

Tác động của thị trường chứng khoán đến cấu trúc vốn doanh nghiệp tại các quốc gia đang phát triển trong ASEAN

Nguyễn Văn Thuận¹, Trầm Bích Lộc², Nguyễn Thanh Liêm^{3,*}



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

TÓM TẮT

Cấu trúc vốn là một trong những chủ đề mà các nhà quản trị doanh nghiệp cũng như các học giả luôn quan tâm vì nó có rất nhiều hàm ý quan trọng. Vấn đề này tại các quốc gia đang phát triển càng liên quan nhiều hơn do mức phát triển tài chính không cao ở các quốc gia này, dẫn đến khả năng tiếp cận vốn bên ngoài của các doanh nghiệp không được đảm bảo. Để tài này tập trung nghiên cứu tác động của sự phát triển TTCK tại năm quốc gia đang phát triển thuộc ASEAN (gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam) đến cấu trúc vốn doanh nghiệp trong giai đoạn 2010-2018. Sự phát triển TTCK được đo lường theo 4 cách: Tổng giá trị vốn hóa TTCK trên GDP (MACAP), tổng giá trị cổ phiếu giao dịch trên GDP (LIQ1), vốn hóa TTCK trên GDP (LIQ2) và trung bình của ba chỉ số trên (STOCK). Kết quả cho thấy sự phát triển TTCK tác động khác nhau đến cấu trúc vốn, tùy thuộc vào thước đo phản ánh mức phát triển này. Cụ thể, MACAP, LIQ2 và STOCK không có ý nghĩa thống kê, trong khi LIQ1 lại tác động âm và có ý nghĩa thống kê. Bên cạnh đó, quy mô doanh nghiệp (SIZE), tính chất tài sản hữu hình (TANG), cơ hội tăng trưởng (TOBIN-Q), tỷ lệ lạm phát (INF) và tốc độ tăng trưởng GDP (GDPGR) có tác động cùng chiều đến cấu trúc vốn; trong khi khả năng sinh lời (ROA) tác động ngược chiều. Dựa trên kết quả nghiên cứu, tác giả đề xuất các hàm ý liên quan.

Từ khoá: Cấu trúc vốn, ASEAN, sự phát triển thị trường chứng khoán

TÍNH CẤP THIẾT ĐỂ TÀI

Cấu trúc vốn là một trong những chủ đề luôn thu hút sự quan tâm không chỉ những nhà nghiên cứu học thuật mà còn cả những người làm chính sách trong nhiều thập kỷ qua. TTCK tạo điều kiện cho doanh nghiệp huy động vốn trực tiếp thông qua phát hành các loại giấy tờ có giá với thời gian đáo hạn và mức độ rủi ro khác nhau¹. Tuy nhiên, trong TTCK nếu một bên giao dịch nắm được nhiều thông tin hơn sẽ dẫn đến tình trạng thông tin bất cân xứng, khiến nguồn vốn không được phân bổ hiệu quả².

Đến nay đã có rất nhiều nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến cấu trúc vốn, song hầu hết chỉ chú trọng đến tác động của những nhân tố nội tại doanh nghiệp đến cấu trúc vốn, hoặc tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động mà ít quan tâm đến tác động của sự phát triển TTCK đến cấu trúc vốn. Trong khi đó, vai trò của TTCK trong việc huy động vốn của doanh nghiệp là rất quan trọng; nhưng TTCK tại các nước đang phát triển thường có quy mô nhỏ, thị trường hoạt động thiếu minh bạch, nên các doanh nghiệp tại những quốc gia đang phát triển chủ yếu dựa vào ngân hàng để huy động vốn. Kumar và ctg cho thấy tại các thị trường mới nổi thì những nghiên cứu về các yếu tố quyết định cấu trúc vốn chưa được xem xét một cách

đầy đủ³. Câu hỏi đặt ra là liệu sự phát triển TTCK có tác động đến cấu trúc vốn doanh nghiệp hay không? Tác động của TTCK ở các nước thành viên Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á (ASEAN) chưa được phân tích đầy đủ trong các nghiên cứu trước. Do đó, việc tìm hiểu về sự phát triển TTCK, cấu trúc vốn, và sự tác động của phát triển TTCK đến cấu trúc vốn của những doanh nghiệp niêm yết tại các quốc gia đang phát triển trong ASEAN là cần thiết để đưa ra nhận định cho những câu hỏi đề ra.

CƠ LÝ THUYẾT VÀ NGHIÊN CỨU THỰC NGHIỆM LIÊN QUAN ĐỂ TÀI

Khái niệm và lý thuyết cấu trúc vốn

Theo Kumar và ctg, cấu trúc vốn là sự kết hợp của nợ và vốn chủ sở hữu mà một tổ chức sử dụng để tài trợ cho các hoạt động và đầu tư³.

Lý thuyết Modigliani-Miller (M&M) ra đời năm 1958 và được xây dựng dựa trên một số giả định như: không có thuế, không có thông tin bất cân xứng, không có chi phí phá sản và kiệt quệ tài chính... Với những giả định trên, cấu trúc vốn sẽ không làm thay đổi dòng tiền công ty tạo ra, do đó không tác động đến giá trị công ty cũng như chi phí sử dụng vốn doanh nghiệp⁴. Đến năm 1963, Modigliani và Miller đã

¹Trường Đại học Tài chính – Marketing, HCM, Việt Nam

²Trường Đại học Sài Gòn, HCM, Việt Nam

³Trường Đại học Kinh tế - Luật, ĐHQG HCM, Việt Nam

Liên hệ

Nguyễn Thanh Liêm, Trường Đại học Kinh tế - Luật, ĐHQG HCM, Việt Nam

Email: liemnt@uel.edu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 26-11-2020
- Ngày chấp nhận: 12-03-2021
- Ngày đăng: 31-03-2021

DOI: 10.32508/stdjelm.v5i1.729



Bản quyền

© ĐHQG Tp.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Trích dẫn bài báo này: Thuận N V, Lộc T B, Liêm N T. Tác động của thị trường chứng khoán đến cấu trúc vốn doanh nghiệp tại các quốc gia đang phát triển trong ASEAN. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 5(1):1359-1367.

đưa thêm thuế thu nhập doanh nghiệp vào lý thuyết M&M. Kết quả cho thấy giá trị công ty có vay nợ bằng giá trị công ty không vay nợ cộng với hiện giá lá chắn thuế; và cũng nhờ lá chắn thuế, chi phí sử dụng vốn trung bình sẽ giảm xuống khi công ty tăng tỷ số nợ. Hay nói cách khác, lý thuyết M&M ngụ ý rằng công ty nên sử dụng nợ càng nhiều càng tốt⁵.

Song, trên thực tế, nếu công ty liên tục gia tăng tỷ lệ nợ thì giá trị công ty sẽ không tăng mãi và chi phí sử dụng vốn trung bình cũng không biến động theo chiều hướng giảm. Chính vì vậy, lý thuyết đánh đổi ra đời, trong đó cấu trúc vốn được xác định bằng cách đánh đổi giữa chi phí và lợi ích của việc tài trợ bằng nguồn vốn đi vay; giá trị công ty có vay nợ sẽ bằng giá trị công ty không vay nợ, cộng với lợi ích từ lá chắn thuế của lãi vay và giảm thiểu chi phí đại diện của dòng tiền tự do, trừ đi chi phí (gồm chi phí đại diện nhằm bù đắp rủi ro tín dụng khi doanh nghiệp đi vay nhiều, chi phí phá sản và kiệt quệ tài chính). Cấu trúc vốn tối ưu đạt được khi mức lợi ích cận biên bằng chi phí cận biên của việc tăng nợ⁴.

Trái ngược với lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng của Myers không dự đoán về tỷ lệ nợ tối ưu, mà chỉ nêu lên trật tự ưa thích về nguồn vốn tài trợ các hoạt động của doanh nghiệp. Cụ thể, khi doanh nghiệp cần nguồn tài trợ, nhà quản lý sẽ ưu tiên nguồn vốn bên trong (lợi nhuận giữ lại), kế đến sẽ sử dụng nguồn vốn đi vay và cuối cùng là tài trợ bằng vốn cổ phần phát hành thêm. Theo đó, cơ cấu vốn là kết quả của các yêu cầu về tài chính công ty theo thời gian và nỗ lực nhằm giảm thiểu chi phí lựa chọn bất lợi⁶.

Lý thuyết thời điểm thị trường (market timing) cho rằng cấu trúc vốn chỉ đơn thuần là kết quả tích lũy của những nỗ lực trong quá khứ để tận dụng thời điểm thị trường. Cụ thể, việc công ty phát hành cổ phiếu phụ thuộc vào điều kiện TTCK, và cấu trúc vốn thay đổi do sự phát hành này chứ không phải do công ty điều chỉnh nợ về tỷ lệ mục tiêu⁷.

Tác động của sự phát triển TTCK đến cấu trúc vốn

TTCK ngày càng thể hiện được vai trò của mình trong sự phát triển của nền kinh tế ở mỗi quốc gia. Cụ thể, TTCK phát triển tốt cung cấp thanh khoản, đa dạng hóa và tạo điều kiện thu thập thông tin, huy động nguồn lực để bổ sung nguồn tài chính, đầu tư và tăng trưởng doanh nghiệp. Một TTCK năng động và có tính thanh khoản sẽ giúp các công ty có chi phí tài trợ thông qua vốn chủ sở hữu rẻ hơn. Do đó, các công ty có thể thay thế nợ dài hạn bằng vốn chủ sở hữu, và điều này ảnh hưởng đến cấu trúc vốn. Mặt khác, TTCK sẽ cung cấp thông tin về các công ty niêm yết ra

thị trường; điều này giúp vấn đề bất cân xứng thông tin và rủi ro đạo đức được giảm thiểu. TTCK tăng trưởng sẽ tạo điều kiện cho việc thu thập thông tin, đặc biệt là cho các cổ phiếu thanh khoản cao; điều này làm tăng sự giám sát bên ngoài của các công ty^{8,9}. TTCK phát triển sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp trong việc lựa chọn cách thức cũng như số lượng vốn cần huy động để mở rộng sản xuất kinh doanh. Do đó, sự phát triển TTCK sẽ có những tác động nhất định đến cấu trúc vốn doanh nghiệp.

Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm liên quan đến đề tài

Đã có rất nhiều công trình tại nhiều quốc gia trên thế giới nghiên cứu các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn doanh nghiệp, các yếu tố này rất đa dạng điển hình như: yếu tố vĩ mô, sự khác biệt giữa các định chế tài chính và thiết lập thể chế giữa các quốc gia, tác động của khủng hoảng kinh tế, hội nhập tài chính... Phạm vi nghiên cứu có thể tại một quốc gia hoặc đa quốc gia.

Nhằm nghiên cứu tác động của sự phát triển TTTC (trong đó chú trọng đến sự phát triển TTCK) đến cấu trúc vốn, **Demirguc-Kunt và Maksimovic** đã thu thập dữ liệu của 30 quốc gia công nghiệp đang phát triển từ năm 1980 đến 1991. Kết quả nghiên cứu cho thấy sự phát triển TTCK tác động khác nhau đến cấu trúc vốn tùy thuộc vào mức độ phát triển của TTCK cũng như quy mô vốn doanh nghiệp⁸. Sau đó, **Demirguc-Kunt và Maksimovic** đã tiếp tục nghiên cứu tác động của TTTC và các định chế tài chính đến kỳ hạn nợ của doanh nghiệp, với mẫu nghiên cứu được giữ tương đồng với nghiên cứu năm 1996. Kết quả cho thấy đối với các quốc gia có TTCK năng động thì các công ty lớn có kỳ hạn nợ dài hơn, tuy nhiên điều này không đúng với các công ty nhỏ⁹. Song, khi sử dụng dữ liệu được thu thập từ 21 quốc gia đang phát triển có TTCK mới nổi trong giai đoạn 1980 - 1997, **Agarwal và Mohtadi** cho thấy khi TTCK phát triển thì doanh nghiệp có khuynh hướng sử dụng vốn chủ sở hữu thay vì vay nợ, kết quả này mâu thuẫn với nghiên cứu của Demirguc-Kunt và Maksimovic, nhưng lại tương đồng với **Deesomsak và ctg** khi nghiên cứu 4 nước ở khu vực Châu Á Thái Bình Dương (Thái Lan, Malaysia, Singapore và Úc) giai đoạn 1993 - 2001 và nghiên cứu trong lĩnh vực bất động sản của **Le và Ooi** tại 13 quốc gia [gồm 8 quốc gia có nền kinh tế chuyển đổi (Trung Quốc, Ấn Độ, Malaysia, Thái Lan, Brazil, Ba Lan và Nam Phi), và 5 quốc gia phát triển (Úc, Nhật, Mỹ, Anh và Singapore)] giai đoạn 1994-2007^{8,10-12}.

Khi sử dụng dữ liệu của 34 quốc gia mới nổi trong giai đoạn 1991-2006, **Bokpin** cho thấy thanh khoản thị

trường tác động nghịch chiều lên tỷ lệ nợ dài hạn và tỷ lệ nợ ngắn hạn trên vốn chủ sở hữu, nhưng không có ý nghĩa thống kê đối với biến tổng nợ¹³. Kết quả nghiên cứu của *Doku và ctg* cho 21 công ty trên TTCK Ghana (GSE) giai đoạn 1995-2005 cho thấy tỷ lệ vốn hóa thị trường và tỷ lệ doanh thu tác động cùng chiều, trong khi tỷ lệ khối lượng cổ phiếu được giao dịch lại có tác động ngược chiều tới tỷ lệ đòn bẩy¹⁴. Sử dụng mẫu các doanh nghiệp niêm yết trên sàn TP. Hồ Chí Minh tại Việt Nam giai đoạn 2009 - 2015, *Le* cho thấy quy mô TTCK biến động cùng chiều với tỷ lệ nợ, song tính thanh khoản thị trường biến động ngược chiều¹⁵.

Haron đã thu thập dữ liệu của Malaysia (790 công ty), Thái Lan (269 công ty) và Singapore (546 công ty) trong giai đoạn 2000 – 2009, kết quả cho thấy sử dụng cách đo lường đòn bẩy khác nhau (nhưng cùng mô hình) hoặc sử dụng mô hình khác nhau (cho cùng một cách đo tỷ lệ đòn bẩy) đều sẽ cho kết quả khác nhau¹⁶.

Nhằm nghiên cứu tác động của các yếu tố ở cấp độ vĩ mô và vi mô đến cấu trúc vốn, *Zafar và ctg* đã thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp tại 16 nước Châu Á trong giai đoạn 2008 – 2014; các quốc gia này được phân thành ba nhóm gồm: các quốc gia có thu nhập trung bình thấp (LMIEs), các quốc gia có thu nhập trung bình cao (UMIEs) và các quốc gia có thu nhập cao (HIEs). Kết quả cho thấy tỷ lệ vốn hóa TTCK/GDP không đạt ý nghĩa thống kê đối với những nước UMIEs nhưng tương quan âm trong những mô hình còn lại; tỷ lệ vốn hóa thị trường trái phiếu/GDP tương quan dương đối với nhóm LMIEs nhưng tương quan âm với 2 nhóm còn lại và không đạt ý nghĩa thống kê khi chạy chung tất cả nhóm nước¹⁷.

Khoảng trống nghiên cứu

Về mẫu nghiên cứu : Mục tiêu nghiên cứu là xem xét tác động của sự phát triển TTCK đến cấu trúc vốn, nên việc giới hạn dữ liệu tại 1 quốc gia sẽ làm cho các biến đại diện cho sự phát triển TTCK là đồng nhất cho tất cả các quan sát trong mẫu; điều này dẫn đến rất khó thấy được tác động của sự phát triển TTCK đến cấu trúc vốn. Còn đối với các nghiên cứu đa quốc gia thì không nghiên cứu nào bao gồm dữ liệu của Việt Nam, và cũng không có nghiên cứu nào nghiên cứu riêng về 5 quốc gia đang phát triển trong ASEAN (gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam; Singapore bị loại khỏi mẫu vì đây là thị trường phát triển; bốn nước gồm Brunei, Campuchia, Lào và Myanmar không được đưa vào nghiên cứu vì TTCK tại các nước này chỉ mới thành lập trong giai đoạn gần đây nên không đầy đủ dữ liệu).

Các nghiên cứu trước sử dụng dữ liệu gần nhất là năm 2014 của *Zafar và ctg*¹⁷ hay 2015 của *Le*¹⁵, vì vậy thực hiện nghiên cứu cập nhật dữ liệu là cần thiết nhằm kiểm định liệu mối liên hệ giữa sự phát triển TTCK và cấu trúc vốn giữ nguyên hay có thay đổi. Bên cạnh đó, mức độ phát triển của 5 quốc gia trong khối cũng có rất nhiều khác biệt xét về thu nhập bình quân đầu người và thị trường vốn; trong đó Việt Nam là nước có xếp hạng gần như thấp nhất. Chính vì vậy, việc xem xét tác động của sự phát triển TTCK đến cấu trúc vốn tại 5 quốc gia đang phát triển sử dụng các dữ liệu mới nhất sẽ cho kết quả nghiên cứu đáng tin cậy hơn, và có thể sẽ cung cấp rất nhiều hàm ý chính sách cho các quốc gia đang phát triển nói chung và Việt Nam nói riêng.

Về nội dung nghiên cứu: Đã có rất nhiều công trình nghiên cứu về các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn, song mỗi công trình lại nghiên cứu một khía cạnh khác nhau và rất ít công trình tập trung xem xét tác động của sự phát triển TTCK đến cấu trúc vốn. Cụ thể, trong phần lược khảo các nghiên cứu trước, đa phần các nghiên cứu phân tích tác động sự phát triển TTTC nói chung, hoặc xem xét tác động vĩ mô (trong đó có sử dụng biến sự phát triển TTCK) chứ không phải chỉ xem xét tác động của sự phát triển TTCK đến cấu trúc vốn; điều này dẫn đến các biến đại diện cho sự phát triển TTCK chưa được xem xét một cách đầy đủ. Bên cạnh đó, có rất ít nghiên cứu tập trung vào nhiều khía cạnh của TTCK, do đó nó không đưa ra hàm ý toàn diện cho các nhà quản lý. Nghiên cứu này sẽ sử dụng nhiều biện pháp đo lường sự phát triển TTCK để lấp đầy khoảng trống này cho các nước trong khối ASEAN.

GIẢ THUYẾT NGHIÊN CỨU

Giả thuyết

TTCK

Cơ sở lý thuyết và đa phần nghiên cứu thực nghiệm đều cho thấy sự phát triển TTCK sẽ tác động đến cấu trúc vốn theo hai hướng khác nhau: Thứ nhất, sự mở rộng của TTCK sẽ tăng nguồn cung vốn cho doanh nghiệp và tạo điều kiện cho doanh nghiệp sử dụng vốn chủ sở hữu thay vì nợ, điều này sẽ tác động ngược chiều đến cấu trúc vốn; Thứ hai, sự phát triển TTCK tạo điều kiện giám sát doanh nghiệp và giúp giảm chi phí giám sát, điều này tác động tích cực đến cấu trúc vốn¹⁸. Sự phát triển TTCK được thể hiện qua các yếu tố sau:

Quy mô của TTCK: được đặc trưng bởi vốn hóa thị trường; vốn hóa thị trường tương đối cho thấy tầm quan trọng của mỗi quốc gia đối với các nhà đầu tư quốc tế. Chính vì vậy, quy mô TTCK càng lớn càng

thu hút các nhà đầu tư, tạo điều kiện thuận lợi hơn cho doanh nghiệp trong việc phát hành chứng khoán để huy động vốn. Do đó, biến tỷ lệ vốn hóa TTCK (bằng tổng giá trị thị trường của tất cả cổ phiếu niêm yết chia cho GDP) được sử dụng để đo lường khả năng của TTCK trong việc phân bổ vốn cho các dự án đầu tư và cơ hội đa dạng hóa rủi ro cho các nhà đầu tư; đây là tỷ số đại diện cho độ sâu tài chính trong các chỉ số đo lường phát triển tài chính của IMF¹⁹, WB²⁰ và được sử dụng trong rất nhiều nghiên cứu trước^{8-10,12,14-16}. Tính thanh khoản của TTCK: Khi thị trường có tính thanh khoản cao, các nhà đầu tư có thể chủ động hơn và sẽ tiến hành các chiến lược kinh doanh chênh lệch giá khác nhau. Thị trường có tính thanh khoản kém ngụ ý chi phí giao dịch cao hơn; điều này khiến nhà đầu tư trở nên thụ động hơn và chứng khoán doanh nghiệp phát hành sẽ kém hấp dẫn². Tính thanh khoản được đo lường bằng 2 biến: Tổng giá trị cổ phiếu được giao dịch trên GDP^{8,10,12-15} và Tổng giá trị cổ phiếu được giao dịch trên vốn hóa thị trường (turnover ratio, hay còn được gọi là tốc độ quay vòng cổ phiếu - share turnover velocity)^{8,10-12,14,15}. Điều thú vị là theo IMF và WB, tỷ lệ tổng giá trị cổ phiếu giao dịch trên GDP được sử dụng để đại diện chiều sâu tài chính, trong khi tốc độ vòng quay cổ phiếu được sử dụng để đo lường hiệu quả tài chính^{19,20}.

Biến sự phát triển TTCK: Demircuc-Kunt và Maksimovic, Le và Ooi đã xây dựng chỉ số mới đại diện cho sự phát triển TTCK bằng cách lấy trung bình cộng của 3 chỉ số riêng lẻ trên^{8,12}.

Dựa trên cơ sở lý thuyết và kết quả các nghiên cứu thực nghiệm, tác giả đưa ra các giả thuyết sau:

H1: Quy mô TTCK tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn doanh nghiệp.

H2: Tính thanh khoản TTCK tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn doanh nghiệp.

H3: Sự phát triển TTCK tác động tiêu cực đến cấu trúc vốn doanh nghiệp.

Nhóm biến kiểm soát

Nhóm biến kiểm soát trong mô hình gồm 2 nhóm biến: Nhóm đặc điểm doanh nghiệp và nhóm biến vĩ mô nền kinh tế.

Nhóm biến đặc điểm doanh nghiệp

Đặc điểm doanh nghiệp cũng có ảnh hưởng mang tính quyết định đến cấu trúc vốn, chính vì vậy, đây là một trong những nhóm biến không thể bỏ qua để đảm bảo độ tin cậy của mô hình. Trong bài nghiên cứu, tác giả chọn ra 4 biến đại diện cho đặc điểm doanh nghiệp, gồm:

Quy mô doanh nghiệp: Theo lý thuyết đánh đổi, quy mô doanh nghiệp tác động cùng chiều với cấu trúc

vốn, song theo lý thuyết trật tự phân hạng lại tác động nghịch chiều. Đa phần các nghiên cứu thực nghiệm đều sử dụng chỉ tiêu Logarit tài sản để đại diện cho quy mô doanh nghiệp và cho kết quả cùng chiều^{11,12,14-16}.

Khả năng sinh lời: Theo lý thuyết đánh đổi cho thấy mối quan hệ đồng biến giữa tỷ lệ đòn bẩy và lợi nhuận^{2,21}, quan điểm này cũng phù hợp với các mô hình tín hiệu của cấu trúc vốn². Ngược lại, lý thuyết trật tự phân hạng cho thấy quan hệ nghịch biến giữa lợi nhuận và tỷ lệ đòn bẩy doanh nghiệp^{2,22}. Song, đa phần các nghiên cứu thực nghiệm đều cho tác động nghịch chiều. Trong nghiên cứu này chỉ tiêu ROA được sử dụng vì đây vừa là chỉ tiêu đại diện cho khả năng sinh lời, vừa cho thấy rủi ro mà doanh nghiệp phải đối mặt^{8,13,14}.

Tính chất tài sản: Theo lý thuyết đánh đổi, tỷ lệ Tài sản cố định trên Tổng tài sản và cấu trúc vốn có quan hệ đồng biến; còn lý thuyết trật tự phân hạng thì ngược lại. Tính chất tài sản được đại diện bằng một trong hai chỉ tiêu: Tài sản cố định/Tổng tài sản và Tài sản cố định ròng/Tổng tài sản; song chỉ tiêu tài sản cố định/tổng tài sản được sử dụng nhiều hơn^{11-14,17}.

Cơ hội tăng trưởng: Theo lý thuyết đánh đổi, lý thuyết dòng tiền tự do của Jensen và lý thuyết thời điểm thị trường cho rằng cơ hội tăng trưởng tác động nghịch chiều đến cấu trúc vốn²³; còn lý thuyết trật tự phân hạng lại cho kết luận không rõ ràng tùy thuộc vào mô hình đang xem xét là mô hình giản đơn hay phức tạp. Theo Sbeiti, cơ hội tăng trưởng được đo lường bằng chỉ số Tobin-Q, là thước đo chi phí đại diện vì nó nắm bắt được sự thay đổi giữa cơ hội đầu tư trong tương lai và tài sản hiện có²¹. Tobin-Q cũng là thước đo trong nhiều nghiên cứu¹¹⁻¹³. Do đó, nghiên cứu sẽ sử dụng chỉ số Tobin-Q để đại diện cơ hội tăng trưởng.

Nhóm biến vĩ mô nền kinh tế

Tốc độ tăng trưởng GDP: Tăng trưởng kinh tế sẽ tác động đến các quyết định tài chính vì sự tăng trưởng của nền kinh tế là một chỉ số về nhu cầu tài chính của các công ty; nếu cơ hội đầu tư và nền kinh tế có mối tương quan với nhau, thì nền kinh tế càng phát triển, các công ty càng cần nhiều nguồn lực. Tuy nhiên, mối quan hệ giữa tốc độ tăng trưởng GDP với cấu trúc vốn thì rất khó dự đoán, vì khi cần nguồn lực công ty có thể tăng thêm vốn bằng nhiều cách như vay ngân hàng (tăng tỷ lệ đòn bẩy) hoặc phát hành thêm cổ phần để huy động vốn (giảm tỷ lệ đòn bẩy).

Lạm phát: Tỷ lệ lạm phát thường được xem là một chỉ tiêu để đánh giá khả năng quản lý nền kinh tế của chính phủ, đồng thời, lạm phát cũng cung cấp thông tin về sự ổn định của một loại tiền tệ nhất định trong hợp đồng dài hạn⁹. Theo lý thuyết đánh đổi, lạm phát

sẽ tác động cùng chiều với tỷ lệ đòn bẩy vì lạm phát giúp giảm giá trị thực khoản nợ nhưng lại tăng lá chắn thuế từ nợ vay²⁴.

Mô hình nghiên cứu và đo lường biến

Dựa vào cơ sở lý thuyết, các mô hình của những nghiên cứu trước và giả thuyết nghiên cứu đã đề ra trong mục 3.1, mô hình nghiên cứu của đề tài như sau:

$$TD_{it} = \alpha_{it} + \alpha_1 CM_{jt} + \alpha_2 BC_{it} + \alpha_3 MA_{jt} + \varepsilon_{it}$$

- TD_{it} (Debt) là tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tính theo giá trị sổ sách của doanh nghiệp i tại thời điểm t . Chỉ số này được sử dụng trong nghiên cứu của
- CM_{jt} (Capital market) là các biến đại diện cho thị trường vốn của quốc gia j tại thời điểm t , gồm: Tỷ lệ vốn hóa TTCK trên GDP (bằng tổng giá trị thị trường của tất cả cổ phiếu niêm yết chia cho GDP - MACAP), Tổng giá trị cổ phiếu được giao dịch trên GDP (LIQ1), Tổng giá trị cổ phiếu được giao dịch trên vốn hóa thị trường (LIQ2) và chỉ số tổng hợp đại diện cho thị trường vốn (bằng trung bình cộng của 3 giá trị trên - STOCK). Các biến được đưa lần lượt vào mô hình;
- BC_{it} là các biến đại diện cho đặc điểm doanh nghiệp, gồm: Quy mô doanh nghiệp (bằng logarit tổng tài sản - SIZE), khả năng sinh lời (lợi nhuận ròng/tổng tài sản - ROA), tính chất tài sản (tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản - TANG), cơ hội tăng trưởng (chỉ số Tobin-Q);
- MA_{jt} (Macroeconomics) là các biến đại diện cho vĩ mô nền kinh tế, gồm: tỷ lệ lạm phát (INF), và tốc độ tăng trưởng GDP (GDPGR).
- ε_{it} là sai số.

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU ƯỚC LƯỢNG

Chúng tôi dựa trên phương pháp tác động cố định (FEM) và phương pháp tác động ngẫu nhiên (REM) để ước tính mô hình. Hai phương pháp này thường được sử dụng để xử lý dữ liệu bảng và thuận tiện, hiệu quả hơn phương pháp bình phương nhỏ nhất (OLS). Để lựa chọn giữa FEM và REM, kiểm tra Hausman được tiến hành. Sau khi quyết định áp dụng phương pháp nào, chúng tôi tiến hành kiểm tra phương sai thay đổi và tự tương quan. Nếu có hai vấn đề này, chúng tôi sẽ khắc phục bằng cách sử dụng sai số chuẩn vũng. Vấn đề nội sinh không phải là mối quan tâm chính của chúng tôi vì các biến giải thích chính là các chỉ số ở cấp vĩ mô, trong khi biến phụ thuộc là cấu

trúc vốn doanh nghiệp ở cấp vi mô. Phương pháp System Generalized Method of Moments có thể xử lý nội sinh tốt thông qua sử dụng các biến công cụ, nhưng do nghiên cứu không sử dụng mô hình động và do việc sử dụng biến phụ thuộc ở cấp độ vi mô và biến giải thích ở cấp độ vĩ mô như trên, chúng tôi cho rằng sử dụng System GMM là chưa cần thiết. Nhìn chung, các biến ở cấp độ vi mô ít có khả năng gây ra những thay đổi trong các chỉ số ở cấp độ vĩ mô. Do đó, chúng tôi sẽ sử dụng FEM/ REM cho các ước tính vì hai kỹ thuật này có thể phù hợp cho mục tiêu nghiên cứu.

DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

Để đảm bảo mẫu khảo sát đủ lớn và đại diện được cho các quốc gia đang phát triển trong ASEAN, nghiên cứu sẽ sử dụng báo cáo tài chính của các doanh nghiệp được niêm yết tại 5 quốc gia (gồm Indonesia, Malaysia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam) có dữ liệu tại Thomson Reuters trong giai đoạn 2010 - 2018. Dữ liệu được thu thập theo các bước cụ thể sau: Thứ nhất, nghiên cứu sẽ loại bỏ các định chế tài chính (như ngân hàng, công ty tài chính, công ty bảo hiểm) ra khỏi mẫu nghiên cứu; nguyên nhân là do tính chất hoạt động của loại hình doanh nghiệp này có nhiều nét đặc trưng riêng, đồng thời, ngành này phải tuân thủ các quy tắc và quy định cụ thể. Do đó, các yếu tố ngoại sinh không liên quan đến hoạt động tài trợ trực tiếp sẽ ảnh hưởng nghiêm trọng đến tỷ lệ đòn bẩy. Thứ hai, nghiên cứu loại bỏ các quan sát bất thường, điển hình như doanh nghiệp có vốn chủ sở hữu âm, tổng giá trị nợ lớn hơn tổng tài sản,... Và cuối cùng, nghiên cứu loại bỏ các doanh nghiệp chỉ có dữ liệu từ 1 đến 2 năm.

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Giá trị thống kê mô tả trong Bảng 1 cho thấy, tỷ lệ tổng nợ (TD) bình quân của các công ty niêm yết tại 5 quốc gia đạt 30,7%, cho thấy gần 1/3 tổng tài sản của doanh nghiệp được tài trợ bằng nợ. Giá trị tối thiểu của tỷ lệ tổng nợ là 2,1% và tối đa là 96,9% cho thấy một số doanh nghiệp rất an toàn vì sử dụng ít nợ hơn, trong khi một số doanh nghiệp khác lại rất rủi ro do sử dụng nợ nhiều.

Về các chỉ số đại diện cho sự phát triển TTCK: Giá trị vốn hóa TTCK trên GDP (MACAP) trung bình đạt 86,9% và dao động từ 19,2% đến 160,3%, độ lệch chuẩn MACAP là cao nhất trong ba biến đại diện cho TTCK (43,9%). Tổng giá trị cổ phiếu giao dịch trên GDP (LIQ1) có giá trị trung bình thấp hơn nhiều so với biến MACAP, chỉ 33,8% với giá trị dao động từ 8,2% đến 83,2%. Một biến khác thể hiện tính thanh

Bảng 1: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
TD	10.840	0,3069092	0,1641035	0,0209375	0,96875
SIZE	10.840	28,71057	1,76291	20,56075	35,0694
STOCK	10.840	0,5433866	0,3034081	0,1461362	1,020906
MACAP	10.840	0,8691496	0,4389292	0,1915429	1,602598
LIQ1	10.840	0,3375922	0,2280841	0,0815579	0,832462
LIQ2	10.840	0,396143	0,215078	0,113164	0,987427
ROA	10.415	0,0401632	0,0820506	-0,790	1,220
TANG	10.840	0,3994679	0,2300776	1,636e-04	0,972222
TOBINQ	9.668	1,617738	2,257615	0,010	66,120
INF	10.840	0,0379326	0,0391512	-0,0071968	0,212607
GDPGR	10.840	0,0531565	0,0143321	0,0083996	0,076323

Nguồn: Kết quả phân mềm Stata

khảo của thị trường là tổng giá trị cổ phiếu được giao dịch trên vốn hóa thị trường (LIQ2) với giá trị trung bình là 39,6% với giá trị dao động từ 11,3% đến 98,7%. Biến STOCK là giá trị trung bình của 3 biến trên với giá trị trung bình là 54,3% và độ lệch chuẩn là 30,3%. Kiểm định Hausman cho thấy FEM phù hợp hơn REM (vì $p < 10\%$). Đồng thời, kết quả kiểm định các khuyết tật của mô hình như hiện tượng phương sai sai số thay đổi (kiểm định Wald) và tự tương quan (Woolridge) cho giá trị p nhỏ hơn 10%, cho thấy những vấn đề này đang tồn tại và cần được xử lý. Do đó, chúng tôi sử dụng hồi quy với phương pháp ước lượng cố định và sai số chuẩn vững cho Phương sai thay đổi và Tự tương quan để đảm bảo các ước lượng đáng tin cậy. Sau khi kiểm soát các vấn đề trên, kết quả vẫn không có nhiều thay đổi, điều này khẳng định tính vững của kết quả ước lượng mô hình.

Kết quả bảng 2 cho thấy tổng giá trị cổ phiếu giao dịch trên GDP (LIQ1) tỷ lệ nghịch với tổng nợ ở mức ý nghĩa 1% (phù hợp với giả thuyết H2), nhưng mức độ ảnh hưởng không đáng kể. Cụ thể β_{LIQ1} đạt -0,055 nghĩa là trong điều kiện các yếu tố khác không đổi, nếu LIQ1 tăng (giảm) 1% thì TD sẽ giảm (tăng) khoảng 0,055%. Tuy nhiên, giá trị vốn hóa TTCK (MACAP), biến đo lường thanh khoản thị trường LIQ2 và chỉ số đại diện sự phát triển TTCK (STOCK) không có ý nghĩa thống kê (khác với giả thuyết H1 và H3 đã đặt ra); điều này cho thấy tại các nước đang phát triển, TTCK chưa thật sự là một kênh huy động vốn đóng vai trò quan trọng cho các doanh nghiệp. LIQ1 âm cho thấy các công ty sẽ giảm sử dụng nợ (tương tự kết quả của Agarwal và Mohtadi, Zafar và ctg) [10, 17]; điều này cho thấy khi có sự cải thiện

trong giá trị cổ phiếu được giao dịch sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp trong việc huy động vốn tự có (thay vì phải vay vốn), tạo điều kiện cho doanh nghiệp giảm tỷ lệ nợ.

Cả tỷ lệ lạm phát (INF) và tốc độ tăng trưởng GDP (GDPGR) đều có tác động tích cực đến cấu trúc vốn doanh nghiệp và đạt mức ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Mức độ tác động của cả hai biến đến tổng nợ cũng khá tương đồng. Cụ thể, nếu các yếu tố khác không đổi, khi lạm phát hoặc GDP tăng (giảm) 1% thì tổng nợ tăng (giảm) khoảng 0,25%.

Đối với nhóm đặc điểm doanh nghiệp: Tất cả các biến đều có ý nghĩa thống kê 1%, và ngoại trừ ROA tác động tiêu cực đến tổng nợ, các biến còn lại đều tác động dương. Kết quả ROA ủng hộ Lý thuyết trật tự phân hạng và tương tự với kết quả nghiên cứu của Zafar và ctg¹⁷. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và tính hữu hình của tài sản doanh nghiệp (TANG) có tác động tích cực đến cấu trúc vốn đã ủng hộ Lý thuyết đánh đổi. Xu hướng tác động của SIZE tương tự nghiên cứu Deesomsak và ctg, Sbeiti, Le và Ooi, và Le^{11,12,15,21}. Biến TANG tương tự với kết quả của Deesomsak và ctg, Le và Ooi^{11,12}. Cơ hội tăng trưởng (TOBINQ) tác động tích cực đến tổng nợ ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng trong mô hình giản đơn và tương tự kết quả nghiên cứu của Deesomsak và ctg, Zafar và ctg^{11,17}.

KẾT LUẬN VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH

TTCK là kênh huy động vốn trung dài hạn quan trọng cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế, giúp ngân hàng giảm áp lực là kênh cấp vốn chính cho toàn nền kinh tế và cũng giảm rủi ro cho ngân hàng khi ngân

Bảng 2: Tác động của sự phát triển TTCK đến tổng nợ (sau khi khắc phục khuyết tật)

	MACAP	LIQ1	LIQ2	STOCK
MACAP	-0,007 (-0,01)			
LIQ1		-0,055*** (-0,02)		
LIQ2			0,011 (-0,01)	
STOCK				0,004 (-0,013)
SIZE	0,061*** (-0,006)	0,061*** (-0,006)	0,061*** (-0,006)	0,06*** (-0,006)
ROA	-0,37*** (-0,031)	-0,368*** (-0,031)	-0,372*** (-0,031)	-0,371*** (-0,031)
TANG	0,160*** (-0,021)	0,161*** (-0,021)	0,16*** (-0,021)	0,16*** (-0,021)
TOBINQ	0,002* (-0,001)	0,003* (-0,001)	0,002* (-0,001)	0,002 (-0,001)
INF	0,288*** (-0,04)	0,294*** (-0,04)	0,284*** (-0,039)	0,289*** (-0,04)
GDPGR	0,276*** (-0,081)	0,268*** (-0,077)	0,264*** (-0,076)	0,245*** (-0,08)
Hàng số	-1,525*** (-0,175)	-1,525*** (-0,174)	-1,535*** (-0,176)	-1,52** (-0,174)
Số quan sát	9.544	9.544	9.544	9.544
R2	0,168	0,17	0,168	0,168
Kiểm định Hausman (p value)	0,000	0,000	0,000	0,000
Kiểm định Wald (p value)	0,000	0,000	0,000	0,000
Kiểm định Woolridge (p value)	0,000	0,000	0,000	0,000

* p<0,1 ** p<0,05 *** p<0,01

Nguồn: Kết quả từ phần mềm Stata

hàng chủ yếu huy động vốn ngắn hạn nhưng phải cho vay trung dài hạn. Song, kết quả nghiên cứu cho thấy TTCK tại 5 quốc gia đang phát triển tại ASEAN chưa thật sự là một kênh dẫn vốn đóng vai trò quan trọng cho các doanh nghiệp trong nền kinh tế. Chính vì vậy, chính phủ tại các quốc gia này nói chung và Việt Nam nói riêng cần có nhiều giải pháp để thúc đẩy sự phát triển của TTCK.

Kết quả nghiên cứu cho thấy khi tính thanh khoản của TTCK cao thì đây là kênh huy động vốn bổ sung tiềm năng cho nền kinh tế. Nói cách khác, TTCK có thể thu hút nhiều nguồn vốn nhân rồi trong nền kinh tế, giúp các doanh nghiệp tiếp cận vốn chủ sở hữu với chi phí rẻ hơn và dẫn đến giảm nhu cầu tiếp cận vốn ngân hàng. Điều này hàm ý rằng các cơ quan quản lý

nên tăng lượng hàng hóa trên thị trường và tạo môi trường thuận lợi hơn cho các mục đích giao dịch để các doanh nghiệp có thêm nguồn tài chính (bên cạnh nguồn vốn ngân hàng) tài trợ cho các khoản đầu tư và hoạt động của mình, đặc biệt là đối với các nước đang phát triển. Điều này cho thấy việc Nhà nước Việt Nam đẩy nhanh việc thoái vốn và cổ phần hóa các doanh nghiệp Nhà nước, yêu cầu các ngân hàng niêm yết trên sàn là một hướng đi đúng đắn, giúp tăng thêm hàng hóa chất lượng cho TTCK; song Nhà nước cần tạo điều kiện để tăng thêm tính thanh khoản cho thị trường như giảm thời gian giao dịch từ T+3 xuống T+0, phạt thật nặng những trường hợp giao dịch nội bộ, vi phạm công bố thông tin... để giảm sự bất cân xứng thông tin trên thị trường và tạo thêm niềm tin

cho nhà đầu tư.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

ASEAN: Hiệp hội các quốc gia Đông Nam Á (Association of Southeast Asian Nations)

TTCK: Thị trường chứng khoán

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Nhóm tác giả xin cam đoan rằng không có bất kì xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo.

ĐÓNG GÓP CỦA CÁC TÁC GIẢ

Tác giả Nguyễn Văn Thuận chịu trách nhiệm nội dung: giả thuyết; Tác giả Trầm Bích Lộc chịu trách nhiệm nội dung: tổng hợp nghiên cứu, định lượng, bình luận kết quả, kết luận; Tác giả Nguyễn Thanh Liêm chịu trách nhiệm nội dung: tổng hợp nghiên cứu, phương pháp nghiên cứu, hiệu chỉnh.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Madura J. Financial Institutions & Markets 10th edition (Thị trường tài chính). Cengage Learning. 2016;.
2. Darskuvieni V. Financial Markets. Leonardo Da Vinci - Transfer of Innovation, Education and Culture DG - Lifelong Learning Programme. 2010;.
3. Kumar S, Colombage S, Rao P. Research on capital structure determinants: a review and future directions. International Journal of Managerial Finance. 2017;13(2):106–132. Available from: <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>.
4. Miglo A. Capital Structure in the Modern World. Springer Nature. 2016; Available from: https://doi.org/10.1007/978-3-319-30713-8_1.
5. Brigham, Houston. Quản trị tài chính, được dịch bởi Khoa Kinh tế - Đại học Quốc Gia TPHCM. 2009;.
6. Myers SC. The capital structure puzzle. The Journal of Finance. 1984;39(3):574–592. Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>.
7. Baker M, Wurgler J. Market timing and capital structure. The Journal of Finance. 2002;57(1):1–32. Available from: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>.
8. Demirguc-Kunt A, Maksimovic V. Stock market development and financing choices of firms. The World Bank Economic Review. 1996;10(2). Available from: <https://doi.org/10.1093/wber/10.2.341>.
9. Demirguc-Kunt A, Maksimovic V. Institutions, financial markets, and firm debt maturity. Journal of Financial Economics. 1999;54(1999):295–336. Available from: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00039-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00039-2).
10. Agarwal S, Mohtadi H. Financial Markets and the Financing Choice of Firms: Evidence from Developing Countries. Global Finance Journal. 2004;15:57–70. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2003.10.004>.
11. Deesomsak R, Paudyal K, Pescetto G. The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. Journal of Multinational Financial Management. 2004;14:387–405. Available from: <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.03.001>.
12. Le TTT, Ooi JTL. Financial structure of property companies and capital market development. Journal of Property Investment & Finance. 2012;30(6). Available from: <https://doi.org/10.1108/14635781211264540>.
13. Bokpin GA. Financial market development and corporate financing Evidence from emerging market economies. Journal of Economic Studies. 2010;37(1):96–116. Available from: <https://doi.org/10.1108/01443581011012270>.
14. Doku JN, Adjasi CKD, Sarpong-Kumankuma E. Financial market development and capital structure of listed firms - empirical evidence from Ghana. Serbian Journal of Management. 2011;6(2):155–168. Available from: <https://doi.org/10.5937/sjm1102155D>.
15. Le MT. Impact of the Financial Markets Development on Capital Structure of Firms Listed on Ho Chi Minh Stock Exchange. International Journal of Economics and Financial Issues. 2017;7(3):510–515.
16. Haron R. Capital structure inconclusiveness: evidence from Malaysia, Thailand and Singapore. International Journal of Managerial Finance. 2014;10(1):23–38. Available from: <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2012-0025>.
17. Zafar Q, Wongsurawat W, Camino D. The determinants of leverage decisions: Evidence from Asian emerging markets. Cogent Economics & Finance. 2019;7(1):1598836. Available from: <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1598836>.
18. Antzoulatos AA, Koufopoulos K, Lambrinouidakis C, Tsirotakis E. Supply of Capital and Capital Structure: The Role of Financial Development. Journal of Corporate Finance. 2016; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.011>.
19. IMF - Sviryzdenka K. Introducing a New Broad - based index of Financial Development. International Monetary Fund (IMF Working Paper). <https://doi.org/105089/9781513583709001>. 2016;.
20. WB. Global Financial Development Report 2017/2018: Bankers without Borders. Washington, DC. 2018;.
21. Sbeiti W. The determinants of capital structure: Evidence from the GCC Countries. International Research Journal of Finance and Economics. 2010;(47).
22. Baker HK, Martin GS. Capital structure and corporate financing decisions - Theory, evidence and practice. John Wiley & Sons Inc, Hoboken, New Jersey. 2011; Available from: <https://doi.org/10.1002/9781118266250>.
23. Jensen MC. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. The American Economic Review. 1986;76(2):323–329.
24. Lemma TT, Negash M. Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure The African evidence. Journal of Applied Accounting Research. 2012;15(1):64–99.

The impact of stock market on enterprise capital structure in ASEAN developing countries

Van Thuan Nguyen¹, Bich Loc Tram², Thanh Liem Nguyen^{3,*}



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

ABSTRACT

Capital structure is one of the topics in which business managers as well as academics are always interested, because it has many important implications. This problem in developing countries is even more relevant due to the low level of financial development in these countries, leading to uncertain access to external capital by firms. This paper focuses on the impact of stock market development on capital structure in five developing countries in ASEAN, namely Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand and Vietnam, for the period 2010 - 2018. Stock market development is measured in four different ways: Stock market capitalization to GDP (MACAP), total value of shares traded to GDP (LIQ1), total value of shares traded to stock market capitalization (LIQ2) and average of the three indexes (STOCK). The results show that development of stock market has different impacts on capital structure, depending on the measures used to reflect the stock market development. Specifically, MACAP, LIQ2 and STOCK do not reach statistical significance, while LIQ1 has a negative effect. In addition, firm size (SIZE), tangible assets (TANG), growth opportunities (TOBINQ), inflation (INF) and GDP growth (GDPGR) positively affect capital structure; while firms' profit (ROA) has negative effect. Based on the research findings, the research offers several implications for relevant stakeholders.

Key words: Capital structure, ASEAN, stock market development

¹University of Finance – Marketing, HCMC, Vietnam

²Sai Gon University, HCMC, Vietnam

³University of Economics and Law, VNUHCM, HCMC Vietnam

Correspondence

Van Thuan Nguyen, University of Finance – Marketing, HCMC, Vietnam

Correspondence

Thanh Liem Nguyen, University of Economics and Law, VNUHCM, HCMC Vietnam

Email: liemnt@uel.edu.vn

History

- Received: 26-11-2020
- Accepted: 12-03-2021
- Published: 31-03-2021

DOI : 10.32508/stdjelm.v5i1.729



Copyright

© VNU-HCM Press. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



Cite this article : Nguyen V T, Tram B L, Nguyen T L. **The impact of stock market on enterprise capital structure in ASEAN developing countries.** *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 5(1):1359-1367.