

ẢNH HƯỞNG CỦA VĂN HOÁ CHÍNH TRỰC DOANH NGHIỆP ĐẾN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC

THE IMPACT OF CORPORATE INTEGRITY CULTURE ON DIVIDEND POLICY

Nguyễn Thanh Hương*, Hoàng Dương Việt Anh, Dương Thị Dung

Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng, Việt Nam¹

*Tác giả liên hệ / Corresponding author: huongnt@due.edu.vn

(Nhận bài / Received: 09/12/2024; Sửa bài / Revised: 04/8/2025; Chấp nhận đăng / Accepted: 11/8/2025)

DOI: 10.31130/ud-jst.2025.23(8A).503

Tóm tắt - Bài báo này nghiên cứu tác động của văn hóa chính trực doanh nghiệp đến chính sách cổ tức tại các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ trong giai đoạn từ 1994 đến 2022. Kết quả nghiên cứu cho thấy, văn hóa chính trực doanh nghiệp có tác động ngược chiều đến xác suất chi trả cổ tức. Theo đó, các công ty có nền tảng văn hóa chính trực cao thường ít có xu hướng chi trả cổ tức hơn do sự bất cân xứng thông tin ở các công ty này thấp, tính minh bạch thông tin cao và chi phí đại diện thấp. Văn hóa chính trực cao tạo ra niềm tin giữa các bên liên quan, đặc biệt là giữa nhà đầu tư và quản lý công ty, gia tăng sự ủng hộ của cổ đông và giúp công ty có thể tập trung vào các chiến lược tái đầu tư dài hạn hơn là chi trả cổ tức.

Từ khóa - Văn hóa doanh nghiệp; chính sách cổ tức; bất cân xứng thông tin; vấn đề đại diện

1. Tính cấp thiết của nghiên cứu

Chính sách cổ tức đóng vai trò then chốt trong chiến lược tài chính của doanh nghiệp, không chỉ phản ánh định hướng phân phối lợi nhuận mà còn ảnh hưởng sâu rộng đến giá trị cổ phiếu và kỳ vọng của nhà đầu tư trên thị trường [1]. Việc thiết kế và công khai một chính sách cổ tức hợp lý, minh bạch và công bằng là điều kiện cần để củng cố lòng tin của cổ đông và gia tăng mức độ hấp dẫn của cổ phiếu doanh nghiệp. Mức cổ tức ổn định hoặc tăng trưởng đều được xem là tín hiệu cho thấy doanh nghiệp đang có dòng tiền khả quan và triển vọng phát triển tích cực. Ngược lại, mức cổ tức thấp hoặc thay đổi thất thường có thể được nhà đầu tư diễn giải là dấu hiệu thận trọng, hoặc tiềm ẩn rủi ro trong hoạt động kinh doanh.

Tuy nhiên, quyết định chi trả cổ tức không hề đơn giản, bởi doanh nghiệp cần cân đối giữa lợi ích ngắn hạn của cổ đông và yêu cầu giữ lại lợi nhuận để phục vụ mục tiêu tăng trưởng dài hạn. Một chính sách cổ tức cao có thể giúp nâng cao sự hài lòng của cổ đông, nhưng lại làm suy giảm nguồn lực tài chính cho các dự án đầu tư tương lai. Trong khi đó, nếu duy trì mức cổ tức thấp để tích lũy vốn tái đầu tư, doanh nghiệp có thể đối mặt với nghi ngại từ cổ đông về khả năng sử dụng dòng tiền không hiệu quả. Đây chính là vấn đề đại diện (agency problem), khi lợi ích của nhà quản lý và cổ đông không đồng nhất [2]. Các nhà quản lý, với hiểu biết sâu sắc về tình hình nội tại, thường có xu hướng thận trọng trong việc phân phối lợi nhuận, nhất là khi thu nhập của họ gắn với hiệu quả hoạt

Abstract - This paper investigates the impact of corporate integrity culture on dividend policy among publicly listed companies in the U.S. stock market during the period from 1994 to 2022. Results show that, corporate integrity culture has a negative impact on the likelihood of dividend payments. Specifically, firms with a strong foundation of integrity culture are less likely to pay dividends, as they tend to exhibit lower information asymmetry, greater transparency, and reduced agency costs. A high level of corporate integrity fosters trust among stakeholders, particularly between investors and the management team, thereby enhancing shareholder support and enabling firms to focus on long-term reinvestment strategies rather than dividend distribution.

Key words - Corporate integrity culture; dividend policy; information asymmetry; agency problem

động dài hạn của doanh nghiệp. Điều này đặt ra một bài toán cân bằng phức tạp giữa kỳ vọng cổ đông và chiến lược phát triển của công ty – một chủ đề luôn được các tập đoàn và nhà quản trị cân nhắc cẩn trọng.

Mặc dù, chính sách cổ tức đã được nghiên cứu rộng rãi trong tài chính truyền thống, các bằng chứng thực nghiệm gần đây cho thấy, yếu tố văn hóa, một khía cạnh phi tài chính, có thể đóng vai trò quan trọng trong việc định hình hành vi chi trả cổ tức. Michaely và Roberts [1] cho rằng, sự không nhất quán giữa các kết quả nghiên cứu về cổ tức có thể bắt nguồn từ việc chưa tích hợp yếu tố văn hóa vào mô hình. Thật vậy, một loạt nghiên cứu thực nghiệm đã ghi nhận mối liên hệ giữa văn hóa quốc gia và chính sách cổ tức [3] - [5]. Một số nghiên cứu đã mở rộng tiếp cận yếu tố văn hóa ở cấp độ doanh nghiệp và cá nhân lãnh đạo [6], [7]. Tuy nhiên, đa phần các nghiên cứu hiện nay mới chỉ dừng lại ở cấp độ quốc gia hoặc đặc điểm cá nhân của CEO, trong khi vai trò của văn hóa doanh nghiệp, đặc biệt là văn hóa chính trực, trong việc hình thành hành vi chi trả cổ tức vẫn chưa được khai thác một cách đầy đủ. Trong bối cảnh doanh nghiệp ngày càng nhấn mạnh tính minh bạch, trách nhiệm và chuẩn mực đạo đức trong quản trị, việc làm rõ mối quan hệ giữa văn hóa chính trực và chính sách cổ tức là một hướng tiếp cận mới, có ý nghĩa học thuật và thực tiễn sâu sắc. Do đó, nghiên cứu này kỳ vọng sẽ đóng góp thêm bằng chứng thực nghiệm có giá trị, qua đó bổ sung vào nền tảng lý luận về mối quan hệ giữa văn hóa chính trực và các quyết định tài chính của doanh nghiệp. Bên

¹ The University of Danang – University of Economics, Vietnam (Nguyễn Thanh Hương, Hoàng Dương Việt Anh, Dương Thị Dung)

cạnh đóng góp học thuật, kết quả nghiên cứu cũng mang lại những hàm ý chính sách hữu ích cho đội ngũ quản trị doanh nghiệp và các bên liên quan trong việc nhận diện và phát huy vai trò của văn hóa chính trực như một yếu tố ảnh hưởng đến hành vi tài chính. Đồng thời, nghiên cứu cũng mở ra các hướng đi mới cho các công trình tương lai trong việc khám phá vai trò của văn hóa chính trực trong việc hình thành và điều chỉnh các quyết định chiến lược của doanh nghiệp.

2. Tổng quan tài liệu và phát triển giả thuyết

Theo Miller và Modigliani [8], chính sách cổ tức là chính sách mà một công ty sử dụng để cơ cấu việc trả cổ tức cho các cổ đông. Chính sách cổ tức thể hiện quyết định giữa việc trả lợi nhuận cho cổ đông so với việc giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư. Chính sách cổ tức có ảnh hưởng quan trọng đến tỉ lệ tăng trưởng thu nhập của cổ tức trong tương lai và giá trị tài sản thực tế của cổ đông [1]. Ngày nay, chính sách cổ tức không chỉ đơn thuần là việc xác định mức độ chi trả, mà còn bao gồm đến hình thức và cách thức thực hiện. Đặc biệt trong bối cảnh một số công ty đối diện với tình huống không thể chi trả cổ tức vì các lý do khác nhau, việc tìm ra những cách tiếp cận thích hợp nhằm sử dụng lợi nhuận giữ lại một cách hiệu quả trở nên cực kỳ quan trọng. Bên cạnh đó, nhà đầu tư không chỉ dừng lại ở việc quan tâm đến nhận được bao nhiêu cổ tức, mà còn đến hệ quả của việc chi trả cổ tức có ảnh hưởng đến sự phát triển và hiệu suất của doanh nghiệp hay không. Vì vậy, có thể nói chính sách cổ tức có vai trò vô cùng quan trọng và ảnh hưởng rất lớn đến việc thu hút vốn từ các nhà đầu tư.

Nghiên cứu của Gorden [9] cho thấy, việc các công ty ưu tiên chi trả cổ tức bằng tiền mặt sẽ làm giảm vấn đề người đại diện và xoa dịu mâu thuẫn lợi ích giữa người quản lý và chủ sở hữu; qua đó góp phần làm giảm rủi ro cho nhà đầu tư. Jensen và Meckling [2] lý giải rằng, thông tin bất cân xứng là nguyên nhân chính phát sinh vấn đề đại diện, và mâu thuẫn lợi ích giữa người quản lý và chủ sở hữu. Và trong những tình huống như vậy, chính sách cổ tức đóng vai trò vô cùng quan trọng trong việc giảm thiểu chi phí đại diện (agency costs), từ đó giảm xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và cổ đông [10] - [13]. Tuy nhiên, việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt cũng đặt ra những thách thức về dòng tiền và thanh khoản của các công ty này, làm ảnh hưởng đến khả năng sử dụng nguồn vốn của công ty cho các mục đích sinh lời khác, ảnh hưởng không nhỏ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp [4]. [7].

Bên cạnh đó, nghiên cứu của Aggarwal và Goodell [14] cho rằng việc bỏ qua tác động của khía cạnh văn hóa trong các nghiên cứu tài chính không phải là một hướng đi tối ưu, và đề xuất cần mở rộng phạm vi trong các nghiên cứu tài chính bằng cách cách kết hợp thêm tác động từ khía cạnh văn hóa. Nghiên cứu của Michaely và Roberts [1] cũng ghi nhận rằng, sự không nhất quán giữa các kết quả nghiên cứu về chính sách cổ tức có thể bắt nguồn từ việc các nghiên cứu này chưa xem xét đến khía cạnh văn hóa. Thật vậy, nghiên cứu của Byrne và O'Connor [3] đã phát hiện sự khác biệt về văn hóa là nhân tố giúp giải thích tại sao chính sách cổ tức khác nhau đáng kể giữa các quốc gia. Khiar và Kooli [4] sử dụng dữ liệu

từ 55 quốc gia cũng nhận thấy rằng văn hóa quốc gia có mối quan hệ ngược chiều với quyết định chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Cụ thể, công ty ở những quốc gia với các chỉ số văn hóa cao có xu hướng ít chi cổ tức bằng tiền mặt, do họ ưu tiên duy trì dòng tiền ở mức cao để có thể đối mặt với những tình huống không lường trước được trong tương lai cũng như tìm kiếm cơ hội đầu tư trong dài hạn. Kết quả tương tự cũng được ghi nhận trong nghiên cứu của Fidrmuc và Jacob [5]. Một số nghiên cứu khác đã tiếp cận yếu tố văn hóa ở cấp độ doanh nghiệp và cá nhân lãnh đạo. Farooq và Ahmed [6] sử dụng dữ liệu từ 61 quốc gia, chỉ ra rằng các doanh nghiệp hoạt động tại những quốc gia có chuẩn mực đạo đức doanh nghiệp cao thường chi trả cổ tức ít hơn. Trong khi đó, Naeem và Khurram [7] phát hiện rằng các CEO theo khuynh hướng chủ nghĩa cá nhân có khả năng chi trả cổ tức cao hơn, đặc biệt ở các công ty có mức độ bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện cao.

Mặc dù, các nghiên cứu trên đã góp phần làm sáng tỏ mối quan hệ giữa văn hóa và chính sách cổ tức, phần lớn vẫn tập trung vào khía cạnh quốc gia hoặc đặc điểm cá nhân nhà quản lý. Trong khi đó, vai trò của văn hóa doanh nghiệp, đặc biệt là văn hóa chính trực, vẫn chưa được khai thác một cách toàn diện. Theo O'Reilly và Chatman [15], văn hóa doanh nghiệp là tập hợp các giá trị và chuẩn mực được chia sẻ, duy trì và củng cố trong toàn tổ chức. Văn hóa này không chỉ định hình cách thức nhân sự tương tác nội bộ và với các bên liên quan [16], mà còn ảnh hưởng sâu sắc đến hành vi tài chính và chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp [17]. Trong đó, văn hóa chính trực – được đặc trưng bởi sự minh bạch, trung thực và tuân thủ chuẩn mực đạo đức – đóng vai trò cốt lõi trong việc xây dựng niềm tin tổ chức. Các nghiên cứu gần đây cho thấy, văn hóa chính trực gắn liền với nhiều kết quả tích cực: chất lượng báo cáo tài chính cao hơn [18], giảm hành vi quản trị lợi nhuận [19], hạn chế vấn đề đại diện [20], và giảm thiểu hành vi sai phạm [21]. Đồng thời, các công ty có văn hóa chính trực thường được thị trường đánh giá tín nhiệm cao hơn, từ đó giảm chi phí vốn và nâng cao hiệu quả tiếp cận nguồn lực tài chính [22].

Với tính minh bạch thông tin cao, mức độ bất cân xứng thông tin thấp và chi phí đại diện thấp, các công ty có văn hóa chính trực thường không cần sử dụng chính sách cổ tức như một công cụ để trấn an nhà đầu tư. Do đó, việc chi trả cổ tức tại những công ty này có thể không mang tính ưu tiên như ở các doanh nghiệp thiếu minh bạch. Từ các lập luận lý thuyết và bằng chứng thực nghiệm nêu trên, có thể kỳ vọng rằng các công ty với nền tảng văn hóa chính trực cao sẽ ít có xu hướng chi trả cổ tức hơn các công ty có văn hóa chính trực thấp.

Giả thuyết nghiên cứu H1: Công ty có văn hóa chính trực cao ít có xu hướng chi trả cổ tức hơn các công ty có văn hóa chính trực thấp.

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu và mẫu

Để kiểm định giả thuyết, tác giả thu thập dữ liệu thứ cấp của các công ty được niêm yết trên thị trường chứng khoán tại Mỹ trong giai đoạn từ 1994-2022. Nhóm tác giả

sử dụng dữ liệu từ Compustat, 13F, I/B E/S để ghi nhận các công ty có xu hướng chi trả thông qua hình thức cổ tức. Tác giả loại trừ các công ty bị thiếu dữ liệu hoặc dữ liệu bất thường, bao gồm các công ty có thu nhập ròng âm, tổng tài sản âm và dòng tiền âm và các công ty không đủ phạm vi bao phủ của biến kiểm soát. Tác giả cũng loại trừ các quan sát trong năm của công ty do thiếu dữ liệu về chính sách chi trả (cổ tức và mua lại cổ phần), tổng tài sản, vốn chủ sở hữu chung, tổng doanh thu và thu nhập. Tác giả sử dụng cách phân loại ngành của Fama và French để xác định ngành của các công ty và loại trừ các công ty hoạt động trong lĩnh vực tài chính và năng lượng. Nhóm tác giả sử dụng dữ liệu của Li và cộng sự [21] để đo lường văn hóa chính trực doanh nghiệp. Sau khi loại bỏ các dự liệu bị thiếu, mẫu cuối cùng của nhóm tác giả bao gồm 60.852 quan sát.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Để kiểm tra giả thuyết về tác động của văn hóa chính trực doanh nghiệp đến chính sách cổ tức, nhóm tác giả sử dụng mô hình hồi quy logit như sau:

$$DIVDUM_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INTEGR_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + \gamma_i + \delta_t + \varepsilon_{i,t} \tag{1}$$

Trong đó, biến phụ thuộc (DIVDUM) là biến giả, nhận giá trị bằng 1 nếu công ty trả cổ tức trong năm đó và bằng 0 nếu ngược lại. Biến độc lập (INTEG) là biến đo lường văn hóa chính trực doanh nghiệp. Theo Li và cộng sự [21] chỉ số chính trực được coi là một trong những chỉ số đặc trưng, đại diện cho sự chân thành và trung thực trong hoạt động của công ty. Biến này được đo bằng tần suất có trọng số của các từ liên quan đến sự chính trực (chẳng hạn như, chính trực, trung thực, tin cậy, đạo đức, minh bạch...)

trong phần hỏi đáp của các cuộc hội nghị báo cáo tài chính của các công ty niêm yết (Earning Calls), tính trung bình trong khoảng thời gian 3 năm. Các biến kiểm soát (Controls) bao gồm các biến có thể ảnh hưởng đến chi trả cổ tức, bao gồm: sở hữu định chế (IO), đòn bẩy tài chính (LEV), thời gian hoạt động của công ty (LNAGE), quy mô công ty (LNTA), giá trị thị trường so với giá trị sổ sách (MB), lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản (RETA), hiệu quả hoạt động (ROA), độ lệch chuẩn của ROA (ROVOL) và số lượng nhà phân tích (ANALYST).

Nhóm tác giả thay thế các giá trị cực đoan (nhỏ hơn phân vị 1% và lớn hơn phân vị 99%) bằng các quan sát ở phân vị 1% và phân vị 99% trong phân phối mẫu của mỗi biến liên tục để hạn chế ảnh hưởng của các quan sát ngoại biên (outliers) đến kết quả hồi quy. Trong mô hình (1) hiệu ứng cố định ngành (γ_i) và hiệu ứng cố định năm (δ_t) được sử dụng để kiểm soát các tác động cố định của ngành và năm lên mối quan hệ giữa văn hóa chính trực và chính sách cổ tức của doanh nghiệp.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 cung cấp thống kê mô tả chi tiết về các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu. Kết quả cho thấy, biến chi trả cổ tức (DIVDUM) dao động từ giá trị nhỏ nhất là 0 và giá trị cao nhất là 1. Giá trị trung bình và trung vị của biến này lần lượt là 0,32 và 0. Điều này cho thấy, phần lớn các công ty trong mẫu dữ liệu đã thực hiện chính sách không chi trả cổ tức. Biến độc lập (INTEG) nhận giá trị nhỏ nhất là 0,02 và giá trị lớn nhất lên đến 0,6, đồng thời, giá trị trung bình là 0,1 và giá trị trung vị là 0,09.

Bảng 1. Thống kê mô tả biến cho toàn mẫu

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị thấp nhất	Phân vị 25	Phân vị 50	Phân vị 75	Giá trị cao nhất
DIVDUM	60.852	0,32	0,47	0	0	0	1	1
INTEG	60.852	0,10	0,05	0,02	0,08	0,09	0,12	0,60
IO	60.852	0,49	0,31	0,00	0,21	0,52	0,76	1,00
LEV	60.852	0,26	0,22	0,00	0,10	0,20	0,37	1,10
LNAGE	60.852	2,79	0,79	0,81	2,20	2,77	3,40	4,27
LNTA	60.852	5,99	1,97	2,49	4,46	5,86	7,34	11,94
MB	60.852	2,00	1,50	0,48	1,12	1,51	2,26	9,40
RETA	60.852	-0,40	1,59	-8,27	-0,33	0,10	0,34	0,83
ROA	60.852	-0,02	0,22	-1,13	-0,02	0,05	0,09	0,32
ROVOL	60.852	0,09	0,15	0,00	0,02	0,04	0,09	1,02
ANALYST	60.852	5,90	6,52	0,00	1,00	3,67	8,50	28,42

Nguồn: Tính toán của tác giả

hợp với kết quả kinh doanh. Đồng thời số lượng nhà phân tích cũng có sự thay đổi rất lớn giữa các công ty, với giá trị thấp nhất là 0, giá trị cao nhất lên đến 28,42 và độ lệch chuẩn là 6,52.

4.2. Kết quả hồi quy

Bảng 2 trình bày các kết quả hồi quy về tác động của văn hóa chính trực lên xác suất chi trả cổ tức của doanh nghiệp. Cột (1) sử dụng mô hình logit. Cột (2) mở rộng mô hình bằng cách đưa vào biến độ trễ một năm (Lag_DIVDUM) của biến

Ngoài ra, Bảng 1 còn cho thấy, đa phần các công ty trong mẫu được sở hữu bởi nhà đầu tư định chế (giá trị trung vị là 0,52) nhưng tỷ lệ sở hữu định chế trong mỗi công ty lại thấp hơn (giá trị trung bình là 0,49). Tỷ lệ đòn bẩy của các công ty tương đối thấp với giá trị trung bình là 26%. Giá trị trung bình của ROA là rất thấp (-0,02), và giá trị trung vị là 0,05. Bên cạnh đó, giá trị trung bình của biến RETA cho thấy, một tỷ lệ đáng kể các doanh nghiệp trong mẫu có thu nhập giữ lại âm so với tổng tài sản, phản ánh tình trạng lỗ lũy kế hoặc chính sách cổ tức không phù

phụ thuộc nhằm kiểm soát hiện tượng tự tương quan trong mô hình. Cột (3) và (4) lần lượt chạy lại mô hình logit trong hai giai đoạn: ngoài thời kỳ đại dịch COVID-19 và trong thời kỳ đại dịch, nhằm kiểm tra tính ổn định của mối quan hệ trong các bối cảnh kinh tế khác nhau.

Kết quả ước lượng cho thấy, biến văn hóa chính trực doanh nghiệp (INTEG) nhận hệ số âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% trong cả bốn mô hình, qua đó ủng hộ giả thuyết H1. Điều này phản ánh mối quan hệ nghịch chiều giữa mức độ chính trực trong văn hóa doanh nghiệp và xác suất chi trả cổ tức. Nói cách khác, các công ty có chỉ số văn hóa chính trực cao thường ít có xu hướng chi trả cổ tức, thay vào đó, họ ưu tiên giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư, tăng cường khả năng thanh khoản hoặc theo đuổi các mục tiêu chiến lược dài hạn.

Bảng 2. Ảnh hưởng của văn hóa chính trực doanh nghiệp đến chính sách cổ tức

	(1)	(2)	(3)	(4)
Hệ số chặn	-3,82 (-1,10)	-5,21 (-0,91)	-4,18 (-0,57)	-2,05 (-0,05)
INTEG	-21,58 (-58,82)***	-12,31 (-34,04)***	-19,97 (-53,19)***	-40,69 (-27,06)***
Lag		5,35		
DIVDUM		(107,45)***		
IO	-0,35 (-6,11)***	0,16 (1,65)*	-0,36 (-5,70)***	-0,54 (-3,55)***
LEV	-4,70 (-51,34)***	-5,01 (-35,97)***	-4,93 (-48,95)***	-3,59 (-14,79)***
LNAGE	0,90 (45,50)***	0,50 (15,51)***	0,89 (42,81)***	0,90 (13,80)***
LNTA	0,65 (47,93)***	0,49 (23,03)***	0,67 (45,96)***	0,55 (13,72)***
MB	-0,13 (-9,61)***	-0,20 (-9,35)***	-0,14 (-9,48)***	-0,11 (-2,78)***
RETA	0,71 (18,17)***	0,11 (2,90)***	0,81 (18,25)***	0,35 (4,46)***
ROA	5,67 (28,12)***	6,92 (25,00)***	5,52 (25,56)***	6,41 (10,76)***
ROVOL	-3,30 (-13,77)***	-2,20 (-7,73)***	-3,51 (-13,64)***	-0,74 (-1,05)
ANALYST	-0,05 (-14,63)***	-0,03 (-4,90)***	-0,05 (-14,55)***	-0,03 (-3,70)***
Pseudo R2 (%)	46,30	62,98	46,01	51,47
Hiệu ứng ngành & năm	Có	Có	Có	Có
Số quan sát	60.852	60.852	54.158	6.694

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả.

Giá trị thống kê t được thể hiện trong ngoặc đơn. Mức ý nghĩa thể hiện *, **, *** tương ứng với 10%, 5%, và 1%.

Điều này có thể được lý giải bởi các công ty có nền tảng văn hóa chính trực cao thường hoạt động trong môi trường minh bạch hơn về thông tin, với mức độ bất cân xứng thông tin và chi phí đại diện thấp. Trong bối cảnh đó, cổ đông có xu hướng tin tưởng và ủng hộ các quyết định đầu tư dài hạn, không đặt nặng vai trò của cổ tức như một công cụ giám sát hoặc bảo vệ quyền lợi. Ngoài ra, văn hóa chính trực còn đóng vai trò điều tiết hành vi tổ chức theo hướng phù hợp với lợi ích dài hạn của cổ đông, thúc đẩy tính minh bạch trong quản trị và nâng cao uy tín doanh nghiệp trên thị trường vốn.

5. Kết luận

Nghiên cứu này xem xét mối quan hệ giữa văn hóa chính trực doanh nghiệp và chính sách chi trả cổ tức, từ đó làm rõ vai trò của yếu tố văn hóa tổ chức trong các quyết định tài chính quan trọng của doanh nghiệp. Dựa trên dữ liệu của các công ty niêm yết tại thị trường chứng khoán Mỹ trong giai đoạn 1994–2022, kết quả cho thấy, các công ty có mức độ văn hóa chính trực cao ít có xu hướng chi trả cổ tức hơn so với các công ty còn lại. Nghiên cứu [9-13] cho thấy, chất lượng thông tin, mức độ minh bạch, và chi phí đại diện là yếu tố quan trọng quyết định mức chi trả cổ tức. Trên cơ sở này, nhóm tác giả lý giải rằng các công ty với nền tảng văn hóa chính trực doanh nghiệp cao có khả năng quản lý và giải quyết các vấn đề về đại diện hiệu quả hơn do có sự minh bạch thông tin hơn, đồng thời nhận được sự ủng hộ và niềm tin mạnh mẽ hơn của cổ đông vào sự phát triển dài hạn của mình [25].

Dựa trên các kết quả này, bài báo cũng đề xuất một số hàm ý có giá trị tham khảo sau: Thứ nhất, đối với nhà quản lý doanh nghiệp, nghiên cứu nhấn mạnh vai trò thiết yếu của việc xây dựng và duy trì văn hóa chính trực trong tổ chức như một công cụ làm giảm chi phí đại diện và tăng cường niềm tin từ cổ đông. Điều này đặc biệt quan trọng trong bối cảnh các công ty cần sự ủng hộ của cổ đông để giữ lại lợi nhuận phục vụ các mục tiêu đầu tư dài hạn. Việc phát triển một nền văn hóa minh bạch, công bằng, kèm theo hệ thống khen thưởng rõ ràng và đánh giá hiệu quả công việc hợp lý sẽ góp phần tạo dựng môi trường quản trị hiệu quả và bền vững. Thứ hai, đối với nhà đầu tư, việc đánh giá mức độ văn hóa chính trực trong tổ chức có thể giúp phân biệt giữa các công ty tập trung vào tăng trưởng dài hạn với các công ty theo định hướng ngắn hạn. Điều này đặc biệt hữu ích cho việc lựa chọn danh mục đầu tư phù hợp với chiến lược cá nhân và “khẩu vị” rủi ro. Cuối cùng, đối với các nhà hoạch định chính sách, kết quả nghiên cứu hàm ý rằng cần có các cơ chế hỗ trợ và khuyến khích phát triển văn hóa doanh nghiệp, đặc biệt là các chuẩn mực đạo đức và quản trị minh bạch. Những doanh nghiệp có văn hóa chính trực cao không chỉ tăng khả năng tạo giá trị bền vững, mà còn góp phần củng cố tính minh bạch và ổn định của thị trường tài chính, từ đó thúc đẩy tăng trưởng kinh tế và cải thiện phúc lợi xã hội.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] R. Michaely and M. R. Roberts, "Corporate dividend policies: lessons from private firms", *The Review of Financial Studies*, vol. 25, no. 3, pp. 711-746, 2012.
- [2] M. C. Jensen and W. H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360, 1976.
- [3] J. Byrne and O'Connor, "Creditor rights, culture and dividend payout policy", *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 39, pp. 60-77, 2017.
- [4] M. N. Khiar and M. Kooli, "Culture and payout policy: International evidence", *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 70, pp. 100823, 2023.
- [5] J. P. Fidrmuc and M. Jacob, "Culture, agency costs, and dividends", *Journal of Comparative Economics*, vol. 38, no. 3, pp. 321-339, 2010.
- [6] O. Farooq and N. Ahmed, "International evidence on the relationship between corporate ethics and dividend policy".

International Journal of Managerial Finance, vol. 19, no. 4, pp. 890-909, 2023.

[7] M. Naeem and S Khurram, "Does a CEO's culture affect dividend policy?", *Finance Research Letters*, vol. 35, pp. 101302, 2020.

[8] M. H. Miller and F. Modigliani, "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *The Journal of Business*, vol. 34, no. 4, pp. 411-433, 1961.

[9] M. J. Gorden, "Optimal investment and financing policy", *The Journal of Finance*, vol. 18, no. 2, pp. 264-272, 1963.

[10] J. Lintner, "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", *The American Economic Review*, vol. 46, no. 2, pp. 97-113, 1956.

[11] S. A. Ross, "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach", *The Bell Journal of Economics*, vol. 8, no. 1, pp. 23-40, 1977.

[12] F. H. Easterbrook, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *The American Economic Review*, vol. 74, no. 4, pp. 650-659, 1984.

[13] M. C. Jensen, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, pp. 323-329, 1986.

[14] R. Aggarwal and J. W. Goodel, "Culture, institutions, and financing choices: How and why are they related?", *Research in International Business and Finance*, vol. 31, pp. 101-111, 2014.

[15] C. O'Reilly and J. A. Chatman, "Culture as social control: Corporations, cults, and commitment", *In Research in organizational behavior*, vol. 18, eds. B. M. Staw and L. L. Cummings, pp. 157-200. Greenwich, CT: JAI Press, 1996.

[16] E. H. Schein, "Defining organizational culture", *Classics of Organization Theory*, vol. 3, no. 1, pp. 490-502, 1985.

[17] W. Kucharska and R. Kowalczyk, "How to achieve sustainability?- Employee's point of view on company's culture and CSR practice", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, vol. 26, no. 2, pp. 453-467, 2019.

[18] M. Yin, J. Zhang, and J. Han, "Impact of CEO-board social ties on accounting conservatism: Internal control quality as a mediator", *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 52, pp. 101172, 2020.

[19] L. Biggerstaff, D. C. Cicero, and A. Puckett, "Suspect CEOs, unethical culture, and corporate misbehavior", *Journal of Financial Economics*, vol. 117, no. 1, pp. 98-121, 2015.

[20] B. Balachandran, R.W. Faff, S. Mishra, and S. Shams, Target firm's integrity culture and M&A performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 52, no. 1, pp. 433-471, 2025.

[21] K. Li, F. Mai, R. Shen, and X. Yan, "Measuring Corporate Culture Using Machine Learning", *The Review of Financial Studies*, vol. 34, no. 7, p. 3265-3315, 2021.

[22] X. Bao, M. Han, R. Lau, and X. Xu, "Corporate integrity culture and credit rating assessment", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 93, pp. 102007, 2024.

[23] Y. Zhang, K. Uchida and L. Dong, "External financing and earnings management: evidence from international data", *Research in International Business and Finance*, vol. 54, pp. 101275, 2020.

[24] I. Garrett and R. Priestley, "Dividend behaviour and dividend signaling", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, no. 2, pp. 173-189, 2000.

[25] K. Li, X. Liu, F. Mai, and T. Zhang, "The Role of Corporate Culture in Bad Times: Evidence from the COVID-19", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 56, no. 7, pp. 2545 - 2583, 2021.

PHỤ LỤC: ĐỊNH NGHĨA CÁC BIẾN TRONG MÔ HÌNH

Tên biến	Ký hiệu	Định nghĩa	Nguồn
Chính sách cổ tức	DIVDUM	Biến giả nhận giá trị bằng 1 nếu công ty trả cổ tức trong năm đó và bằng 0 nếu ngược lại.	Compustat
Tính chính trực	INTEG	Tần suất có trọng số của các từ liên quan đến sự chính trực trong phần hỏi đáp của các cuộc hội nghị báo cáo tài chính của các công ty niên yết, tính trung bình trong khoảng thời gian 3 năm.	Li & cộng sự [21]
Quy mô công ty	LNTA	Logarit tổng tài sản	Compustat
Giá trị thị trường so với giá trị sổ sách	MB	Tỷ lệ giữa giá trị thị trường của tổng tài sản chia cho giá trị sổ sách của tổng tài sản.	
Đòn bẩy tài chính	LEV	Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản.	Compustat
Hiệu quả hoạt động	ROA	Tỷ lệ thu nhập trước khoản mục bất thường cộng chi phí lãi vay cộng thuế hoãn lại chia cho tổng tài sản.	Compustat
Thời gian hoạt động của công ty	LNAGE	Logarit thời gian hoạt động của công ty.	Compustat
Lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản	RETA	Thu nhập giữ lại trên tổng tài sản.	Compustat
Độ lệch chuẩn của ROA	ROVOL	Độ lệch chuẩn của ROA trong 12 quý trước.	Compustat
Sở hữu định chế	IO	Tỷ lệ sở hữu trung bình của các nhà đầu tư tổ chức trong 4 quý năm tài chính của công ty.	13F
Số lượng nhà phân tích	ANALYST	Số lượng nhà phân tích theo dõi trong năm	I/B/E/S