

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Đức Trung, Lê Hoàng Anh và Đinh Thị Phương Anh** - Dự báo tăng trưởng kinh tế và lạm phát Việt Nam: một so sánh giữa mô hình VAR, LASSO VÀ MLP. **Mã số 154.1Deco.11** 3
Forecasting Economic Growth and Inflation in Vietnam: A Comparison Between the Var Model, the Lasso Model, and the Multi-Layer Perceptron Model
- 2. Hà Văn Sự và Lê Nguyễn Diệu Anh** - Các yếu tố tác động đến phát triển thương mại đáp ứng yêu cầu phát triển bền vững ở Việt Nam. **Mã số 154.1Deco.12** 14
The Study on Factors Affecting Trade Development Meeting the Requirements for Sustainable Development in Vietnam
- 3. Nguyễn Văn Huân và Nguyễn Thị Quỳnh Trang** - Nghiên cứu Mô hình Z-Score vào cảnh báo sớm rủi ro hoạt động kinh doanh tín dụng tại các ngân hàng thương mại Việt Nam. **Mã số 154.1FiBa.11** 28
Studying Z-Score Model in Early Warnings of Credit Risk at Vietnam Commercial Banks

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Nguyễn Thu Thủy và Nguyễn Văn Tiến** - Các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số 154.2FiBa.22** 36
Some Factors Influencing Dividend Policy of the Real Estate Companies Listed on Vietnamese Stock Market
- 5. Nguyễn Thị Minh Nhân và Phạm Thị Thanh Hà** - Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến trả công lao động tại ngân hàng thương mại cổ phần đầu tư và phát triển Việt Nam. **Mã số 154.2HRMg.21** 49
Research on Factors Affecting Wage Labour in the Joint Stock Commercial Bank for Investment and Development of Vietnam
- 6. Nguyễn Thị Ngọc Huyền và Trần Thị Thanh Phương** - Tác động của thực tiễn quản trị nguồn nhân lực đến hiệu quả công việc của nhân viên ngành tài chính tiêu dùng tại Thành phố Hồ Chí Minh. **Mã số 154.2.HRMg.21** 65
The Impact of Empirical Human Resource Management on Job Performance of Employees in the Consumer Finance Sector in Ho Chi Minh City

- 7. Ngô Mỹ Trân, Trần Thị Bạch Yến và Lâm Thị Ngọc Nhung** - Ảnh hưởng của quản trị chéo đến hiệu quả tài chính của các công ty niêm yết trên Thị trường chứng khoán Việt Nam.
Mã số 154.2FiBa.21 80
Effect of Multiple Directorships on Financial Performance of Listed Companies: The Case of the Vietnamese Stock Market
- 8. Kiều Quốc Hoàn** - Nghiên cứu định lượng tác động của quản trị nhân sự số đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. **Mã số 154.2HRMg.22** 94
The Impact of Digital Human Resource Management on Firm Performance: An Empirical Study on Vietnam

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 9. Nguyễn Thị Minh Giang và Hoàng Thị Bích Ngọc** - Báo cáo tài chính khu vực công Việt Nam - những điểm tương đồng và khác biệt so với chuẩn mực kế toán công quốc tế.
Mã số 154.3BAcc.31 107
Vietnamese Sector Public Financial Reporting – Some Similarities and Differences Between International Public Sector Accounting Standards

CÁC NHÂN TỐ TÁC ĐỘNG ĐẾN CHÍNH SÁCH CỔ TỨC CỦA CÁC DOANH NGHIỆP BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Nguyễn Thu Thủy

Trường Đại học Ngoại thương

Email: thuthuynguyen@ftu.edu.vn

Nguyễn Văn Tiến

Trường Đại học Ngoại thương

Email: tiennv.fyu@gmail.com

Ngày nhận: 01/03/2021

Ngày nhận lại: 06/04/2021

Ngày duyệt đăng: 10/04/2021

Chính sách cổ tức là một trong những yếu tố phản ánh hiệu quả quản lý tài chính của doanh nghiệp, từ đó giúp doanh nghiệp phát triển ổn định và lành mạnh, tạo điều kiện cho sự phát triển của thị trường chứng khoán. Ngành bất động sản gắn liền với sự phát triển kinh tế của một quốc gia, đặc biệt là những quốc gia có tốc độ đô thị hóa cao như Việt Nam. Trên cơ sở thực trạng các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2010-2019 và kế thừa các kết quả nghiên cứu trước đây, bài viết sử dụng mô hình hồi quy FEM và REM nhằm phân tích các nhân tố tác động tới chính sách cổ tức của 34 doanh nghiệp bất động sản, bao gồm: Lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS), Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), Tốc độ tăng trưởng doanh thu (SGR), Quy mô tổng tài sản (SIZE), Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV), Khả năng thanh toán hiện hành (CR) và Cổ tức của giai đoạn liền trước (PDPS). Kết quả nghiên cứu thực nghiệm được sử dụng nhằm đưa ra các khuyến nghị phù hợp dành cho doanh nghiệp và các nhà đầu tư.

Từ khóa: Bất động sản, Chính sách cổ tức, FEM, REM

JEL Classifications: K22, O16, P42

1. Giới thiệu chung

Sự ổn định của thị trường chứng khoán được quyết định bởi nhiều yếu tố, trong đó có yếu tố duy trì hoạt động một cách lành mạnh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường. Chính sách cổ tức tại các doanh nghiệp niêm yết là một trong ba quyết định tài chính quan trọng của một doanh nghiệp và có liên hệ mật thiết với hai chính sách tài chính còn lại là chính sách tài trợ và chính sách đầu tư. Việc

quyết định phân bổ cổ tức cho các cổ đông không đơn thuần là việc phân chia lãi cho các cổ đông, mà còn phản ánh hiệu quả công tác quản lý tài chính của doanh nghiệp cổ phần. Do vậy, chính sách cổ tức tối ưu luôn là đề tài nghiên cứu hấp dẫn của các doanh nghiệp, các chuyên gia phân tích tài chính, các nhà đầu tư và các nhà nghiên cứu.

Ngành bất động sản gắn liền với sự phát triển kinh tế của một quốc gia và có tính chu kỳ. Sự

Bài viết được thực hiện trong khuôn khổ thực hiện đề tài nghiên cứu khoa học thuộc Quỹ Nafosted “Nghiên cứu khuôn khổ ổn định tài chính tại Việt Nam”, mã số 502.02-2018.16.

thay đổi cấu trúc kinh tế theo hướng công nghiệp hóa, hiện đại hóa có ảnh hưởng tích cực tới lĩnh vực bất động sản khi nhu cầu xây dựng hệ thống cơ sở hạ tầng. Quá trình dịch chuyển cơ cấu kinh tế Việt Nam chính là tiền đề cho lĩnh vực bất động sản hình thành và phát triển. Theo số liệu của Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HOSE) và Hà Nội (HNX) thì tính tới thời điểm 31/12/2020 có 64 doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, trong đó sàn HOSE có 47 doanh nghiệp và HNX có 17 doanh nghiệp niêm yết. Mặc dù số lượng các doanh nghiệp bất động sản niêm yết chỉ chiếm khoảng 6% số lượng tổng số doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, tuy nhiên tính theo khối lượng vốn hóa, lĩnh vực bất động sản lại chiếm tới 24% tổng vốn hóa thị trường.

Tỷ lệ các doanh nghiệp chi trả cổ tức bằng tiền trên tổng số các doanh nghiệp bất động sản niêm yết vào năm 2010 là tương đối cao, chiếm 70% tổng số doanh nghiệp. Tuy nhiên từ năm 2011 đến năm 2019, tỷ lệ này chỉ dao động trong khoảng 40% doanh nghiệp, đều là các doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định và có nguồn lợi nhuận hàng năm cao. Bên cạnh đó, một số doanh nghiệp chưa tiến hành chia cổ tức lần nào như CTCP COMA18 (CIG); Doanh nghiệp Cổ phần DRH Holdings (DRH); CTCP Tập đoàn Đầu tư Địa ốc No Va (NVL); CTCP Đầu tư Nhà đất Việt (PVL); CTCP Đầu tư xây dựng & Phát triển đô thị Sông Đà (SDU)... Các doanh nghiệp này có tình hình kinh doanh không được ổn định và thường thua lỗ trong nhiều năm liền.

Đã có một số nghiên cứu về nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam và trên thế giới, tuy nhiên việc nghiên cứu sâu vào một ngành cụ thể, đặc biệt là ngành bất động sản, còn hạn chế và chưa có kết luận thống nhất. Mỗi ngành có đặc tính khác nhau nên việc sử dụng các kết luận về tác động đến chính sách cổ tức đối với các doanh nghiệp nói chung sẽ không hợp lý. Do

vậy, trên cơ sở kế thừa các nghiên cứu trước đây, bài viết sẽ xây dựng mô hình nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp bất động sản được niêm yết trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn 2010-2019, từ đó đưa ra giải pháp và khuyến nghị phù hợp cho các doanh nghiệp và các nhà đầu tư.

2. Một số nghiên cứu trước đây về chính sách cổ tức

2.1. Các nghiên cứu trên thế giới

Nghiên cứu về chính sách cổ tức của doanh nghiệp luôn là chủ đề thu hút được sự quan tâm của các nhà đầu tư, các chuyên gia phân tích thị trường, các nhà nghiên cứu và các cơ quan hoạch định chính sách. Một trong những nghiên cứu đầu tiên và rất nổi tiếng về chính sách cổ tức được ghi nhận là Lintner (1956), phân tích các doanh nghiệp niêm yết tại Mỹ vào giữa những năm 1950. Lý thuyết liên quan đến cổ tức này cho rằng quyết định chia cổ tức dựa trên lợi nhuận hiện tại và cổ tức của năm trước.

Sau đó có rất nhiều nghiên cứu tiếp theo được thực hiện nhằm tìm ra được các nhân tố tác động tới chính sách cổ tức như Fama & Blasiak (1998) thử nghiệm mô hình Lintner trên dữ liệu cổ tức của 392 doanh nghiệp công nghiệp lớn ở Bắc Mỹ; Modigliani & Miller (1961) tìm thấy bằng chứng cổ tức được chi trả không ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp.

Jensen (1992) tìm thấy mối liên hệ tiêu cực của đòn bẩy tài chính với tỷ lệ chi trả cổ tức. Tuy nhiên, Mollah (2001) đã kiểm tra một thị trường mới nổi và phát hiện ra mối quan hệ trực tiếp giữa đòn bẩy tài chính và mức gánh nặng nợ làm tăng chi phí giao dịch. Do đó, các doanh nghiệp có tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao có chi phí giao dịch cao và ở thể yếu phải trả cổ tức cao hơn để tránh chi phí tài trợ bên ngoài. Kowalski & cộng sự (2007) cho rằng các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ cao có xu hướng trả cổ tức thấp hơn. Trong khi đó, Al-Kuwari (2009) cũng cho rằng chính sách cổ tức có liên quan tiêu cực đến tỷ lệ đòn bẩy, tức là tỷ lệ đòn bẩy càng lớn thì cổ tức càng thấp và ngược lại.

Mohamed & cộng sự (2012) đã nghiên cứu 200 doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Malaysia giai đoạn năm 2003-2005 và tìm ra rằng thu nhập trên mỗi cổ phiếu và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu là các yếu tố quan trọng giải thích được chính sách cổ tức. Zaman (2013) nghiên cứu chính sách cổ tức của 30 ngân hàng thương mại tư nhân niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Dhaka (Bangladesh) trong khoảng thời gian 2006 - 2012. Kết quả cho thấy rằng khả năng sinh lời được coi là yếu tố quyết định chính sách cổ tức của ngân hàng, hơn là tăng trưởng và quy mô.

Juhmani (2009) đã nghiên cứu khách hàng tham quan mẫu của 35 doanh nghiệp Bahrain được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Bahrain từ năm 2006 đến năm 2007. Việc chi trả cổ tức có mối quan hệ với quy mô của các doanh nghiệp, khả năng sinh lời và sự thay đổi trong cổ tức năm trước được niêm yết trên thị trường. Một nghiên cứu khác được thực hiện bởi Reddy & Rath (2005) trên các doanh nghiệp Ấn Độ trong thời gian từ 1991 đến 2001, các doanh nghiệp trả cổ tức thường có quy mô lớn hơn và khả năng sinh lời lớn hơn so với các doanh nghiệp không thực hiện việc chi trả cổ tức. Cùng thị trường nghiên cứu, Geetanjali & cộng sự (2019) phân tích các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường mới nổi Ấn Độ trong giai đoạn 2006 - 2017. Kết quả chỉ ra khả năng sinh lời, tỷ lệ thanh toán lãi vay và quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp.

Một nghiên cứu được thực hiện bởi Murhadi (2008) về các doanh nghiệp niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Jakarta trong giai đoạn 1995 đến 2005 cho thấy rằng các doanh nghiệp đang trong giai đoạn phát triển có xu hướng không trả cổ tức cao so với các doanh nghiệp đã trưởng thành và đi vào giai đoạn hoạt động ổn định.

Okpara (2010) đã phân tích các yếu tố quyết định chính sách chi trả cổ tức của các doanh nghiệp ở Nigeria và kết luận rằng có mối quan hệ tích cực

giữa thanh khoản và chi trả cổ tức. Cụ thể, các doanh nghiệp có tính thanh khoản cao có xu hướng trả cổ tức cao hơn so với các doanh nghiệp có tỷ lệ thanh khoản thấp. Ngược lại, Marfo-Yiadom & Agyei (2011) mặc dù tiền mặt có mối quan hệ tiêu cực với chính sách cổ tức nhưng kết quả lại không đáng kể. Naceur & cộng sự (2006) nhận thấy rằng các doanh nghiệp có lợi nhuận cao với thu nhập ổn định hơn có thể quản lý các dòng tiền lớn hơn và do đó họ trả cổ tức lớn hơn. Hơn nữa, các doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng nhanh phân phối cổ tức lớn hơn để thu hút các nhà đầu tư.

Xu hướng chi trả cổ tức các năm trước đó cũng là một yếu tố quan trọng trong việc nghiên cứu chính sách cổ tức của các doanh nghiệp. Imran (2011) đã nghiên cứu thực nghiệm các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định chi trả cổ tức của ngành kỹ thuật Pakistan bằng cách sử dụng dữ liệu của 36 doanh nghiệp niêm yết từ năm 1996 đến năm 2008. Kết quả nghiên cứu chỉ ra việc chi trả cổ tức bị ảnh hưởng tích cực bởi cổ tức của các năm trước đó. Nghiên cứu của Nasir & cộng sự (2018) về các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các ngân hàng tại Pakistan giai đoạn 2005 - 2015 cũng cho thấy cổ tức của năm trước có xu hướng ảnh hưởng tích cực đến cổ tức của năm sau, ngoài ra nghiên cứu cũng chỉ ra tốc độ tăng trưởng, tỷ lệ nợ có tác động tiêu cực đến chính sách cổ tức. Dewasiri & cộng sự (2019) nghiên cứu chính sách cổ tức của 191 doanh nghiệp tại Sri-Lanka và kết luận rằng thu nhập, cơ hội đầu tư, khả năng sinh lời, quy mô doanh nghiệp, tỷ lệ sở hữu bởi nhà nước là những nhân tố tác động đến chính sách cổ tức. Ngoài ra, cổ tức của các năm trước đó cũng có ảnh hưởng đến quyết định cổ tức của doanh nghiệp vào các năm sau.

2.2. Các nghiên cứu tại Việt Nam

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về chính sách cổ tức chưa đưa ra được kết luận thống nhất. Trương Đông Lộc (2013) nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX). Sử dụng số

liệu từ các báo cáo tài chính năm 2010 của 62 doanh nghiệp niêm yết, kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ chi trả cổ tức của các doanh nghiệp phụ thuộc vào các nhân tố sau: Thu nhập trên mỗi cổ phần, thời gian hoạt động của doanh nghiệp; tỷ lệ nợ trên tổng nguồn vốn; và tỷ lệ cổ phiếu được sở hữu bởi nhà nước.

Đình Bảo Ngọc & Nguyễn Chí Cường (2014) sau khi nghiên cứu dữ liệu của 95 doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam đã chỉ ra khả năng sinh lợi, thu nhập trên mỗi cổ phần, cổ tức trong quá khứ và lãi suất thị trường có tác động tích cực

đến chính sách cổ tức. Trong khi đó, cơ hội tăng trưởng lại có tác động tiêu cực đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp này. Nghiên cứu của Trương Đông Lộc & Phạm Phát Tiến (2015) cũng chỉ ra khả năng sinh lợi có tác động tích cực tới chính sách cổ tức của các doanh nghiệp khi nghiên cứu dữ liệu của 236 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn Hose trong giai đoạn 2010 - 2012. Ngoài ra, nghiên cứu còn chỉ ra khả năng kiểm soát của chủ tịch hội đồng quản trị cũng là một nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức.

Bảng 1: Tổng hợp kết quả các nghiên cứu trước đây

Nhân tố tác động	Các nghiên cứu trước đây	Chiều tác động
Thu nhập trên mỗi cổ phần & Khả năng sinh lợi	Mohamed & cộng sự (2012)	+
	Zaman (2013)	+
	Bạch Thị Thu Hương (2019)	+
	Trương Đông Lộc & Phạm Phát Tiến (2015)	+
	Đình Bảo Ngọc & Nguyễn Chí Cường (2014)	+
Cơ hội tăng trưởng	Murhadi (2008)	-
	Bạch Thị Thu Hương (2019)	-
	Đình Bảo Ngọc & Nguyễn Chí Cường (2014)	-
Quy mô doanh nghiệp	Geetanjali Pinto & cộng sự (2019)	+
	Lloyd & Jahera (1985)	+
	Juhmani (2009)	+
	Reddy và Rath (2005)	+
	Dewasiri & cộng sự (2019)	+
Tỷ lệ nợ/đòn bẩy	Kowalski & cộng sự (2007)	-
	Al-Kuwari (2009)	-
	Rozeff, M., (1982)	-
	Jensen G.R. (1992)	-
Khả năng thanh toán hiện hành	Okpara (2010)	+
	Naceur & cộng sự (2006)	+
	Marfo-Yiadom & Agyei (2011)	-
Cổ tức trong quá khứ	Imran (2011)	+
	Nasir & cộng sự (2018)	+
	Geetanjali Pinto & cộng sự (2019)	+
	Dewasiri & cộng sự (2019)	+

Nguồn: Nhóm tác giả tự tổng hợp

Nghiên cứu của Bạch Thị Thu Hoàng (2019) về chính sách cổ tức của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2010-2017 cho thấy có sự tương đồng với các nghiên cứu trên thế giới. Trong đó, khả năng sinh lời có tác động tích cực đến cổ tức của doanh nghiệp, quy mô doanh nghiệp càng lớn thì mức trả cổ tức càng cao, tỷ lệ tăng trưởng có tác động tiêu cực đến mức cổ tức nhưng tác động này không rõ ràng trong mẫu nghiên cứu.

Như vậy, tổng quan tình hình nghiên cứu trên thế giới và tại Việt Nam chưa đưa ra được kết luận thống nhất về các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết, đồng thời việc nghiên cứu chuyên sâu về một ngành như bất động sản còn rất hạn chế.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Lựa chọn và đo lường biến nghiên cứu

Các biến trong nghiên cứu này được lựa chọn dựa trên các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm trước đây về các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức cũng như kết hợp với tình hình thực tế của

các doanh nghiệp bất động sản tại Việt Nam. Do hình thức chi trả cổ tức bằng tiền mặt được coi là phổ biến nhất tại Việt Nam, bài viết sẽ tập trung chủ yếu vào cổ tức tiền mặt. Cổ tức một cổ phần thường (DPS) được lựa chọn để đo lường chính sách cổ tức của các doanh nghiệp, công thức tính như sau:

$$DPS = \frac{\text{Cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phần}}{10.000}$$

Các biến độc lập được lựa chọn để phân tích tác động đến chính sách cổ tức bao gồm Lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS), Lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA), Tốc độ tăng trưởng doanh thu (SGR), Quy mô tổng tài sản (SIZE), Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV), Khả năng thanh toán hiện hành (CR), Cổ tức của giai đoạn liền trước (PDPS). Công thức tính các chỉ số được trình bày trong Bảng 2 dưới đây.

3.2. Thu thập dữ liệu

Bài viết sử dụng dữ liệu bảng với 340 quan sát, được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của 34 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực bất động

Bảng 2: Tổng hợp các biến nghiên cứu trong mô hình

Biến độc lập	Ký hiệu	Công thức tính	Mối quan hệ kỳ vọng
Lợi nhuận trên mỗi cổ phần	EPS	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành}}$	Thuận chiều
Lợi nhuận trên tổng tài sản	ROA	$\frac{\text{Lợi nhuận sau thuế}}{\text{Tổng tài sản}}$	Thuận chiều
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	SGR	$\frac{\text{Doanh thu kỳ sau} - \text{Doanh thu kỳ trước}}{\text{Doanh thu kỳ trước}}$	Ngược chiều
Quy mô tổng tài sản	SIZE	$\ln(\text{Tổng tài sản})$	Thuận chiều
Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (D/E)	LEV	$\frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Vốn chủ sở hữu}}$	Ngược chiều
Khả năng thanh toán hiện hành	CR	$\frac{\text{Giá trị tài sản ngắn hạn}}{\text{Tổng nợ ngắn hạn}}$	Thuận chiều
Cổ tức của giai đoạn liền trước	PDPS	DPS năm liền trước	Ngược chiều

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp

sản niêm yết trên TTCK Việt Nam (trên sàn chứng khoán HOSE và HNX) trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2019. Các doanh nghiệp này được lựa chọn dựa trên tiêu chí: niêm yết từ năm 2010 trở về trước và hoạt động liên tục trong khoảng thời gian từ 2010 đến 2019, dữ liệu của doanh nghiệp đầy đủ và minh bạch, đặc biệt là các thông tin liên quan đến chính sách cổ tức.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Mô hình hồi quy dữ liệu bảng được sử dụng trong bài viết như sau:

$$DPS_{i,t} = C_i + EPS_{i,t} + ROA_{i,t} + SGR_{i,t} + SIZE_{i,t} + LEV_{i,t} + CR_{i,t} + PDPS_{i,t} + u_i$$

Trong đó:

$DPS_{i,t}$: Cổ tức một cổ phần thường của doanh nghiệp i năm t

C_i : Hệ số chặn

$EPS_{i,t}$: Lợi nhuận trên mỗi cổ phần của doanh nghiệp i năm t

$ROA_{i,t}$: Lợi nhuận trên tổng tài sản doanh nghiệp i năm t

$SGR_{i,t}$: Tốc độ tăng trưởng doanh thu doanh nghiệp i năm t

$SIZE_{i,t}$: Logarit tự nhiên của quy mô tổng tài sản doanh nghiệp i năm t

$LEV_{i,t}$: Tỷ lệ đòn bẩy tài chính doanh nghiệp i năm t

$CR_{i,t}$: Khả năng thanh toán hiện hành doanh nghiệp i năm t

$PDPS_{i,t}$: Cổ tức của giai đoạn liền trước doanh nghiệp i năm t

u_i : Sai số và các biến chưa nghiên cứu trong mô hình

Bài nghiên cứu thực hiện hồi quy sử dụng hai mô hình: Mô hình nhân tố ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình nhân tố ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Kiểm định Hausman được sử dụng sau đó nhằm lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM là phù hợp cho hồi quy dữ liệu mẫu. Tiếp theo để kiểm định độ chính xác và tin cậy của kết quả hồi quy, bài viết thực hiện kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến giữa các

biến độc lập, kiểm định hiện phương sai sai số thay đổi và kiểm định tự tương quan. Các khuyết tật của mô hình sẽ được khắc phục trên cơ sở kết quả kiểm định nhằm đưa ra kết quả hồi quy chính xác nhất.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Kết quả thống kê mô tả

Kết quả thống kê mô tả dưới đây thể hiện giá trị trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất của các mẫu nghiên cứu. (bảng 3)

4.2. Kết quả ma trận tương quan

Kết quả ma trận tương quan giữa các hệ số cho thấy hầu như hệ số tương quan giữa các biến độc lập khá là thấp, do vậy khả năng xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến thấp. (bảng 4)

Tuy nhiên, hệ số tương quan giữa biến ROA và EPS ($r_{ROA, EPS}$) = 0.8094 > 0.8 cho thấy có hiện tượng đa cộng tuyến giữa hai biến này. Điều này có thể lý giải bởi vì đây đều là hai hệ số thể hiện khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Do vậy, tác giả sẽ loại bỏ biến ROA và chỉ giữ lại biến EPS để tiếp tục tiến hành hồi quy hai mô hình ảnh hưởng FEM và REM.

4.3. Kết quả mô hình nghiên cứu

4.3.1. Kết quả hồi quy FEM

Kết quả hồi quy theo mô hình FEM cho thấy các biến EPS, SIZE, CR và PDPS đều có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa lần lượt là 1%, 5%, 10% và 1%. Trong đó, EPS, CR, PDPS ảnh hưởng tích cực đến chính sách cổ tức, đúng với kỳ vọng đưa ra; SIZE lại có tác động ngược chiều đến chính sách cổ tức. Tác động của SGR và LEV tới DPS không có ý nghĩa thống kê. Các biến được lựa chọn trong mô hình giải thích được 32.35% sự thay đổi của DPS. (bảng 5)

4.3.2. Hồi quy theo mô hình REM

Kết quả hồi quy mô hình REM cho thấy EPS, CR và PDPS đều tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê với mức ý nghĩa 1% tới DPS, đúng với kỳ vọng ban đầu. Các biến còn lại đều không có ý nghĩa thống kê. (bảng 6)

Mô hình có R-square = 48.12, cho thấy các biến độc lập trong mô hình giải thích được 48.12% sự thay đổi của DPS sau khi điều chỉnh giữ lại biến.

Bảng 3: Kết quả mô tả thống kê các biến trong nghiên cứu

Biến	Mean	Std. Dev.	Max	Min	Skewness	Kurtosis
DPS (%)	6.91409	10.2705	0	58.8	1.641969	5.60649
EPS (Đồng)	1958.17	3980.18	-6862	51411	6.697929	75.7318
ROA (%)	3.41574	7.88934	-51.7	81.22	1.872136	38.5927
SGR (%)	697.008	11103.9	-7306	203804	18.08733	331.202
SIZE (tỷ đồng)	7210.64	32332.7	21	403740	8.950888	92.4933
LEV (lần)	1.91387	1.91387	1.01	18.35	4.434829	29.9209
CR (lần)	2.58012	2.14005	0.32	18.67	3.381737	20.4993
PDPS (%)	6.61262	10.0556	0	58.8	1.69743	5.93679

Nguồn: Kết quả thống kê từ phần mềm Stata

Bảng 4: Kết quả ma trận tương quan của các biến nghiên cứu

Biến	DPS	EPS	ROA	SGR	SIZE	LEV	CR	PDPS
DPS	1.0000							
EPS	0.4544	1.0000						
ROA	0.3544	0.8094	1.0000					
SGR	-0.0362	-0.0674	-0.1525	1.0000				
SIZE	-0.0487	-0.0053	0.0186	-0.0467	1.000			
LEV	0.0329	-0.0252	-0.1482	0.0004	0.1141	1.0000		
CR	0.351	0.191	0.1913	-0.0392	-0.0327	0.0282	1.0000	
PDPS	0.6127	0.3107	0.2345	-0.0399	-0.0183	-0.005	0.2715	1.0000

Nguồn: Kết quả phân tích tương quan từ phần mềm Stata

Bảng 5: Kết quả hồi quy theo mô hình FEM

Biến độc lập	Hệ số	Độ lệch chuẩn	P-value
Lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS)	0.0005905	0.0001063	0.000***
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (SGR)	0.0000118	0.0000342	0.731
Quy mô tổng tài sản (SIZE)	-1.634359	0.784776	0.038**
Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV)	-0.0671527	0.2769869	0.809
Khả năng thanh toán hiện hành (CR)	0.5434299	0.2820809	0.055*
Cổ tức của giai đoạn liền trước (PDPS)	0.1437719	0.0514164	0.006***
Hằng số (C)	15.7292	5.735032	0.006
R-square = 0.3235			

Ghi chú: *, **, *** tương đương với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Kết quả hồi quy FEM từ phần mềm Stata

Bảng 6: Kết quả hồi quy theo mô hình REM

Biến độc lập	Hệ số	Độ lệch chuẩn	P-value
Lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS)	0.0007076	0.0001081	0.000***
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (SGR)	5.77E-06	0.0000367	0.875
Quy mô tổng tài sản (Size)	-0.2724389	0.2895258	0.347
Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV)	0.2243378	0.2134311	0.293
Khả năng thanh toán hiện hành (CR)	0.7942209	0.1984597	0.000***
Cổ tức của giai đoạn liền trước (PDPS)	0.4926397	0.0435631	0.000***
Hằng số (C)	1.627506	2.278163	0.475
R-square = 0.4812			

Ghi chú: *, **, *** tương đương với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Kết quả hồi quy REM từ phần mềm Stata

4.3.3. Kiểm định Hausman lựa chọn mô hình phù hợp

Kiểm định Hausman được sử dụng nhằm lựa chọn mô hình FEM hay mô hình REM là phù hợp cho hồi quy dữ liệu mẫu.

Từ kết quả thu được từ kiểm định, ta có P-value = 0.0000 < 0.05. Do vậy, mô hình phù hợp để nghiên cứu các nhân tố tác động đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp bất động sản là mô hình ảnh hưởng cố định (FEM).

4.3.4. Kết quả kiểm định mô hình

Kết quả kiểm định Wald đối với phương sai sai số thay đổi cho giá trị P-value = 0.0000 < 0.05. Do vậy, chấp nhận giả thuyết mô hình có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Để kiểm định mô hình có xảy ra hiện tượng tự tương quan không, kiểm định Wooldridge cho giá trị P-value = 0.0000 < 0.05. Như vậy, chấp nhận giả thuyết mô hình có hiện tượng tự tương quan.

Bảng 7: Kết quả kiểm định Hausman

	Mô hình FEM	Mô hình REM	Chênh lệch
EPS	0.0005905	0.0007076	-0.0001171
SGR	0.0000118	5.77E-06	6.00E-06
Size	-1.634359	-0.2724389	-1.36192
LEV	-6.72E-02	0.2243378	-0.2914905
CR	0.5434299	7.94E-01	-0.250791
PDPS	0.1437719	0.4926397	-0.3488678
P-value = 0.0000			
Chi2 = 177.34			

Nguồn: Kết quả kiểm định Hausman từ phần mềm Stata

Bảng 8: Kết quả chạy kiểm định đa cộng tuyến

Biến	VIF	SQRT - VIF	Tolerance	R-Squared
DPS	1.93	1.39	0.5188	0.4812
EPS	1.27	1.13	0.7866	0.2134
SGR	1.01	1.00	0.9921	0.0079
Size	1.02	1.01	0.9806	0.0194
LEV	1.02	1.01	0.9817	0.0183
CR	1.15	1.07	0.8693	0.1307
PDPS	1.62	1.27	0.6188	0.3812
Mean VIF = 1.29				

Nguồn: Kết quả kiểm định từ phần mềm Stata

Kết quả kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến của mô hình như sau:

Giá trị VIF của các biến đều thấp (<10) nên có thể khẳng định mô hình không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến.

Như vậy, mô hình được xác định hai khuyết tật là phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Bài nghiên cứu thực hiện phương pháp ước lượng FGLS (Feasible Generalized Least Squares) - ước lượng bình phương tối thiểu tổng quát để khắc phục các khuyết tật này, kết quả như sau:

với mức ý nghĩa 1%, nếu doanh nghiệp tăng EPS lên 1% thì cổ tức trên mỗi cổ phần sẽ tăng 0.0008%. Điều này cho thấy trước khi đưa ra các quyết định về chính sách cổ tức tiền mặt của doanh nghiệp, các nhà quản trị tài chính thường dựa trên thu nhập của doanh nghiệp trong năm hoạt động đó để xác định một tỉ lệ cổ tức tiền mặt sao cho thích hợp với khả năng tài chính của doanh nghiệp. Doanh nghiệp chỉ thực sự cắt giảm cổ tức nếu như tình hình tài chính đối diện với nhiều khó khăn và thu nhập mà doanh nghiệp đạt được đang trong tình trạng thực sự thua

Bảng 9: Kết quả hồi quy theo phương pháp FGLS

Biến độc lập	Hệ số	Độ lệch chuẩn	P-value
Lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS)	0.0008532	0.0001093	0.000***
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (SGR)	0.0000126	9.93E-06	0.203
Quy mô tổng tài sản (SIZE)	-0.3209931	0.2537789	0.206
Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV)	0.2920017	0.1587438	0.066*
Khả năng thanh toán hiện hành (CR)	0.6675451	0.1749708	0.000***
Cổ tức của giai đoạn liền trước (PDPS)	0.4750994	0.0430564	0.000***
Hằng số (C)	1.11837	1.787641	0.532

Ghi chú: *, **, *** tương đương với các mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%

Nguồn: Kết quả hồi quy FGLS từ phần mềm Stata

Có thể thấy kết quả ước lượng của các phương pháp hồi quy này là khá tương đồng. Tuy nhiên, các sai số chuẩn của các hệ số hồi quy của FGLS thấp đáng kể so với các phương pháp khác, có nghĩa các hệ số hồi quy được ước lượng chính xác hơn bởi phương pháp FGLS. Do vậy, phương pháp FGLS được coi là kết quả nghiên cứu phù hợp.

Kết quả mô hình FGLS tại bảng trên cho thấy EPS, CR, PDPS có tác động dương tới DPS với ý nghĩa thống kê ở mức 1%, biến LEV có ý nghĩa thống kê ở mức 10%. Hai nhân tố còn lại là SGR và SIZE không có ý nghĩa thống kê với mô hình.

4.3.5. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Thu nhập trên mỗi cổ phần có tác động thuận chiều đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết trên TTCK Việt Nam

lỗi. Điều này hoàn toàn phù hợp với kỳ vọng ban đầu về tác động thuận chiều của EPS lên chính sách cổ tức của các doanh nghiệp. Kết quả của nghiên cứu cũng phù hợp với các nghiên cứu trước đó của Mohamed & cộng sự (2012) và nghiên cứu của Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2014).

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính tác động thuận chiều đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết trên TTCK Việt Nam với mức ý nghĩa thống kê 10%, nếu doanh nghiệp tăng LEV lên 1% thì cổ tức trên mỗi cổ phần sẽ tăng 0.2920%, bác bỏ kỳ vọng ban đầu về tác động ngược chiều của LEV lên chính sách cổ tức của các doanh nghiệp. Kết quả này cũng không cùng với kết luận của Bạch Thị Thu Hường (2019) và nghiên cứu của Kowalski và cộng sự (2007) khi nghiên cứu chính sách cổ tức

của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết, tuy nhiên phù hợp với kết luận của Trương Đồng Lộc và cộng sự (2012) khi tìm hiểu về chính sách cổ tức của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên sàn chứng khoán HCM. Trên thực tế, các doanh nghiệp Bất động sản đang có hệ số D/E (1.01) ở mức thấp so với các ngành khác như Tài chính (1.02) và khá thấp so với ngành Hàng tiêu dùng (1.12), Y tế (1.86) hay Công nghiệp (1.59). Chi phí lãi vay cao là vấn đề lớn đối với DN bất động sản Việt Nam trong những năm vừa qua do tình hình kinh tế thế giới và trong nước có nhiều bất ổn dẫn tới việc ngân hàng phải tăng lãi suất huy động. Hiệu quả hoạt động của các DN bất động sản cũng còn thấp, nhất là trong giai đoạn 2012-2016. Do vậy, các chủ đầu tư bất động sản đã chủ động giảm tỷ lệ sử dụng vốn vay và khuyến khích khách hàng vay mua nhà thông qua các chương trình hợp tác 3 nhà: chủ đầu tư, ngân hàng và khách hàng. Dư nợ vay riêng cho khách mua nhà đã tăng rất mạnh trong 5 năm từ năm 2016, hiện chiếm khoảng 13,14% tổng dư nợ toàn ngành trong khi tổng dư nợ vay cho các chủ đầu tư hay doanh nghiệp bất động sản chỉ chiếm 6,1%. Do đó, việc đánh giá rủi ro của ngành bất động sản sẽ không chỉ tập trung ở phía doanh nghiệp hay chủ đầu tư mà còn đến cả từ số lượng lớn khách hàng vay mua nhà. Sự thay đổi về mặt chính sách này có thể giải thích mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ D/E của các DN BĐS đến chính sách cổ tức.

Tỷ số khả năng thanh toán hiện hành có tác động thuận chiều đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết trên TTCK Việt Nam với mức ý nghĩa 1%. Hệ số tương quan của biến CR là 0.6675 tức là nếu doanh nghiệp tăng CR lên 1% thì cổ tức trên mỗi cổ phần sẽ tăng 0.6675%. Kết quả này cho thấy đối với các doanh nghiệp quản lý dòng tiền hiệu quả thì sẽ dễ dàng hơn trong việc thực thi chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Điều này hoàn toàn phù hợp với kỳ vọng ban đầu về tác động thuận chiều của CR lên chính sách cổ tức của các doanh nghiệp. Kết quả này cũng phù hợp với

nghiên cứu của Bạch Thị Thu Hường (2019) và Okpara (2010), tuy nhiên ngược với nghiên cứu của Marfo-Yiadom và Agyei (2011).

Chính sách cổ tức của giai đoạn trước có tác động thuận chiều đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp ngành bất động sản niêm yết trên TTCK Việt Nam với mức ý nghĩa 1%. Hệ số tương quan của biến PDPS là 0.4750 tức là nếu doanh nghiệp tăng PDPS lên 1% thì cổ tức trên mỗi cổ phần sẽ tăng 0.4750%. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng ban đầu về tác động thuận chiều của PDPS tới chính sách cổ tức của doanh nghiệp và với lý thuyết về chính sách cổ tức của Lintner (1956) khi cho rằng rất khó cho các nhà quản trị doanh nghiệp đưa ra một mức cổ tức cao hơn so với mức cổ tức được công bố của năm kế trước trừ khi họ chắc chắn rằng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ đạt mức tăng trưởng rất cao trong những năm đến. Sự sụt giảm của tỷ lệ cổ tức tiền mặt trong năm này đối với năm trước cũng là một điều cần hạn chế trong việc hoạch định chính sách cổ tức doanh nghiệp, vì điều này ảnh hưởng rất lớn đến uy tín, hình ảnh và cả giá trị của cổ phiếu doanh nghiệp trên thị trường. Chính vì thế, chính sách cổ tức năm nay chịu sự chi phối một cách chặt chẽ theo hướng thuận chiều của chính sách cổ tức năm trước. Không chỉ phù hợp với lý thuyết của Lintner (1956), kết quả nghiên cứu này còn tương đồng với nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới và Việt Nam như Imran (2011), Đinh Bảo Ngọc & Nguyễn Chí Cường (2014), Bạch Thị Thu Hường (2019),...

Kết quả nghiên cứu không tìm thấy mối quan hệ tốc độ tăng trưởng doanh thu (SGR) hay quy mô tổng tài sản (SIZE) đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên TTCK Việt Nam. Mặc dù kết quả đã được tìm ra trong các nghiên cứu của Bạch Thị Thu Hường (2019) và Lloyd & Jahera (1985), cho rằng quy mô của doanh nghiệp càng lớn thì khả năng chi trả cổ tức càng cao; nghiên cứu của Murhadi (2008) cho rằng tốc độ tăng trưởng tỷ lệ nghịch với chính sách chi trả cổ tức.

5. Kết luận

Nghiên cứu đã chỉ ra được những nhân tố ảnh hưởng tới chính sách cổ tức của các doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên TTCK Việt Nam, bao gồm: thu nhập trên mỗi cổ phần, tỷ lệ đòn bẩy tài chính, tỷ lệ khả năng thanh toán hiện hành và cổ tức của giai đoạn liền trước. Bài nghiên cứu đề xuất một số giải pháp để cải thiện chính sách cổ tức của các doanh nghiệp bất động sản như sau: duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ổn định kỳ mức vừa phải cộng với khoản bổ sung; Thiết lập tỷ lệ chi trả cổ tức mục tiêu; Kết hợp với chính sách đầu tư và chính sách tài trợ; Cân đối giữa lợi ích cổ đông và cơ hội đầu tư của doanh nghiệp. Kết quả của nghiên cứu này cũng một lần nữa khẳng định là phương pháp định giá bằng chiết khấu cổ tức đối với các doanh nghiệp bất động sản là không khả thi do những doanh nghiệp này không trả cổ tức thường xuyên và sự bất ổn trong cổ tức.

Một số khuyến nghị đối với doanh nghiệp như sau: Các doanh nghiệp bất động sản khi quyết định chính sách chi trả cổ tức nên để ý đến các yếu tố như EPS, tỷ lệ đòn bẩy, khả năng thanh toán và lịch sử chi trả cổ tức trước đây của doanh nghiệp. Để nâng cao khả năng chi trả cổ tức doanh nghiệp cần nâng cao khả năng sinh lời của doanh nghiệp, cùng với đó là quản lý dòng tiền tốt, đặc biệt là dòng tiền ngắn hạn để không làm việc chi trả cổ tức ảnh hưởng đến các hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Sau thời điểm năm 2020, thị trường BĐS có nhiều biến chuyển tích cực nhờ các gói chính sách hỗ trợ như tăng giải ngân đầu tư công, kỳ vọng từ việc sửa đổi bổ sung luật về huy động vốn từ các quỹ và hiệu lực của Luật Doanh nghiệp và Luật Chứng khoán từ đầu năm 2021. Trong dài hạn nhu cầu mua bất động sản để ở và đầu tư vẫn còn rất lớn trên thị trường, nhất là trong bối cảnh lãi suất cho vay của các ngân hàng đang có xu hướng giảm. Tuy nhiên, các doanh nghiệp bất động sản cũng phải đối diện khó khăn

trong việc huy động vốn thông qua kênh phát hành trái phiếu khi Nghị định số 81/2020/NĐ-CP ngày 9/7/2020 về phát hành trái phiếu doanh nghiệp, chính thức có hiệu lực thi hành từ ngày 1/9/2020. Chính vì vậy, các DN BĐS cần chú trọng hoàn thiện chính sách chi trả cổ tức để có thể thu hút các nhà đầu tư trung và dài hạn. Ngoài ra, các doanh nghiệp BĐS nên lấy ý kiến của cổ đông trước khi quyết định chính sách cổ tức vì đây đều là những người có ảnh hưởng trực tiếp bởi chính sách này. Công ty cũng nên đặt mục tiêu chính của chính sách cổ tức là nâng cao giá trị cho cổ đông.

Đối với nhà đầu tư, muốn nhận cổ tức của các doanh nghiệp này có thể chọn những doanh nghiệp có lịch sử chi trả cổ tức thường xuyên và ổn định, cùng với đó là hoạt động kinh doanh đem lại nguồn lợi thường xuyên. Đối với việc dự đoán cổ tức của các doanh nghiệp bất động sản, nhà đầu tư có thể nhìn vào các chỉ số như EPS, tỷ lệ đòn bẩy, khả năng thanh toán và lịch sử chi trả cổ tức để có thể dự đoán phần nào chính sách cổ tức của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các yếu tố này vẫn chưa thực sự lý giải được sự biến động trong chính sách cổ tức của các doanh nghiệp bất động sản. Trước những tiềm năng của thị trường và những nỗ lực của các doanh nghiệp, nhóm cổ phiếu bất động sản vẫn có những tiềm năng tốt để đầu tư. Xét từ góc độ các chỉ số tài chính, nhóm cổ phiếu bất động sản được các nhà đầu tư đánh giá cao hơn mỗi đồng cổ tức nhận được. Trong thời gian qua, nhóm cổ phiếu bất động sản thu hút được dòng tiền khá tốt như DXG (Đất Xanh), NVL (Novaland), HDG (Tập đoàn Hà Đô), NLG (Đầu tư Nam Long)... Ngoài ra, nhóm khu công nghiệp cũng liên tiếp có những phiên giao dịch khá tích cực với nhiều mã tăng như NTC (Nam Tân Uyên), SIP (Đầu tư Sài Gòn VRG), KBC (Kinh Bắc), ITA (Tân Tạo)... Nhìn chung, thị trường chứng khoán luôn tiềm ẩn nhiều bất ổn, đối với bất

kỳ cổ phiếu nào các nhà đầu tư nên mua lúc thị trường bắt đầu lên và bán lúc thị trường bắt đầu giảm. Kết quả nghiên cứu, do vậy, được coi là có giá trị tham khảo đối với các nhà đầu tư. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Aivazian, V., Booth, L., & Cleary, S. (2003), *Do emerging market firms follow different Dividend policies from U.S. firms?* Journal of Financial Research, Vol. 26, No. 3, pp. 371-387.

2. Al-Kuwari, D. (2009), *Determinants of the dividend policy of companies listed on emerging stock exchanges: the case of the Gulf Cooperation Council (GCC) countries*, Global Economy & Finance Journal, Vol. 2, No. 2, pp. 38-63.

3. Bạch Thị Thu Hường (2019), *Nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết*, Tạp chí Tài chính kỳ 2, tháng 4/2019, tr.67-71.

4. Bùi Văn Vần và Vũ Văn Ninh (2013), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, NXB Tài chính: Hà Nội.

5. Dewasiri, N.J., Yatiwelle, W.B.K, Azeez, A., Jayarathne, P.G.S.A, Kuruppuarachchi, D., and Weerasinghe, V.A. (2019), *Determinants of dividend policy: evidence from an emerging and developing market*, Managerial Finance, Vol. 45 No. 3, pp. 413-429.

6. Đinh Bảo Ngọc và Nguyễn Chí Cường (2014), *Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam*, Tạp chí phát triển kinh tế, số 290, tr. 42-60.

7. Fama, E., & French, K. (1998), *Value versus Growth: The International Evidence*, The Journal of Finance, Vol. 53, pp. 1975-1999.

8. Imran, K. (2011), *Determinants of dividend payout policy: A case of Pakistan engineering sec-*

tor, The Romanian Economic Journal, Vol. 41, No. 14, pp. 47-59.

9. Jensen, G. R., Solberg, D. P., and Zorn, T. S. (1992), *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 27, No. 2, pp. 247-263.

10. Juhmani, O. I. H. (2009), *Determinants of Dividend payout Policy: Evidence from Bahraini Firms*, Journal of International Finance and Economics, Vol. 9, No. 2, pp. 77-86.

11. Kowalewski, O., Stetsyuk, I. and Talavera (2007), *Corporate Governance and Dividend Policy in Poland*, Working Paper, German Institute for Economic Research.

12. Lintner, J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*, The American Economic Review, Vol. 46, No. 2, pp.97-133.

13. Lloyd, W.P., Jahera, J.S. and Page, D.E. (1985), *Agency Costs and Dividend-Payout Ratios*, Quarterly Journal of Business and Economics, pp. 19-29.

14. Marfo-Yiadom, E. and Agyei, S.K. (2011), *Determinants of Dividend Policy of Banks in Ghana*, International Research Journal of Finance and Economics, Vol. 61, No. 61, pp. 99-108.

15. Miller, M. H., and Modigliani, F. (1961), *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, The Journal of Business, Vol. 34, No. 4, pp.411-433.

16. Mollah, A.S. (2001), *Dividend Policy and Behaviour, and Security Price Reaction to The Announcement of Dividends in an Emerging Market - A Study of Companies Listed on the Dhaka Stock Exchange*, Unpublished PhD thesis, Leeds University Business School, University of Leeds.

17. Mohamed, N., Hui, W. S., Omar, N. H., Abdul Rahman R., Mastuki, N., AbdulAzis, M. A. & Zakaria, S. (2012), *Empirical Analysis of Determinants Of Dividend Payment: Profitability And Liquidity*, Unpublished manuscript, Universiti Teknologi MARA, Accounting Research Institute & Faculty of Accountancy, Selangor, Malaysia.

18. Murhadi, W.R. (2008), *Study on dividend policy in Indonesian capital market*, Journal Manajemen & Kewirausahaan, Vol. 1, Issue: March, pp. 1-29.

19. Naceur, S., Goaid, M. and Belanes, A. (2006), *On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy*, International Review of Finance, Vol. 6, No. 1-2, pp. 1- 23.

20. Nadeema, N., Bashirb, A.N., Usman, M. (2018), *Determinants of Dividend Policy of Banks: Evidence from Pakistan*, The Pakistan Journal of Social Issues, pp. 19-27.

21. Okpara, G. C. (2010), *A diagnosis of the determinant of dividend pay-out policy in Nigeria: A factor analytical approach*, American Journal of Scientific Research, Vol. 8, pp. 57–67.

22. Pinto, G., Rastogi, S. (2019), *Sectoral Analysis of Factors Influencing Dividend Policy: Case of an Emerging Financial Market*, Journal of Risk and Financial Management, Vol. 12, No. 3, pp. 110.

23. Reddy, Y.S. and Rath, S. (2005), *Disappearing dividends in emerging markets? Evidence from India*, Emerging Markets Finance and Trade, Vol. 41, No. 6, pp. 58-82.

24. Rozeff, M. (1982), *Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios*, Journal of financial Research, Vol. 5, No.3, pp. 249-259.

25. Sumaiya, Z. (2013), *Determinants of Dividend Policy of A Private Commercial Bank in Bangladesh: Which is The Strongest*, Profitability,

Growth or Size?, BIAM Foundation, Dhaka, Bangladesh, ISBN: 978-1-922069-39-9.

26. Trương Đông Lộc và Phạm Phát Tiến (2015), *Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh*, Tạp chí Khoa học trường Đại học Cần Thơ, số 38 năm 2015, tr.67-74.

27. Trương Đông Lộc (2013), *Các nhân tố ảnh hưởng đến chính sách cổ tức của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội*, Tạp chí Khoa học đào tạo và Ngân hàng, số 135, trang 37-45.

Summary

Dividend policy is one of the factors reflecting the financial management efficiency of the enterprises, thereby helping to enhance the stability and creating conditions for the development of the stock market. The real estate industry is associated with the economic growth of a country, especially with high urbanization rates like Vietnam. Based on the current situation of real estate enterprises listed on the Vietnamese stock market during the period 2010-2019 and inheriting the previous research results, this paper uses FEM and REM regression models to analyze factors affecting the dividend policy of 34 real estate companies, including: Earnings per share (EPS), Return on total assets (ROA), Sales growth rate (SGR), Total assets (SIZE), Financial leverage Ratio (LEV), Current ratio (CR), and Previous dividend per share (PDPS). Empirical findings are utilized to propose some recommendations for businesses and investors.