

SỰ PHÁT TRIỂN CỦA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VÀ TĂNG TRƯỞNG ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

SECURITIES MARKET DEVELOPMENT AND THE INVESTMENT GROWTH OF VIETNAMESE FIRMS

Ngày nhận bài: 18/01/2019

Ngày chấp nhận đăng: 18/03/2019

Lâm Chí Dũng, Nguyễn Trần Thuần

TÓM TẮT

Nghiên cứu này khảo sát tác động của sự phát triển thị trường chứng khoán đến tăng trưởng đầu tư của các doanh nghiệp Việt Nam. Bằng các phương pháp ước lượng phù hợp với bộ dữ liệu bảng không cân bằng gồm 577 doanh nghiệp niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX giai đoạn 2000-2015, nghiên cứu này rút ra một số kết luận chính. Thứ nhất, sự phát triển của thị trường chứng khoán có thể thúc đẩy tăng trưởng đầu tư của các doanh nghiệp. Thứ hai, khi phân tích sâu các khía cạnh phát triển của thị trường chứng khoán, kết quả nghiên cứu cho thấy hiệu quả hoạt động là một trong những yếu tố chính qua đó thị trường chứng khoán tác động tích cực đến tăng trưởng đầu tư dài hạn của doanh nghiệp.

Từ khóa: Đầu tư doanh nghiệp; thị trường chứng khoán; Việt Nam.

ABSTRACT

This paper investigates the effect of securities market development on the investment growth of 577 Vietnamese listed firms over the period 2000-2015. Using the econometric methods for unbalanced dataset, the study documents two key findings. First, securities market development may encourage the investment growth of Vietnamese firms. Second, when taking in-depth analyses in the aspects of securities market, the study highlights the efficiency of securities market is one of the main factors that associate positively firms' long-term investment.

Keywords: Firm investment; securities market; Vietnam.

1. Giới thiệu

Hệ thống tài chính của mỗi quốc gia với hai thành tố chính, các định chế tài chính và các thị trường tài chính, có thể hỗ trợ các doanh nghiệp thông qua hai phương thức cơ bản. Thứ nhất, tài chính gián tiếp qua trung gian của các định chế tài chính (điển hình là ngân hàng). Thứ hai, tài chính trực tiếp, qua đó các doanh nghiệp có thể trực tiếp phát hành các công cụ tài chính của mình trên các thị trường tài chính (chẳng hạn, thị trường chứng khoán tập trung) để huy động vốn tài trợ đầu tư. Đã có những nghiên cứu khẳng định sự tồn tại mối quan hệ giữa sự phát triển hệ thống tài chính quốc gia và hành vi đầu tư của doanh nghiệp (Castro, Kalatzis, & Martins-Filho, 2015; Lerskullawat, 2018; Svirydzienka, 2016). Tuy nhiên, các nghiên

cứu cũng khẳng định có sự tồn tại khác biệt trong cơ chế hoạt động và tác động của từng phương thức này đến đầu tư của doanh nghiệp. Trong giới hạn bài báo này, nghiên cứu tập trung phân tích chiều hướng và cơ chế tác động của thị trường chứng khoán đến đầu tư của các doanh nghiệp tại Việt Nam.

Hệ thống tài chính Việt Nam giai đoạn 2000-2015 chịu sự chi phối mạnh của các định chế tài chính trung gian, chủ yếu là hệ thống ngân hàng thương mại. Tuy nhiên, sự ra đời của thị trường chứng khoán đã tạo thêm một kênh tài trợ vốn trực tiếp quan trọng cho các doanh nghiệp đáp ứng nhu cầu đầu tư sản xuất kinh doanh. Theo Vo (2016), tính đến năm 2015, HOSE và HNX có hơn

Lâm Chí Dũng, Nguyễn Trần Thuần, Khoa Ngân hàng, Trường Đại học Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

600 công ty niêm yết chính thức với giá trị vốn hóa thị trường đạt 1.300 ngàn tỷ đồng. Bên cạnh hai sàn giao dịch chứng khoán này, hệ thống tài chính Việt Nam còn có sự tồn tại của sàn giao dịch chứng khoán dành cho cổ phiếu của các công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCOM) được thành lập năm 2009. Tuy nhiên, so với tổng số các doanh nghiệp hoạt động tại Việt Nam, số lượng doanh nghiệp niêm yết cổ phiếu trên các sàn này vẫn còn rất ít. Trong khi đó, tính đến thời điểm cuối năm 2015, thị trường trái phiếu doanh nghiệp tại Việt Nam vẫn còn có quy mô nhỏ và chưa thực sự năng động. Theo Phan (2018), chỉ có 74/3000 quan sát doanh nghiệp-năm đã từng phát hành trái phiếu doanh nghiệp. Trong khi đó, theo báo cáo của VCBS (2016), trong năm 2016 trái phiếu doanh nghiệp được phát hành bởi các ngân hàng và các công ty chứng khoán chiếm gần 60% giá trị thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam. Điều này cho thấy mức độ tham gia của các doanh nghiệp phi tài chính vào thị trường trái phiếu vẫn còn khiêm tốn, chưa tương xứng với số lượng và quy mô doanh nghiệp đang có. Có thể thấy, các doanh nghiệp đã được hưởng lợi từ sự phát triển của thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, vai trò là kênh tài trợ vốn trực tiếp cho đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp trong nền kinh tế của thị trường vẫn còn hạn chế.

Có nhiều nghiên cứu trước đây chỉ ra những cơ chế và lợi ích mà sự phát triển thị trường chứng khoán có thể đem lại cho các doanh nghiệp. Tuy nhiên, theo khảo sát của nhóm tác giả, vẫn rất hiếm các nghiên cứu sâu về mối quan hệ tác động giữa sự phát triển thị trường khoán và đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp tại Việt Nam. Đây chính là khe hở nghiên cứu.

2. Cơ sở lý thuyết

Nhiều nghiên cứu trước đây khẳng định mối quan hệ tác động tích cực giữa phát triển

hệ thống tài chính và hoạt động đầu tư của doanh nghiệp (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1996; Gelos & Werner, 2002; Islam & Mozumdar, 2007; Love, 2003).

Tuy nhiên, cơ chế tác động của tài chính gián tiếp và tài chính trực tiếp đến đầu tư của doanh nghiệp là khác nhau. Theo đó, thị trường chứng khoán có thể tạo ra một phương thức huy động vốn trực tiếp cho các doanh nghiệp để tài trợ nhu cầu đầu tư thông qua phát hành các công cụ tài chính của mình. Sự phát triển của thị trường chứng khoán có thể giúp các doanh nghiệp loại bỏ dần các rào cản/khó khăn về điều kiện tài chính thông qua việc dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn bên ngoài, giảm dần sự phụ thuộc vào nguồn vốn nội bộ. Theo Islam and Mozumdar (2007), Laeven (2003) và Love (2003), sự phát triển của thị trường có thể làm suy yếu tác động của dòng tiền (nội bộ) doanh nghiệp đến đầu tư của doanh nghiệp và tác động này càng trở nên mạnh hơn đối với các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn về tài chính.

Thị trường chứng khoán hoạt động hiệu quả cũng có khả năng tạo ra hỗ trợ thanh khoản cao hơn, chia sẻ rủi ro và giảm chi phí vốn chủ sở hữu. Những điều này có thể thúc đẩy hoạt động đầu tư của doanh nghiệp (Henry, 2000). Ngoài ra, thị trường chứng khoán còn được xem là kênh cung cấp thông tin hiệu quả (Ndikumana, 2005) khi gần như tất cả các nhà đầu tư dễ dàng tiếp cận thông tin cần thiết. Do đó, các quyết định của nhà đầu tư thường được thực hiện nhanh chóng. Điều này giúp cho các doanh nghiệp có thể huy động vốn thuận lợi qua thị trường chứng khoán để tài trợ đầu tư.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình

Dựa trên nghiên cứu của Castro et al. (2015) và Lerskullawat (2018), nghiên cứu

này xây dựng mô hình đầu tư để kiểm định tác động của phát triển thị trường chứng khoán đến tăng trưởng đầu tư dài hạn của doanh nghiệp Việt Nam như sau:

$$INV_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 INV_{i,t-1} + \beta_2 INV_{i,t-1}^2 + \beta_3 \left(\frac{CF}{K_{t-1}} \right)_{i,t} + \beta_4 \left(\frac{D}{K_{t-1}} \right)_{i,t} + \beta_5 SG_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 SM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

trong đó: $INV_{i,t}$ là tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp i trong năm t , được tính theo tỷ lệ tăng trưởng TSCĐ của doanh nghiệp i cuối năm t so với cuối năm $t-1$.

SM_t là biến chỉ số thị trường chứng khoán năm t . Nghiên cứu này sử dụng dữ liệu đã được tính toán và đề xuất bởi các nhà nghiên cứu của IMF (Svirydzenka, 2016). Theo đó, SM_t được tính từ tổng của 3 chỉ số thành phần sau:

1) Chỉ số độ sâu thị trường (SMd_t): bao gồm tỷ lệ giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán/GDP (nhằm đánh giá quy mô thị trường) và tỷ lệ giá trị chứng khoán được giao dịch trên thị trường/GDP (nhằm đánh giá tính năng động của thị trường chứng khoán).

2) Chỉ số tiếp cận thị trường (SMA_t): tỷ lệ phần trăm giá trị vốn hóa thị trường của các doanh nghiệp niêm yết không bao gồm 10 doanh nghiệp lớn nhất. Chỉ số càng thấp, mức độ tập trung thị trường chứng khoán càng cao thể hiện khả năng tiếp cận của thị trường chứng khoán đối với các doanh nghiệp mới và quy mô nhỏ hơn càng trở nên khó khăn.

3) Chỉ số hiệu quả thị trường (SMe_t): tỷ lệ giá trị chứng khoán được giao dịch trên thị trường/giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán. Tỷ lệ này càng lớn thể hiện mức độ thanh khoản và hiệu quả của thị trường càng cao.

Để kiểm soát tác động của các yếu tố nội tại của doanh nghiệp có thể tác động đến đầu tư, mô hình (1) còn bao gồm các biến: $CF_{i,t}$ là dòng tiền nội bộ của doanh nghiệp i năm t ; $D_{i,t}$ là nợ của doanh nghiệp i năm t ; $SG_{i,t}$ là

tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp i năm t ; $Size_{i,t}$ là hàm logarit của tổng tài sản của doanh nghiệp i năm t ;

Ngoài ra, để kiểm soát tác động của hành vi đầu tư theo thời gian, mô hình (1) cũng bao gồm biến trễ của tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp ($INV_{i,t-1}$). Đồng thời, dạng bình phương của biến trễ này ($INV_{i,t-1}^2$) cũng được đưa vào mô hình nhằm kiểm soát tác động phi tuyến tính theo thời gian của tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp; $\varepsilon_{i,t}$: sai số thống kê.

(Phụ lục 1 giới thiệu các nghiên cứu làm cơ sở lựa chọn các biến và các kỳ vọng về mối quan hệ giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc)

Bước tiếp theo, nghiên cứu này tiến hành thay thế biến chỉ số thị trường chứng khoán (SM_t) trong mô hình (1) bằng lần lượt hai biến chỉ số thành phần, chỉ số độ sâu thị trường (SMd_t) và chỉ số hiệu quả thị trường và (SMe_t), đến tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp.

3.2. Dữ liệu

Dữ liệu doanh nghiệp với các báo cáo tài chính đã được kiểm toán độc lập của 577 doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam niêm yết trên Sàn chứng khoán TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội giai đoạn 2000-2015 được lấy từ hệ thống cơ sở dữ liệu Stoxplus. Kết quả, có 3.961 quan sát doanh nghiệp-năm được sử dụng cho nghiên cứu này. Các chỉ số phát triển thị trường chứng khoán Việt Nam được thu thập từ Financial Development Index Database của Quỹ tiền tệ quốc tế (IMF, 2016).

Nghiên cứu này sử dụng mô hình ước lượng tác động cố định (fixed effect model – FEM) và tác động ngẫu nhiên (random effect model - REM). Kiểm định Hausman cho thấy FEM phù hợp hơn với dữ liệu trong nghiên cứu này so với mô hình REM. Do đó, trong

các phần tiếp theo, nhóm tác giả chỉ tập trung phân tích kết quả ước lượng theo FEM.

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến

Biến	Mean	Median	Max	Min
INV_t	0.19	0.06	5.02	-0.97
CF/K_{t-1}	0.43	0.24	8.83	-42.88
D/K_{t-1}	1.17	0.54	19.47	0.00
SG_t	0.20	0.13	8.62	-0.99
$Size_t$	11.63	11.59	14.16	9.89
SM_t	0.22	0.19	0.41	0.10
SMd_t	0.18	0.20	0.26	0.01
SMe_t	0.49	0.38	1.00	0.16

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Tác động của sự phát triển thị trường chứng khoán đến tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam

Kết quả ước lượng cho thấy sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam có thể thúc đẩy tích cực tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp được điều tra. Bảng 2 ghi nhận hệ số ước lượng của biến chỉ số thị trường chứng khoán (SM_t) trong mô hình FEM là dương (0.35) và có ý nghĩa thống kê 1%. Trong khi đó, SM_t là chỉ số rộng do IMF xây dựng và phản ánh đa chiều sự phát triển thị trường chứng khoán của mỗi quốc gia, bao gồm quy mô của thị trường chứng khoán, khả năng tiếp cận các dịch vụ tài chính của doanh nghiệp và cá nhân, và hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán trong nền kinh tế. Do đó, có thể kết luận rằng xét một cách tổng quát, sự phát triển của thị trường chứng khoán Việt Nam có mối quan hệ tương quan thuận với tăng trưởng đầu tư của các doanh nghiệp.

Lập luận có thể đưa ra cho kết quả hồi quy này là mặc dù với hệ thống ngân hàng truyền thống giữ vai trò thống trị, sự phát triển về chiều sâu của thị trường chứng khoán như là phương thức tài chính trực tiếp cho nền kinh tế (Mishkin, 2004) gia tăng cơ hội cho doanh nghiệp trong việc tiếp cận

nguồn vốn bên ngoài để đáp ứng nhu cầu đầu tư dài hạn cho sản xuất kinh doanh, làm giảm các rào cản/khó khăn tài chính cho doanh nghiệp (Love, 2003). Đồng thời, điều này còn làm giảm sự phụ thuộc vào các nguồn vốn nội bộ của doanh nghiệp (Castro et al., 2015) khi nguồn vốn này bị giới hạn bởi năng lực tự tạo ra thu nhập và lợi nhuận giữ lại tái đầu tư của doanh nghiệp. Mặt khác, các nguồn tài trợ từ phát hành cổ phiếu và trái phiếu trên thị trường chứng khoán sẽ dễ dàng hơn cho các hoạt động đầu tư dài hạn vào tài sản cố định.

Bảng 2: Tác động của phát triển thị trường chứng khoán đến tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp

Biến	(1)	(2)
	FEM	REM
$INV_{i,t-1}$	0.03 (0.93)	0.15*** (4.03)
$INV^2_{i,t-1}$	-0.03*** (-2.84)	-0.04*** (-3.20)
$(CF/K_{t-1})_{i,t}$	0.10*** (8.75)	0.05** (2.22)
$(D/K_{t-1})_{i,t}$	0.13*** (18.53)	0.04*** (3.92)
$SG_{i,t}$	0.07*** (4.30)	0.10*** (4.66)
$Size_{i,t}$	-0.074 (-1.56)	0.03** (2.56)
SM_t	0.35*** (3.85)	0.39*** (4.44)
Hausman	p-value < 0.01	

*, **, *** là ý nghĩa thống kê tại 10%, 5% và 1%.

4.2. Tác động của hiệu quả và độ sâu của thị trường chứng khoán đến tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp Việt Nam

Phần này phân tích tác động của khía cạnh hiệu quả và độ sâu của thị trường chứng khoán đến tăng trưởng đầu tư doanh nghiệp. Theo đó, nghiên cứu thay biến chỉ số thị trường chứng khoán (SM_t) bằng lần lượt hai chỉ số thành phần, độ sâu thị trường chứng khoán (SMd_t) và hiệu quả thị trường chứng khoán (SMe_t). Bảng 3 ghi nhận kết quả ước lượng của từng chỉ số thành phần này.

Kết quả ước lượng cho thấy chỉ số hiệu quả của thị trường chứng khoán (SM_t) có mối quan hệ tương quan thuận với tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp (INV_t). Hệ số ước lượng của biến $SM_{e,t}$ là dương (0.152) và có ý nghĩa thống kê 1%. Trong đó, $SM_{e,t}$ là chỉ số được tính toán như tỷ lệ phần trăm giữa giá trị chứng khoán được giao dịch và giá trị vốn hóa thị trường chứng khoán. Điều này có ý nghĩa rằng chỉ số này càng tăng, mức độ thanh khoản và hiệu quả hoạt động của thị trường càng cao (Svirydzenka (2016)). Như Levine (1991) đã chỉ ra, một khi thị trường chứng khoán tạo ra khả năng thanh khoản cao, nó giúp khuyến khích các nhà đầu tư mua bán chứng khoán trên thị trường một cách liên tục và dễ dàng mà không bị giới hạn về thời gian nắm giữ. Trong khi đó, điều này đồng thời tạo thuận lợi cung cấp nguồn vốn dài hạn cho các doanh nghiệp thông qua huy động vốn chủ sở hữu dễ dàng trên thị trường (Levine, 1991; Pan & Mishra, 2018). Do đó, thị trường chứng khoán càng hoạt động hiệu quả và có khả năng thanh khoản cao, doanh nghiệp niềm yết càng có cơ hội để tạo nguồn vốn, qua đó thúc đẩy tăng trưởng đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp. Lập luận này càng trở nên hợp lý với các doanh nghiệp trong nghiên cứu này là các doanh nghiệp niêm yết chính thức trên Sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh. Do đó, hiệu quả hoạt động và khả năng thanh khoản của thị trường chứng khoán càng tác động mạnh mẽ hơn đến tăng trưởng đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp. Kết quả này cũng phù hợp với lập luận của Henry (2000). Theo đó, thị trường hoạt động hiệu quả có khả năng tạo ra hỗ trợ thanh khoản cao hơn, chia sẻ rủi ro và giảm chi phí vốn chủ sở hữu và hệ quả là có thể thúc đẩy hoạt động đầu tư của doanh nghiệp.

Trong khi đó, biến chỉ số độ sâu của thị trường (SMd_t) đo lường quy mô của thị

trường chứng khoán không có ý nghĩa về mặt thống kê.

Bảng 3: Tác động của chỉ số độ sâu và hiệu quả hoạt động thị trường chứng khoán đến tăng trưởng đầu tư doanh nghiệp

Biến	(3)	(4)	(5)	(6)
	FEM	REM	FEM	REM
$INV_{i,t-1}$	0.04 (1.46)	0.17*** (6.49)	0.02 (0.74)	0.15*** (3.91)
$INV^2_{i,t-1}$	-0.04*** (-3.21)	-0.04*** (-4.31)	-0.03*** (-2.73)	-0.04*** (-3.10)
$(CF/K_{i,t-1})_{i,t}$	0.11*** (9.50)	0.06*** (9.02)	0.10*** (8.60)	0.05** (2.21)
$(D/K_{i,t-1})_{i,t}$	0.13*** (18.65)	0.04*** (10.72)	0.13*** (18.37)	0.04*** (3.91)
$SG_{i,t}$	0.08*** (4.87)	0.11*** (7.45)	0.07*** (4.15)	0.10*** (4.58)
$Size_{i,t}$	-0.13*** (-2.98)	0.02** (2.23)	-0.04 (-0.79)	0.03*** (2.72)
SMd_t	-0.20 (-1.18)	-0.22 (-1.33)		
$SM_{e,t}$			0.152*** (4.74)	0.16*** (5.22)
Hausman	p-value < 0.01		p-value < 0.01	

*, **, *** là ý nghĩa thống kê tại 10%, 5% và 1%.

5. Kết luận và hàm ý

Nghiên cứu này khảo sát tác động của sự phát triển thị trường chứng khoán đến đầu tư của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2000-2015. Kết quả nghiên cứu này dẫn đến hai kết luận chính. Thứ nhất, sự ra đời và phát triển của thị trường chứng khoán có thể tác động thúc đẩy tích cực tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp. Thứ hai, hiệu quả hoạt động và khả năng thanh khoản của thị trường chứng khoán là một trong những nhân tố chính khiến cho thị trường chứng khoán có thể thúc đẩy tăng trưởng đầu tư của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu này không ghi nhận kết quả tác động của khía cạnh quy mô thị trường đến tăng trưởng đầu tư của các doanh nghiệp được điều tra.

Kết luận của nghiên cứu này cho phép rút ra các hàm ý:

- Về phương diện quản lý doanh nghiệp, việc tham gia một cách tích cực và năng động vào thị trường chứng khoán, thông qua niêm yết trên sàn giao dịch tập trung (hoặc đăng ký giao dịch trên thị trường UPCOM) sẽ giúp các doanh nghiệp khai thác những khía cạnh tích cực của cơ hội tiếp cận nguồn vốn dài hạn qua đó tạo thuận lợi cho tăng trưởng đầu tư. Điều này cũng cho phép doanh nghiệp tăng thêm sự lựa chọn tối ưu về nguồn tài trợ, ngoài nguồn tài trợ nội bộ và nguồn tài trợ từ trung gian tài chính, đáp ứng những yêu cầu cụ thể trong từng bối cảnh cụ thể khi lấy các quyết định đầu tư dài hạn.

- Về phương diện hoạch định chính sách và quản lý thị trường, nghiên cứu này khẳng định tính đúng đắn của chủ trương phát triển thị trường một cách chủ động, có định hướng của Nhà nước thay vì để thị trường tự phát. Mặt khác, nó cũng cho thấy nhu cầu cấp thiết của việc không ngừng nâng cao khả năng tiếp cận thị trường, hiệu quả hoạt động và thanh khoản của thị trường chứng khoán.

Lời cảm ơn: Nghiên cứu này được tài trợ bởi Quỹ Phát triển Khoa học và Công nghệ Đại học Đà Nẵng trong đề tài mã số B2016-DNA-16-TT.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of corporate finance*, 11(1-2), 277-291.
- Castro, F., Kalatzis, A. E., & Martins-Filho, C. (2015). Financing in an emerging economy: Does financial development or financial structure matter? *Emerging Markets Review*, 23, 96-123.
- Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (1996). Stock market development and financing choices of firms. *The World Bank Economic Review*, 10(2), 341-369.
- Gelos, R. G., & Werner, A. M. (2002). Financial liberalization, credit constraints, and collateral: investment in the Mexican manufacturing sector. *Journal of Development Economics*, 67(1), 1-27.
- Henry, P. B. (2000). Do stock market liberalizations cause investment booms? *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 301-334.
- Islam, S. S., & Mozumdar, A. (2007). Financial market development and the importance of internal cash: Evidence from international data. *Journal of Banking & Finance*, 31(3), 641-658.

Nghiên cứu cũng cho thấy sự cần thiết của một hệ thống phân tích, đánh giá khoa học, chuẩn xác và toàn diện về mối quan hệ tác động của phát triển thị trường chứng khoán nói riêng và hệ thống tài chính quốc gia nói chung đến các hoạt động của doanh nghiệp. Bởi vì nền tảng của tăng trưởng và phát triển kinh tế vĩ mô xuất phát từ các yếu tố kinh tế vi mô mà tăng trưởng đầu tư dài hạn của doanh nghiệp là một nhân tố có tầm quan trọng lớn.

Nghiên cứu này có đóng góp ý nghĩa về mặt học thuật khi đây là một trong những khảo sát đầu tiên về tác động của sự phát triển thị trường chứng khoán đến đầu tư dài hạn của các doanh nghiệp Việt Nam. Tuy nhiên, nghiên cứu này vẫn gặp một số hạn chế như chưa tính đến các đặc điểm của ngành, lĩnh vực có thể tác động đến đối tượng nghiên cứu. Đây cũng là những hướng nghiên cứu cần được hoàn thiện mà nhóm tác giả đề xuất tiếp tục trong tương lai.

- Kadapakkam, P.-R., Kumar, P., & Riddick, L. A. (1998). The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence. *Journal of Banking & Finance*, 22(3), 293-320.
- Laeven, L. (2003). Does financial liberalization reduce financing constraints? *Financial Management*, 5-34.
- Lang, L., Ofek, E., & Stulz, R. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3-29.
- Lerskullawat, A. (2018). Financial development, financial constraint, and firm investment: Evidence from Thailand. *Kasetsart Journal of Social Sciences*.
- Levine, R. (1991). Stock markets, growth, and tax policy. *The journal of Finance*, 46(4), 1445-1465.
- Love, I. (2003). Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model. *The Review of Financial Studies*, 16(3), 765-791.
- Mishkin, F. S. (2004). The Economics of Money, Banking and Financial Institutions. In: New York: Addison-Wesley Longman.
- Naeem, K., & Li, M. C. (2019). Corporate investment efficiency: The role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD non-financial firms. *International Review of Financial Analysis*, 62, 53-68.
- Ndikumana, L. (2005). Financial development, financial structure, and domestic investment: International evidence. *Journal of International Money and Finance*, 24(4), 651-673.
- Pan, L., & Mishra, V. (2018). Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China. *Economic Modelling*, 68, 661-673.
- Phan, Q. T. (2018). Corporate debt and investment with financial constraints: Vietnamese listed firms. *Research in International Business and Finance*.
- Svirydzhenka, K. (2016). *Introducing a new broad-based index of financial development*: International Monetary Fund.
- Vo, X. V. (2016). Finance in Vietnam-an overview. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 6(3), 202-209.

Phụ lục I: Mô tả các biến được sử dụng trong nghiên cứu

Ký hiệu biến	Định nghĩa biến	Các nghiên cứu trước đây	Tác động kỳ vọng
<i>Biến phụ thuộc: tăng trưởng đầu tư của doanh nghiệp</i>			
$INV_{i,t}$	Tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp, được tính: $(TSCĐ_t - TSCĐ_{t-1})/TSCĐ_{t-1}$	(Aivazian, Ge, & Qiu, 2005; Castro et al., 2015; Lerskullawat, 2018)	
<i>Biến độc lập: phát triển thị trường chứng khoán</i>			
SM_t	Chỉ số phát triển TTCK, được tính từ tổng của 3 chỉ số thành phần: độ sâu thị trường (SMd_t), tiếp cận thị trường (SMA_t) và hiệu quả thị trường (SMe_t)	(Svirydzhenka, 2016)	

TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH TẾ - ĐẠI HỌC ĐÀ NẴNG

SMd_t	Chỉ số độ sâu TTCK, được tính bao gồm: tỷ lệ giá trị vốn hóa thị trường/GDP và tỷ lệ giá trị chứng khoán giao dịch trên thị trường/GDP	(Svirydzenka, 2016)	
SMe_t	Chỉ số hiệu quả TTCK, được tính: Tỷ lệ giá trị chứng khoán được giao dịch trên thị trường/Giá thị vốn hóa thị trường	(Svirydzenka, 2016)	
<i>Biến kiểm soát đặc điểm nội tại của doanh nghiệp</i>			
$INV_{i,t-1}$	Biến trễ của tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp	(Castro et al., 2015; Lerskullawat, 2018; Phan, 2018)	+
$INV^2_{i,t}$	Bình phương tăng trưởng đầu tư TSCĐ của doanh nghiệp	(Castro et al., 2015; Lerskullawat, 2018)	-
CF/K_{t-1}	Dòng tiền nội bộ của doanh nghiệp/TSCĐ, được tính: Thu nhập trước thuế, lãi vay và khấu hao/TSCĐ đầu năm	(Aivazian et al., 2005; Lang, Ofek, & Stulz, 1996)	+/-
D/K_{t-1}	Nợ của doanh nghiệp/TSCĐ đầu năm	(Castro et al., 2015; Lerskullawat, 2018)	+/-
$SG_{i,t}$	Tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp	(Castro et al., 2015) Lerskullawat, 2018	-
$Size_{i,t}$	Quy mô doanh nghiệp, được tính theo công thức: logarithm (tổng tài sản của doanh nghiệp)	(Kadapakkam, Kumar, & Riddick, 1998; Lerskullawat, 2018; Naeem & Li, 2019)	+