năm & công ty
<i>R² điều chỉnh</i>	0,684	0,679	0,724	0,704	0,723
<i>Số quan sát</i>	5.432	5.432	5.432	5.432	5.432
Bảng B: Bổ sung biến kiểm soát					
<i>CEI</i>	-0,028 (-2,74)***	-0,023 (-2,48)**	-0,039 (-4,39)***	-0,030 (-2,98)***	-0,031 (-3,18)***
<i>BIND</i>	-0,129 (-4,88)***	-0,077 (-2,79)***	-0,093 (-3,83)***	-0,084 (-2,87)***	-0,088 (-2,94)***
<i>DUALITY</i>	0,031 (2,46)**	0,024 (2,07)**	0,054 (3,26)***	0,038 (2,73)***	0,044 (2,96)***
<i>GENDER</i>	-0,066 (-0,45)	-0,014 (-0,22)	-0,074 (-0,36)	-0,300 (-0,65)	-0,039 (-0,24)

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

Hằng số	Có	Có	Có	Có	Có
Hiệu ứng cố định	Năm & ngành	Năm & ngành	Năm & ngành	Năm & ngành	Năm & ngành
R^2 điều chỉnh					
chính	0,113	0,102	0,172	0,151	0,164
Số quan sát	1.325	1.325	1.325	1.325	1.325

Bảng C: Điều chỉnh sai số chuẩn theo cụm hai chiều

CEI	-0,034 (-4,92)***	-0,027 (-3,83)***	-0,050 (-6,54)***	-0,039 (-5,30)***	-0,047 (-5,48)***
Hằng số	Có	Có	Có	Có	Có
Hiệu ứng cố định	Năm & ngành	Năm & ngành	Năm & ngành	Năm & ngành	Năm & ngành
R^2 điều chỉnh					
chính	0,117	0,105	0,174	0,155	0,170
Số quan sát	5.432	5.432	5.432	5.432	5.432

Các ký hiệu *, ** và *** lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 3A sử dụng lại các mô hình cơ sở (1) nhưng chúng tôi bổ sung đồng thời hiệu ứng cố định theo năm và theo doanh nghiệp, nhằm kiểm soát sai lệch do dị biệt không quan sát được theo thời gian và giữa các công ty. Kết quả cho thấy hệ số của biến CEI giữ nguyên giá trị âm và có ý nghĩa thống kê ở tất cả các mô hình. Điều này đã củng cố phát hiện của chúng tôi khi cho rằng các doanh nghiệp có chính sách bình đẳng LGBTQ mạnh hơn thường đối mặt với rủi ro khí hậu thấp hơn. Kết quả này gợi ý rằng việc tạo ra một môi trường làm việc hòa nhập có thể phản ánh những giá trị tổ chức tích cực hơn như minh bạch, khả năng thích ứng và định hướng vì các bên liên quan, từ đó nâng cao năng lực chống chịu với biến đổi khí hậu.

Đối với Bảng 3B, chúng tôi bổ sung thêm các biến kiểm soát về quản trị công ty, bao gồm: tỷ lệ thành viên HĐQT độc lập (BIND), kiêm nhiệm chức vụ Chủ tịch HĐQT và Tổng giám đốc (DUALITY), và tỷ lệ nữ giới trong HĐQT (GENDER) và cố định ảnh hưởng của ngành và năm. Kết quả vẫn tiếp tục nhất quán với những phát hiện ở trên khi hệ số của CEI nhận giá trị âm và có ý nghĩa thống kê cao trong tất cả các mô hình. Đáng chú ý, biến tỷ

lệ thành viên độc lập trong HĐQT có hệ số âm, cho thấy rằng ban lãnh đạo có tính độc lập cao hơn có thể tăng cường khả năng giám sát và do đó giảm thiểu rủi ro khí hậu. Ngược lại, biến kiêm nhiệm (DUALITY) lại có hệ số dương, hàm ý rằng việc tập trung quyền lực vào một cá nhân có thể làm suy yếu trong việc quản trị hiệu quả rủi ro khí hậu. Biến GENDER có hệ số âm nhưng không có ý nghĩa thống kê, cho thấy chưa có bằng chứng rõ ràng về tác động của đa dạng giới trong lãnh đạo đến quản trị rủi ro khí hậu. Điều này gợi ý rằng tác động tiềm năng của yếu tố giới có thể phụ thuộc vào các điều kiện hỗ trợ như mức độ thực quyền của lãnh đạo nữ, văn hóa tổ chức hoặc mức độ cam kết ESG của doanh nghiệp.

Cuối cùng, ở bảng 3C, chúng tôi kiểm tra tính bền vững của kết quả bằng cách điều chỉnh sai số chuẩn theo cụm hai chiều, và sử dụng ảnh hưởng cố định theo ngành và năm. Kết quả cho thấy CEI tiếp tục có hệ số âm và có ý nghĩa thống kê tại 1%; điều này một lần nữa đã xác nhận độ ổn định và đáng tin cậy của kết quả nghiên cứu của chúng tôi và ủng hộ mạnh giả thuyết H1.

Như vậy, các kết quả trên đều khẳng định tính bền vững và nhất quán của mối quan hệ

tiêu cực giữa CEI và rủi ro khí hậu. Theo đó, các doanh nghiệp có chính sách bình đẳng LGBTQ toàn diện luôn cho thấy mức độ rủi ro khí hậu thấp hơn. Điều này cung cấp bằng chứng mạnh rằng bình đẳng LGBTQ không chỉ là chỉ dấu của trách nhiệm xã hội, mà còn phản ánh năng lực quản trị hiệu quả và định hướng phát triển bền vững trong dài hạn.

4.2.3. *Vai trò điều tiết của cơ chế quản trị nội bộ*

Nhằm kiểm tra liệu mối quan hệ giữa các chính sách bình đẳng LGBTQ và rủi ro khí hậu có bị điều tiết bởi cơ chế quản trị nội bộ hay không, chúng tôi sử dụng hình thức lương thưởng gắn với các chỉ số ESG cho lãnh đạo doanh nghiệp (gọi tắt là lương thưởng ESG). Cụ thể, các công ty được chia thành hai nhóm: nhóm có tích hợp tiêu chí ESG vào cơ chế lương thưởng cho lãnh đạo (gọi là nhóm HESG), và nhóm không có tích hợp tiêu chí này (LESG). Điều này cho phép chúng tôi nhận diện vai trò của chính sách LGBTQ dưới các cơ chế quản trị nội bộ khác nhau. Kết quả hồi quy được trình bày cụ thể trong bảng 4.

Bảng 4 đã cho thấy mối quan hệ ngược chiều giữa Chỉ số Bình đẳng Doanh nghiệp (CEI) và rủi ro khí hậu mạnh hơn đáng kể ở các công ty thuộc nhóm LESG. Chẳng hạn, trong trường hợp rủi ro khí hậu vật lý, hệ số CEI cho rủi ro cấp tính là -0,066 ($p < 0,01$) đối với nhóm LESG, tuy nhiên đối với nhóm HESG hệ số này thấp hơn (-0,020) và thậm chí là không có ý nghĩa thống kê. Kết quả tương tự cũng được ghi nhận với biến rủi ro mãn tính (-0,053 so với -0,015), và đối với thước đo tổng hợp “All”, (hệ số CEI đạt -0,098 ở các công ty nhóm LESG so với -0,029 ở nhóm HESG).

Sự khác biệt này còn rõ nét hơn khi xem xét rủi ro chuyển đổi, đặc biệt ở các công ty chủ động và không chủ động. Đối với các công ty chủ động, hệ số CEI là -0,077 ($p < 0,01$) đối với nhóm LESG, trong khi chỉ là -0,024

($p < 0,1$) cho nhóm HESG. Đối với các công ty không chủ động, hệ số CEI là -0,091 trong nhóm LESG — cao gấp hơn ba lần so với nhóm HESG (-0,027).

Các kiểm định Chi-bình phương cũng xác nhận rằng những khác biệt này có ý nghĩa thống kê, cho thấy tác động của chính sách bình đẳng LGBTQ đến rủi ro khí hậu không đồng nhất trong các bối cảnh quản trị công ty khác nhau.

Kết quả này cho thấy, đối với các doanh nghiệp không áp dụng cơ chế lương thưởng gắn với hiệu quả ESG, các chính sách bình đẳng LGBTQ đóng vai trò như một tín hiệu quan trọng phản ánh giá trị tổ chức, định hướng lãnh đạo có đạo đức và cam kết phát triển dài hạn. Trong những tổ chức này, CEI có tác động mạnh hơn đến việc giảm thiểu rủi ro khí hậu, bởi vì nó đại diện nổi bật cho cam kết ESG tổng thể của doanh nghiệp. Ngược lại, tại các doanh nghiệp đã thể chế hóa ưu tiên ESG thông qua cơ chế lương thưởng cho lãnh đạo, các giá trị ESG đã được lồng ghép vào hệ thống quản trị nội bộ. Do đó, vai trò phát tín hiệu riêng lẻ của CEI bị suy giảm, vì các hành vi quản trị bền vững đã được thúc đẩy thông qua các công cụ chính thức và toàn diện hơn.

Những phát hiện này hỗ trợ mạnh mẽ cho Giả thuyết 2, cho rằng mối quan hệ nghịch chiều giữa chính sách bình đẳng LGBTQ và rủi ro khí hậu rõ ràng hơn ở các công ty không áp dụng cơ chế lương thưởng ESG. Dưới góc độ quản trị, kết quả ngụ ý rằng trong bối cảnh thiếu vắng các cơ chế khuyến khích chính thức dựa trên hiệu quả ESG, các chính sách đa dạng và hòa nhập dễ thấy, đặc biệt liên quan đến bình đẳng LGBTQ, có thể đóng vai trò như những chỉ báo giá trị về cam kết môi trường - xã hội của doanh nghiệp. Do đó, chính sách bình đẳng LGBTQ không chỉ cải thiện văn hóa nội bộ mà còn là tín hiệu có giá trị đối ngoại về khả năng chống chịu khí hậu của các công ty có hệ thống quản trị ESG chưa phát triển.

Bảng 4. Lương thưởng ESG, chính sách bình đẳng LGBTQ và rủi ro khí hậu

Biến	Rủi ro khí hậu cấp độ doanh nghiệp								
	Rủi ro khí hậu vật lý						Rủi ro chuyển đổi		
	Rủi ro cấp tính			Rủi ro mãn tính			Tổng hợp		
	<i>HESG</i> (1)	<i>LESG</i> (2)	Khác biệt hệ số & χ^2 (1) vs (2) (3)	<i>HESG</i> (4)	<i>LESG</i> (5)	Khác biệt hệ số & χ^2 (4) vs (5) (6)	<i>HESG</i> (7)	<i>LESG</i> (8)	Khác biệt hệ số & χ^2 (7) vs (8) (9)
<i>CEI</i>	-0,020 (-1,63)	-0,066 (-4,81)***	0,046 [11,26]***	-0,015 (-1,21)	-0,053 (-4,17)***	0,038 [10,16]***	-0,029 (-2,18)**	-0,098 (-7,38)***	0,069 [17,43]***
<i>Hằng số</i>	Có	Có		Có	Có		Có	Có	
<i>Biến kiểm soát</i>	Có	Có		Có	Có		Có	Có	
<i>Hiệu ứng cố định</i>	Năm & ngành	Năm & ngành		Năm & ngành	Năm & ngành		Năm & ngành	Năm & ngành	
<i>R² điều chỉnh</i>	0,062	0,084		0,053	0,077		0,100	0,114	
<i>Số quan sát</i>	1.282	1.281		1.282	1.281		1.282	1.281	
	Chủ động			Không chủ động					
	<i>HESG</i> (10)	<i>LESG</i> (11)	Khác biệt hệ số & χ^2 (10) vs (11) (12)	<i>HESG</i> (13)	<i>LESG</i> (14)	Khác biệt hệ số & χ^2 (13) vs (14) (15)			
<i>CEI</i>	-0,024 (-1,69)*	-0,077 (-5,41)***	0,053 [13,59]***	-0,027 (-1,74)*	-0,091 (699)***	0,064 [16,98]***			
<i>Hằng số</i>	Có	Có		Có	Có				
<i>Biến kiểm soát</i>	Có	Có		Có	Có				
<i>Hiệu ứng cố định</i>	Năm & ngành	Năm & ngành		Năm & ngành	Năm & ngành				
<i>R² điều chỉnh</i>	0,086	0,104		0,097	0,115				
<i>Số quan sát</i>	1.282	1.281		1.282	1.281				

Các ký hiệu *, ** và *** lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 10%, 5% và 1%.

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

5. Kết luận

Nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho thấy các chính sách bình đẳng LGBTQ, đo lường bằng chỉ số CEI, có vai trò tích cực trong việc giảm thiểu rủi ro khí hậu ở cấp độ doanh nghiệp. Dựa trên dữ liệu của các công ty niêm yết tại Hoa Kỳ giai đoạn 2001-2021, kết quả cho thấy các công ty có cam kết mạnh với bình đẳng LGBTQ ít chịu rủi ro khí hậu vật lý và rủi ro chuyển đổi hơn. Kết quả nghiên cứu vẫn không thay đổi bởi nhiều mô hình kiểm định tính bền vững khác nhau, kể cả khi đưa vào các yếu tố kiểm soát đặc thù như cấu trúc quản trị. Đáng chú ý, tác động giảm thiểu rủi ro của các chính sách bình đẳng LGBTQ thể hiện rõ rệt hơn ở các doanh nghiệp có mức độ gắn kết giữa lương thưởng điều hành và ESG ở mức thấp.

Phát hiện này nhấn mạnh rằng các chính sách bình đẳng LGBTQ không chỉ mang ý nghĩa đạo đức và xã hội, mà còn là một công cụ quản trị chiến lược giúp tăng cường khả năng thích ứng và sức chống chịu của doanh nghiệp trước các cú sốc khí hậu. Việc thúc đẩy môi trường làm việc đa dạng và hòa nhập sẽ là nền tảng để doanh nghiệp duy trì tính bền vững trong dài hạn.

Trong bối cảnh ESG ngày càng đóng vai trò trung tâm trong quản trị doanh nghiệp, nghiên cứu này khuyến nghị các nhà quản lý không nên xem nhẹ chính sách bình đẳng LGBTQ, mà cần tích cực chú trọng như một phần thiết yếu trong chiến lược phát triển bền vững. Đồng thời, các nhà đầu tư và nhà hoạch định chính sách cũng nên xem xét các chỉ tiêu bình đẳng và hòa nhập như một tín hiệu quan trọng về khả năng quản trị rủi ro và định hướng dài hạn của doanh nghiệp.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Catalyst. (2020). *Why diversity and inclusion matter: Quick takes*. Catalyst. <https://www.catalyst.org/research/why-diversity-and-inclusion-matter/>
- Demiralay, S., Kilincarslan, E., & Li, Z. (2025). LGBTQ+ Workplace Inclusion and Corporate Environmental Performance. *Business Strategy and the Environment*, 34(8), 10785-10802. <https://doi.org/10.1002/bse.70134>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Eccles, R. G., & Klimenko, S. (2019). The investor revolution. *Harvard Business Review*, 97(3), 106-116.
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621-640. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>
- Flammer, C. (2015). Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science*, 61(11), 2549-2568. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2038>
- Flammer, C., Hong, B., & Minor, D. (2019). Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes. *Strategic Management Journal*, 40(7), 1097-1122. <https://doi.org/10.1002/smj.3018>

- Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258. <https://doi.org/10.5465/256324>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. Yale University Press.
- Hasan, M. M., & Marwick, T. (2022). Corporate sexual orientation equality policies and the cost of equity capital. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 34, 100664. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100664>
- International Monetary Fund (IMF). (2020, April). Climate change: Physical risk and equity prices (Chapter 5). In *Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020-49020>
- Jensen, M. C. (2010). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 32-42. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00259.x>
- Kotsantonis, S., Pinney, C., & Serafeim, G. (2016). ESG integration in investment management: Myths and realities. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 10-16. <https://doi.org/10.1111/jacf.12169>
- Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2020). The importance of climate risks for institutional investors. *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1067-1111. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz137>
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008>
- Li, Q., Shan, H., Tang, Y., & Yao, V. (2024). Corporate climate risk: Measurements and responses. *The Review of Financial Studies*, 37(6), 1778-1830. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhad094>
- Marquis, C., & Qian, C. (2014). Corporate social responsibility reporting in China: Symbol or substance?. *Organization Science*, 25(1), 127-148. <https://doi.org/10.1287/orsc.2013.0837>
- Miller, T., & Triana, M. (2009). Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity-firm performance relationship. *Journal of Management Studies*, 46(5), 755-786. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00839.x>
- Nishii, L. H. (2013). The benefits of climate for inclusion for gender-diverse groups. *Academy of Management Journal*, 56(6), 1754-1774. <https://doi.org/10.5465/amj.2009.0823>
- Pichler, S., Blazovich, J. L., Cook, K. A., Huston, J. M., & Strawser, W. R. (2018). Do LGBT-supportive corporate policies enhance firm performance?. *Human Resource Management*, 57(1), 263-278. <https://doi.org/10.1002/hrm.21831>
- Securities and Exchange Commission (SEC). (2022). *SEC proposes rules to enhance and standardize climate-related disclosures for investors* [Press release]. <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509-533. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199708\)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199708)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z)