
ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN KHẢ NĂNG SINH LỜI CỦA CÁC CÔNG TY BẢO HIỂM NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Thị Mai Hương

Trường Đại học Sư phạm Kỹ thuật Thành phố Hồ Chí Minh

Email: huongltm@hcmute.edu.vn

Mã bài: JED-1446

Ngày nhận bài: 26/10/2023

Ngày nhận bài sửa: 04/01/2024

Ngày duyệt đăng: 23/02/2024

DOI: 10.33301/JED.VI.1446

Tóm tắt

Bài viết nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm ở Việt Nam trong giai đoạn 2006-2022 bằng cách sử dụng phương pháp hồi quy bình phương nhỏ nhất tổng quát (GLS). Kết quả nghiên cứu cho thấy có sự tác động có ý nghĩa của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm ở Việt Nam, cụ thể tỷ lệ nợ có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm; Tốc độ tăng trưởng, vòng quay tài sản và quy mô tài sản có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm. Từ đó, bài viết đề xuất một số hàm ý chính sách góp phần gia tăng khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm Việt Nam.

Từ khóa: Ảnh hưởng, cấu trúc vốn, công ty bảo hiểm, khả năng sinh lời, thị trường chứng khoán.

Mã JEL: G32, P34

The impact of capital structure on the profitability of listed insurance companies in Vietnam

Abstract

The article investigates the impact of capital structure on the profitability of listed insurance companies in Viet Nam during the period 2006-2022, using the Generalized Least Squares (GLS) regression method. The results reveal a significant influence of capital structure on the profitability of listed insurance companies in Viet Nam. Specifically, on the one hand, the debt ratio has an inverse impact on the profitability of insurance companies. On the other hand, the growth rate, asset turnover, and asset size have a positive effect on the profitability of insurance companies. Based on the findings, the author proposes some policy implications to enhance Vietnamese insurance companies' profitability.

Keywords: Influence, capital structure, insurance companies, profitability, stock market.

JEL Codes: G32, P34

1. Đặt vấn đề

Cấu trúc vốn là một yếu tố quan trọng đối với doanh nghiệp, bởi vì kết quả kinh doanh của doanh nghiệp chịu sự ảnh hưởng trực tiếp từ những quyết định gắn liền với yếu tố này. Cơ cấu nguồn vốn hợp lý và sử dụng vốn hiệu quả luôn là mục tiêu then chốt trong kế hoạch tài chính của mỗi doanh nghiệp Nguyễn Thị Thúy Phượng (2017). Nhiều nghiên cứu đã mà điển hình là các nghiên cứu của Abor (2005), Nguyễn Thị Thúy Phượng (2017), Onaolapo & Kajola (2010), Mwangi & cộng sự (2014) và Ha & cộng sự (2023) cho thấy tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có tác động đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, cụ thể là các nghiên cứu này cho thấy sự tăng lên của nợ có sự ảnh hưởng ngược chiều đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Ngoài ra, các doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có nhiều lợi thế hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Nghiên cứu của Abor (2005), Zeitun & Tian (2007), Onaolapo & Kajola (2010), Muritala (2012), Ahmad & cộng sự (2012) và Pham & Ho (2022) đã chứng minh rằng quy mô của doanh nghiệp có tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đồng thời, theo Zeitun & Tian (2007), Abor (2005) và Muritala (2012) các doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng cao sẽ có hiệu quả hoạt động cao vì các doanh nghiệp này có thể tạo được lợi nhuận từ đầu tư. Và vòng quay tài sản cũng là nhân tố có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này cũng phù hợp với nghiên cứu của Onaolapo & Kajola (2010). Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu cho thấy rằng cấu trúc vốn và khả năng sinh lời của công ty có mối quan hệ ngược chiều với nhau Bùi Vĩnh Thanh (2022), Salteh & cộng sự (2012) và Iorpev & Kwanum (2012). Như vậy có thể nhận thấy ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp đã và đang là vấn đề được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm. Tại Việt Nam trong những năm gần đây cũng đã có các nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp nhưng chưa có nghiên cứu nào xem xét ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm, ngoài ra các nghiên cứu trên chưa xem xét một cách toàn diện các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm để từ đó có những đánh giá chi tiết và cụ thể hơn sự tác động của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trước bối cảnh đó, thì việc đánh giá ảnh hưởng cấu trúc vốn cụ thể là ảnh hưởng của cơ cấu nguồn vốn đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán ở Việt Nam là vấn đề thực sự cần được quan tâm. Do vậy, mục tiêu của bài nghiên cứu này nhằm xem xét ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán nhằm làm rõ thêm mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lời của doanh nghiệp; đồng thời kết quả nghiên cứu là cơ sở đề xuất một số hàm ý chính sách giúp cho các công ty bảo hiểm nâng cao khả năng sinh lời và theo đuổi mục tiêu phát triển lợi nhuận.

2. Cơ sở lý thuyết và tổng quan các nghiên cứu trước

2.1. Một số khái niệm có liên quan

2.1.1. Khái niệm cấu trúc vốn

Theo Modigliani & Miller (1963) cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu. Cấu trúc vốn ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp thông qua sự kết hợp của nợ, vốn chủ sở hữu. Abor (2005) cho rằng cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu mà công ty sử dụng trong hoạt động của mình. Ahmad & cộng sự (2012) nêu cấu trúc vốn là quan hệ giữa tỷ trọng nợ và vốn chủ sở hữu trong nguồn vốn của doanh nghiệp. Hasan (2014) cho rằng cấu trúc vốn của doanh nghiệp là sự kết hợp của nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, vốn cổ phần thường, vốn cổ phần ưu đãi và các nguồn vốn khác được dùng để tài trợ cho hoạt động điều hành và phát triển của doanh nghiệp. Nguyễn Minh Kiều (2009, 582) nêu cơ cấu vốn là quan hệ về tỷ trọng giữa nợ và vốn chủ sở hữu, bao gồm vốn cổ phần ưu đãi và vốn cổ phần thường trong tổng số tổng nguồn vốn của công ty.

2.1.2. Một số lý thuyết về cấu trúc vốn

Lý thuyết về cấu trúc vốn đầu tiên của Modigliani & Miller (1958) nêu trong một thị trường cạnh tranh hoàn hảo, tất cả các kết hợp giữa vốn chủ sở hữu và nợ phải trả là như nhau. Hay nói cách khác, giá trị của một doanh nghiệp không phụ thuộc vào lượng cổ phần được phát hành mà chỉ phụ thuộc vào lượng tài sản của doanh nghiệp đó tức là doanh nghiệp có sử dụng vốn chủ sở hữu hay nợ ngắn hạn hoặc nợ dài hạn thì giá trị của doanh nghiệp không thay đổi. Lý thuyết trật tự phân hạng của Myers & Majluf (1984), lý thuyết này cho rằng chi phí tài chính gia tăng cùng với thông tin bất đối xứng. Dựa vào lý thuyết này, nguồn tài chính được phân hạng trước hết ưu tiên các nguồn vốn nội tại bên trong doanh nghiệp, vay nợ thứ hai và ưu tiên cuối cùng là phát hành cổ phiếu. Như vậy, dựa vào từng tình huống cụ thể, các doanh nghiệp sẽ có những

quyết định khác nhau để gia tăng nguồn vốn cho các dự án mới. Lý thuyết cân bằng xem xét đến các tác động của thuế, chi phí phá sản và các chi phí trung gian khi giải thích cấu trúc vốn của doanh nghiệp, Dựa trên lý thuyết này, các công ty sẽ có những mục tiêu khác nhau khác nhau về tỷ số nợ và nguồn vốn sao cho tối đa hóa được lợi ích của doanh nghiệp. Ngoài ra, lý thuyết cũng chỉ ra rằng chi phí phá sản có thể có ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp tới doanh nghiệp Mayers & Majluf (1984).

2.1.3. Khái niệm khả năng sinh lời

Pandey (1980, 156) cho rằng khả năng sinh lời là khả năng kiếm được lợi nhuận của doanh nghiệp. Khả năng sinh lời sẽ diễn giải lợi nhuận liên quan đến các yếu tố khác. Đồng thời, khả năng sinh lời cũng sẽ phân tích và đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, các chiến lược đầu tư của doanh nghiệp từ vốn được sử dụng trong doanh nghiệp hoặc liên quan đến doanh thu. Theo Bauer (2004), khả năng sinh lời của doanh nghiệp được đo bằng lợi nhuận của doanh nghiệp trong những năm hoạt động. Theo Siminica (2011) thì khả năng sinh lời của một hoạt động thể hiện ở khả năng tạo ra thu nhập để trang trải cho hoạt động đó.

Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lời: nhiều nghiên cứu khẳng định cấu trúc vốn có mối quan hệ với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Nghiên cứu của Abor (2005) cho thấy tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có quan hệ đồng biến với tỷ số tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE); Charles & cộng sự (2014) khẳng định mối quan hệ tích cực đáng kể giữa nợ ngắn hạn và khả năng sinh lời khi nghiên cứu thực nghiệm mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lời các công ty trong ngành ngân hàng ở Kenya. Co & cộng sự (2021) khẳng định khả năng sinh lời của các công ty cao su niêm yết tại Việt Nam có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ nợ trên tài sản.

2.1.4. Các chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời của doanh nghiệp

Theo nhiều nghiên cứu mà điển hình như tác giả Phan Đức Dũng (2009, 340):

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA): Đo lường khả năng sinh lời trên mỗi đồng tài sản của công ty, tức là một đồng tài sản tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận ròng trong kỳ cho doanh nghiệp. Đây là chỉ số biểu hiện sự tương quan giữa mức sinh lời của một doanh nghiệp so với tài sản của nó.

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE): Đo lường mức độ sinh lời của vốn chủ sở hữu. Chỉ tiêu này cho biết một đồng vốn chủ sở hữu tạo ra bao nhiêu lợi nhuận ròng cho chủ sở hữu.

Tỷ suất sinh lời trên doanh thu (ROS): Chỉ tiêu này phân tích hiệu quả sinh lời dựa trên khía cạnh doanh thu thuần. Nó cho biết trong một kỳ phân tích, một đồng doanh thu thuần thu được từ kinh doanh đem lại bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế.

Dựa trên nguồn số liệu thu thập từ báo cáo tài chính của các ngân hàng thương mại được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, bài nghiên cứu đánh giá khả năng sinh lời của các ngân hàng thương mại (NHTM) qua chỉ tiêu ROA và ROE

2.2. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Một số nghiên cứu trước đây cho thấy cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến khả năng sinh lời. Điển hình như nghiên cứu của Elkelish & Marshall (2007) đã nghiên cứu các công ty thực phẩm chưa niêm yết tại Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất từ năm 1996 đến 2000 và thấy rằng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu không ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Shubita & Alsawalhah (2012) xem xét sự ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lợi bằng việc mở rộng nghiên cứu của Abor (2005) và sử dụng dữ liệu tài chính của 39 công ty hoạt động trong ngành công nghiệp niêm yết trên Sàn Chứng Khoán Amman trong khoảng thời gian 6 năm từ 2004 đến 2009. Kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ âm giữa nợ và khả năng sinh lợi. Kết quả cũng cho thấy khả năng sinh lợi tăng lên với các biến kiểm soát.

Một số nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp. Trong đó phải kể đến Charles & cộng sự (2014) nghiên cứu thực nghiệm mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và khả năng sinh lời các công ty trong ngành ngân hàng ở Kenya, bằng cách sử dụng dữ liệu bảng được trích xuất từ báo cáo tài chính được niêm yết trên thị trường chứng khoán Nairobi từ năm 2004-2012. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng có mối quan hệ tích cực đáng kể giữa nợ ngắn hạn và khả năng sinh lời và có ý nghĩa thống kê. Đồng thời, có mối quan hệ ngược chiều giữa nợ dài hạn và khả năng sinh lời. Singh & Bagga (2019) thực hiện nghiên cứu 50 công ty được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán của Ấn Độ từ năm 2008 – 2017 để đánh giá ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty này. Dữ liệu được phân

tích bằng phương pháp thống kê mô tả, tương quan và bốn mô hình hồi quy khác nhau đã được sử dụng để nghiên cứu mối quan hệ giữa cơ cấu vốn và khả năng sinh lời. Trong các mô hình này, nghiên cứu tác động của tổng nợ và tổng vốn chủ sở hữu trên khả năng sinh lời, tức là ROA và ROE. Tất cả bốn mô hình đã được thử nghiệm với OLS gộp, hiệu ứng cố định và hiệu ứng ngẫu nhiên. Nghiên cứu đi đến kết luận rằng có một tác động tích cực đáng kể tác động của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Co & cộng sự (2021) nghiên cứu trên 18 công ty cao su niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2015-2019. Bằng phần mềm Stata 16, nghiên cứu đã lựa chọn mô hình xử lý số liệu và đánh giá mức độ phù hợp của mô hình phân tích hồi quy. Kết quả nghiên cứu cho thấy khả năng sinh lời của các công ty cao su niêm yết tại Việt Nam (được đo lường bằng tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE)) có mối quan hệ cùng chiều với tỷ lệ nợ trên tài sản nhưng lại có mối quan hệ ngược chiều với tỷ lệ nợ dài hạn trên tài sản. Kết quả cũng cho thấy quy mô doanh nghiệp và tăng trưởng doanh thu có tác động tích cực đến khả năng sinh lời trong khi tính thanh khoản và tỷ lệ tài sản cố định hữu hình trên tổng tài sản không ảnh hưởng đáng kể.

Nhìn chung qua lược khảo các nghiên cứu trên cho thấy cấu trúc vốn tác động đến khả năng sinh lời của một số doanh nghiệp. Đồng thời cấu trúc vốn cũng không có tác động nhiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Vì vậy, bài nghiên cứu sẽ xem xét liệu cấu trúc vốn có ảnh hưởng đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm tại Việt Nam hay không?

3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Kế thừa từ các nghiên cứu trước, điển hình là nghiên cứu thực nghiệm của Muritala (2012), mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được đề xuất như sau:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 TANG_{it} + u_{it}$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 TANG_{it} + u_{it}$$

Mô tả các biến:

Khả năng sinh lời của các ngân hàng được đo lường thông qua chỉ tiêu ROA và ROE.

ROA: Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản = Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản;

ROE: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu = Lợi nhuận sau thuế/ Vốn chủ sở hữu;

DA: Tỷ số nợ = Tổng nợ/ Tổng tài sản. Nghiên cứu của Onaolapo & Kajola (2010) và Mwangi & cộng sự (2014) cho rằng nợ vay tác động ngược chiều đến chỉ tiêu ROA và ROE.

SIZE: Quy mô tài sản = Logarit của tổng tài sản. Các doanh nghiệp có quy mô lớn sẽ có nhiều lợi thế hơn các doanh nghiệp có quy mô nhỏ. Nghiên cứu của Abor (2005), Zeitun & Tian (2007), Onaolapo & Kajola (2010), Muritala (2012) và Ahmad & cộng sự (2012) đã chứng minh rằng quy mô của doanh nghiệp có tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Growth: Tốc độ tăng trưởng = (Thu nhập lãi thuần n) / Thu nhập lãi thuần n - 1) - 1. Theo Zeitun & Tian (2007) và Abor (2005), Muritala (2012) các doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng cao sẽ có hiệu quả hoạt động cao vì các doanh nghiệp này có thể tạo được lợi nhuận từ đầu tư.

TANG: Vòng quay tài sản được sử dụng để đo lường hiệu quả của việc tạo ra doanh thu từ tài sản, chỉ tiêu này được tính bằng doanh thu thuần trên tổng tài sản. Điều này phù hợp với nghiên cứu của Onaolapo & Kajola (2010), vòng quay tài sản có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

u_{it} : sai số; i: đại diện cho các công ty bảo hiểm, $i=1...6$ (6 công ty bảo hiểm); t: tiêu biểu cho năm t, $t=1...13$ (từ 2010-2022);

3.2. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.2.1. Dữ liệu nghiên cứu

Hiện nay, ở Việt Nam, đang có 50 công ty hoạt động trong lĩnh vực bảo hiểm, bao gồm 18 công ty bảo hiểm nhân thọ, 2 công ty tái bảo hiểm và 30 công ty bảo hiểm phi nhân thọ. Trong đó có 9 công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán. Bài nghiên cứu thu thập dữ liệu từ báo cáo tài chính của 49 công ty

bảo hiểm được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội và báo cáo tài chính được công bố từ website của các công ty bảo hiểm trong giai đoạn từ 2006-2022. Còn lại 01 công ty bảo hiểm phi nhân thọ Groupama có số liệu báo cáo tài chính không đầy đủ nên tác giả sử dụng số liệu báo cáo tài chính đầy đủ của 49 công ty bảo hiểm cho bài nghiên cứu. Một số chỉ tiêu được tính toán theo công thức của bài nghiên cứu. Ký hiệu và cách đo lường các biến cụ thể được tổng hợp tại Bảng 1.

Bảng 1: Tổng hợp các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Đo lường	Kỳ vọng	Nghiên cứu kế thừa
Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản	ROA	Lợi nhuận sau thuế/ Tổng tài sản		
Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	ROE	Lợi nhuận sau thuế/ Vốn chủ sở hữu		
Tỷ số nợ	DA	Tổng nợ/ Tổng tài sản	H1 (-)	Onaolapo & Kajola (2010) Mwangi & cộng sự (2014)
Quy mô tài sản	SIZE	Logarit của tổng tài sản	H2 (+)	Abor (2005) Zeitun & Tian (2007) Onaolapo & Kajola(2010) Muritala (2012) Ahmad & cộng sự (2012)
Tốc độ tăng trưởng	Growth	(Thu nhập lãi thuần n) / Thu nhập lãi thuần n -1) -1	H3 (+)	Zeitun & Tian (2007) Abor (2005) Muritala (2012)
Vòng quay tài sản	TANG	Thu nhập lãi thuần/Tổng tài sản	H4 (+)	Onaolapo & Kajola (2010)

Nguồn: Tổng hợp của tác giả

Trong đó, các biến được kỳ vọng dấu như sau:

H1: Biến DA có mối quan hệ tương hệ tương quan và tác động nghịch biến với ROA và ROE. Biến DA được kỳ vọng mang dấu âm (-).

H2: Biến SIZE có mối quan hệ tương hệ tương quan và tác động cùng chiều với ROA và ROE. Biến SIZE được kỳ vọng mang dấu dương (+).

H3: Biến Growth có mối quan hệ tương hệ tương quan và tác động cùng chiều với ROA và ROE. Biến Growth được kỳ vọng mang dấu dương (+).

H4: Biến TANG có mối quan hệ tương hệ tương quan và tác động cùng chiều với ROA và ROE. Biến TANG được kỳ vọng mang dấu dương (+).

3.2.2. Phương pháp nghiên cứu

Để thực hiện nghiên cứu và kiểm tra các tác động của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của của các công ty bảo hiểm được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu này sử dụng dữ liệu bảng (panel data) là sự kết hợp từ hai thành phần, bao gồm: dữ liệu chéo (cross-section) và dữ liệu theo chuỗi thời gian (time series). Các phân tích được thực hiện trong nghiên cứu bao gồm: thống kê mô tả: được sử dụng để mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu, mô tả dữ liệu nghiên cứu; Phân tích định lượng, phân tích hồi quy dữ liệu bảng và dạng đơn giản của các mô hình trên như sau:

Mô hình Pooled OLS: $Y_{it} = \alpha + \beta_0 X_{it} + u_{it}$

Mô hình FE: $Y_{it} = \alpha_i + \beta_0 X_{it} + u_{it}$

Mô hình RE: $Y_{it} = \alpha + \beta_0 X_{it} + e_i + u_{it}$ ($i=1,2,\dots,N$; $t=1,2,\dots,T$)

Trong đó: Y_{it} là biến phụ thuộc (của doanh nghiệp i trong thời gian t);

X_{it} là biến độc lập (của doanh nghiệp i trong thời gian t);

α, β_0 là các ước lượng hồi quy;

u_{it} là phần sai số theo không gian và chuỗi thời gian kết hợp;

e_i là thành phần sai số theo không gian.

Quy trình hồi quy được tiến hành như sau:

Bước 1: Thống kê mô tả mẫu.

Bước 2: Thực hiện hồi quy với dữ liệu bảng theo 3 mô hình Pooled OLS, FEM và REM theo mô hình tổng quát như sau:

$$KNSL_{it} = \beta_0 + \beta_1 DA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 TANG_{it} + u_{it}$$

Với $KNSL_{it}$: đại diện cho khả năng sinh lời của doanh nghiệp i trong thời gian t , gồm có ROA và ROE.

Bước 3: Thực hiện kiểm định F hạn chế và kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình phù hợp trong hai mô hình trên.

Bước 4: Thực hiện các kiểm định đa cộng tuyến, tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và phụ thuộc chéo đối với mô hình được lựa chọn.

Bước 5: Khắc phục các khuyết tật của mô hình.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Kết quả thống kê, mô tả các biến trong mô hình

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Biến quan sát	Định nghĩa	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị thấp nhất	Giá trị cao nhất
ROA	Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản	343	3.9651	4.6024	-7.9700	24.6700
ROE	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	343	9.2692	9.7108	-32.9600	71.3600
DA	Tổng nợ/ Tổng tài sản	343	0.4764	0.3998	0.0221	5.6707
Growth	Tốc độ tăng trưởng	343	0.3558	1.4500	-0.8960	17.7778
Tang	Vòng quay tài sản	343	0.3970	0.3124	0.0163	2.9268
Size	Quy mô tài sản	343	6.5513	0.6049	5.0568	8.3046

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 17

Bảng 3: Hệ số tương quan giữa ROA và các biến trong mô hình nghiên cứu

	ROA	DA	Growth	Tang	Size
ROA	1,0000				
DA	-0,0557	1,0000			
Growth	0,0879	-0,0214	1,0000		
Tang	0,1962	0,5232	-0,1138	1,0000	
Size	0,2053	0,0353	-0,0688	-0,1691	1,0000

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 17

Bảng 4: Hệ số tương quan giữa ROE và các biến trong mô hình nghiên cứu

	ROE	DA	Growth	Tang	Size
ROE	1,0000				
DA	-0,0349	1,0000			
Growth	0,0399	-0,0214	1,0000		
Tang	0,0953	0,5232	-0,1138	1,0000	
Size	0,0053	0,0353	-0,0688	-0,1691	1,0000

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 17

Bảng 5: Hệ số nhân tử phóng đại

Biến quan sát	VIF	1/VIF
DA	1,48	0,6776
Growth	1,02	0,9756
Tang	1,48	0,6776
Size	1,06	0,9412
Mean VIF	1,24	

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 17

Bảng 2 trình bày kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu. Theo đó, thống kê mô tả các biến trong mô hình cho ta thấy dữ liệu của các biến trong mô hình tương đối ổn định, không có dữ liệu bất thường (outliers). Xét góc độ tổng thể thì bộ dữ liệu nghiên cứu này phù hợp với mục tiêu nghiên cứu.

Sau khi xem xét các biến trong mô hình nghiên cứu thông qua ma trận tương quan (Bảng 3, Bảng 4) và kiểm tra hệ số nhân tử phóng đại (VIF) cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến (Bảng 5).

4.2. Ước lượng và phân tích nghiên cứu

Bảng 6: Kết quả hồi quy và kiểm định Hausman

Biến quan sát	Biến phụ thuộc ROA				Biến phụ thuộc ROE			
	FEM	Độ lệch chuẩn	REM	Độ lệch chuẩn	FEM	Độ lệch chuẩn	REM	Độ lệch chuẩn
Hằng số	9,671*	7,6694	2,38*	4,0630	1,454	16,7393	0,16	9,0846
DA	-2,684***	0,8970	-3,51***	0,7642	-4,133*	1,9578	-2,46*	1,6790
Growth	0,204	0,1648	1,32	0,1551	0,293	0,3597	0,86	0,3390
Tang	4,388***	1,2524	4,15***	1,0585	6,710**	2,7335	2,88**	2,3296
Size	0,953	1,1501	1,58	0,6043	1,071	2,5102	0,79	1,1500
Số quan sát	343	343	343	343	343	343	343	343
R ² hiệu chỉnh	56,06%		55,94%		47,17%		46,16%	
Hausman Test		0,6769				0,8961		

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 17

Kết quả hồi quy của các mô hình được thể hiện ở Bảng 6, nghiên cứu tiến hành kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình hợp lý. Kết quả kiểm định Hausman cho giá trị thống kê Chi-Square là 112,29 với Prob > Chi-Square đều lớn hơn 5%, điều này cho phép chấp nhận giả thuyết H₀ (có tồn tại sự tương quan giữa các sai số ngẫu nhiên và biến độc lập), vì vậy sử dụng mô hình tác động ngẫu nhiên REM để phân tích kết quả nghiên cứu. Tiếp theo, nghiên cứu tiến hành kiểm định các vi phạm giả thuyết như phương sai sai số không đổi cũng như sự tự tương quan của sai số.

Kết quả kiểm định phương sai của sai số không đổi (kiểm định White), chỉ số Prob, Chi-Square = 0,000 nhỏ hơn 5% và kết quả kiểm định tự tương quan của sai số (kiểm định Breusch-Godfrey), chỉ số Prob, F = 0,0000 cũng nhỏ hơn 5%, Kết quả này cho thấy mô hình vừa có hiện tượng phương sai của sai số thay đổi vừa có hiện tượng tự tương quan của sai số, theo Wooldridge (2002, 143-155), cách khắc phục khi phương sai của sai số thay đổi, hiện tượng tự tương quan của sai số là chọn mô hình hồi quy với phương pháp bình phương bé nhất tổng quát (General Least Square – GLS), Bảng 7 trình bày kết quả hồi quy bằng cách sử dụng phương pháp GLS để ước lượng các hệ số hồi quy.

Bảng 7: Kết quả hồi quy mô hình theo phương pháp GLS

Biến quan sát	Biến phụ thuộc			
	ROA		ROE	
	REM	Độ lệch chuẩn	REM	Độ lệch chuẩn
Hằng số	2,38*	4,0630	0,16	9,0846
DA	-3,51***	0,7642	-2,46*	1,6790
Growth	1,32	0,1551	0,86	0,3390
Tang	4,15***	1,0585	2,88**	2,3296
Size	1,58	0,6043	0,79	1,1500
Số quan sát	343	343	343	343
R ² hiệu chỉnh	55,94%		46,16%	

* $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm Stata 17

4.3. Thảo luận

Nghiên cứu tập trung vào các kết quả của mô hình hồi quy bằng cách sử dụng phương pháp GLS để phân tích. Kết quả nghiên cứu cho thấy rằng các yếu tố: tỷ số nợ, quy mô tài sản, tốc độ tăng trưởng, vòng quay tài sản đã giải thích được sự thay đổi của tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) với các hệ số ước lượng đúng như kỳ vọng.

Biến DA tác động nghịch biến đến ROA và ROE của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo đúng kỳ vọng của giả thiết và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, điều này hoàn toàn phù hợp với các nghiên cứu của Onalapo & Kajola (2010); Mwangi & cộng sự (2014), nghĩa là trong điều kiện các yếu tố khác không đổi thì tỷ lệ nợ tăng lên sẽ làm cho lợi nhuận của các doanh nghiệp bảo hiểm giảm, việc sử dụng nợ vay quá nhiều với chi phí sử dụng nợ vay cao sẽ làm giảm lợi nhuận của doanh nghiệp, đây là vấn đề hầu hết các doanh nghiệp đang phải đối mặt.

Tóm lại, tỷ lệ nợ có tác động nghịch biến với khả năng sinh lợi của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cũng là phù hợp với thực tế đang diễn ra.

Biến GROWTH tác động cùng chiều với ROA và ROE của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo đúng kỳ vọng của giả thiết và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, điều này hoàn toàn phù hợp với các nghiên cứu Abor (2005), Zeitun & Tian (2007) và Muritala (2012), Điều này cũng phù hợp với thực tiễn hoạt động của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam vì các doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng cao sẽ có hiệu quả hoạt động cao vì các doanh nghiệp này có thể tạo được lợi nhuận từ đầu tư.

Biến TANG tác động cùng chiều với ROA và ROE của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo đúng kỳ vọng của giả thiết và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% với ROA và 1% với ROE, Điều này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu của Onalapo & Kajola (2010), Vòng quay tài sản có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và điều này phù hợp với thực tiễn hoạt động của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

Biến SIZE tác động cùng chiều với ROA và ROE của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam theo đúng kỳ vọng của giả thiết và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% với ROA và 1% với ROE. Điều này hoàn toàn phù hợp với nghiên cứu Abor (2005), Zeitun & Tian (2007), Onalapo & Kajola (2010), Muritala (2012) và Ahmad & cộng sự (2012). Quy mô của doanh nghiệp có tác động cùng chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tức là các doanh nghiệp có quy mô càng lớn thì càng có lợi thế để đạt mức nhuận cao.

5. Kết luận và hàm ý chính sách

5.1. Kết luận

Bài nghiên cứu sử dụng bộ dữ liệu của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2006-2022 nhằm xem xét tác động của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm nêu trên, Nghiên cứu tìm thấy sự tác động có ý nghĩa của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, cụ thể kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ có tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; Tốc độ tăng trưởng, vòng quay tài sản và quy mô tài sản có tác động tích cực đến khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, Việc sử dụng cơ cấu vốn không hợp lý sẽ ảnh hưởng rất lớn đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp nói chung. Kết quả nghiên cứu là cơ sở khoa học để các công ty bảo hiểm Việt Nam có thể đưa ra quyết định hợp lý nhằm mang lại lợi nhuận cao và hiệu quả cho doanh nghiệp.

5.2. Hàm ý chính sách

Các công ty bảo hiểm Việt Nam cần ưu tiên sử dụng vốn tự có trong các hoạt động kinh doanh, trong trường hợp phải sử dụng nguồn vốn vay cho các hoạt động đầu tư kinh doanh cần sử dụng đến nguồn vốn vay thì cần lựa chọn các nguồn vốn vay có chi phí sử dụng vốn thấp, hợp lý và lựa chọn những hoạt động đầu tư kinh doanh có lợi nhuận cao để đưa ra các quyết định vay nợ một cách hợp lý.

Các công ty bảo hiểm Việt Nam cần sử dụng hiệu quả các nguồn vốn cho hoạt động đầu tư kinh doanh nhằm tăng hiệu quả hoạt động đầu tư kinh doanh.

Ngoài ra, các công ty bảo hiểm cần chú ý gia tăng quy mô tài sản, gia tăng quy mô doanh thu thuần nhằm gia tăng khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Đối với các nhà hoạch định chính sách: các nhà hoạch định chính sách cần có sự nhìn nhận và đánh giá đúng đắn về cấu trúc vốn của các doanh nghiệp nhằm xây dựng các chính sách phù hợp để khuyến khích các doanh nghiệp bảo hiểm Việt Nam phát triển.

Đối với các nhà đầu tư: để đánh giá khả năng sinh lời của doanh nghiệp, các nhà đầu tư cần phải quan tâm đến cấu trúc vốn của doanh nghiệp bên cạnh các yếu tố khác trên thị trường, từ đó sẽ có những phân tích chính xác hơn trong hoạt động đầu tư.

Mặc dù các kết quả nghiên cứu trên đáp ứng được mục tiêu đã đề ra nhưng nghiên cứu này vẫn còn một số hạn chế nhất định: (1) nghiên cứu chỉ thực hiện với 6 doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2006-2022, Do đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng thêm các doanh nghiệp bảo hiểm với giai đoạn nghiên cứu dài hơn; (2) Các nghiên cứu tiếp theo có thể sử dụng thêm chỉ tiêu ROS, EPS để đánh giá khả năng sinh lời của các công ty bảo hiểm Việt Nam khi các dữ liệu này được công bố đầy đủ; (3) Mỗi công ty bảo hiểm có đặc thù kinh doanh khác nhau nên rất khó để nghiên cứu đưa ra những khuyến nghị cho từng công ty bảo hiểm cụ thể.

Tài liệu tham khảo

- Abor, J. (2005), 'The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana', *Journal of Risk Finance*, 6(5), 438-445. DOI: <https://doi.org/10.1108/15265940510633505>.
- Ahmad, Z., Abdullah, N. M. H., & Roslan, S. (2012), 'Capital structure effect on firms' performance: Focusing on consumers and industrials sectors on Malaysian firms', *International Review of Business Research Papers*, 8(5), 137-155. DOI: <https://doi.org/10.1.1.458.8815>.
- Bauer, R. (2004), 'Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe, The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance', *Journal of Asset Management*, 5, 91-104. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.444543>.
- Bùi Vĩnh Thanh (2022), 'Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam', *Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế*, 143, 2022, 16-29.
- Co, Huong Thi Thanh, Uong, Trang Thi Mai & Nguyen, Cong Van (2021), 'The Impact of Capital Structure on Firm's Profitability: A Case Study of the Rubber Industry in Vietnam', *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(7), 469-476. DOI: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no7.0469>.
- Elkelish, W. W., & Marshall, A. (2007), 'Financial Structure and Firm Value: Empirical Evidence from the Emerging Market of the United Arab Emirates', *International Journal of Business Research*, VII(1). <https://ssrn.com/abstract=741285>.
- Ha, V. D., Nguyen, V. T., & Dang, N. T. T. (2023), 'The impact of accessible capital on labor growth of small and medium enterprises in Vietnam', *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 10(4), 32-43. DOI: <https://doi.org/10.21833/ijaas.2023.04.005>.
- Hasan, Bokhtiar, Ahsan, Mainul, Rahaman, Afzalur & Alam, Nurul (2014), 'Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh', *International Journal of Business and Management*, 9(5), 184-194. DOI: 10.5539/ijbm.v9n5p184.
- Iorpev, L., & Kwanum, I. M. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Manufacturing Companies in Nigeria. *International Journal of Business and Management Tomorrow*, 2(5), 1-17.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958), 'The cost of Capital. Corporate Finance and the Theory of Investment', *American Economic Association*, 48(3), 261-297. DOI: <https://www.jstor.org/stable/1809766>.
- Muritala, T. A. (2012), 'An empirical analysis of capital structure on firm performance in Nigeria', *International Journal of Advances in Management and Economics*, 1(5), 116-124.
- Mwangi, L. W., Muathe, S. M., & Kosimbei, G. (2014), 'Effects off working capital management on performance of non-financial companies listed in NSE, Kenya', *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(11), 195-205.

-
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that 10. investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nguyễn Minh Kiều (2009), *Giáo trình tài chính doanh nghiệp căn bản*, Nhà xuất bản Thống Kê, Hà Nội.
- Nguyễn Thị Thúy Phương (2017), 'Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp ngành xây dựng và vật liệu niêm yết trên sàn chứng khoán', *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 242(II), 49-57.
- Onaolapo, A. A. & Kajola, S. O. (2010), 'Capital structure and firm performance: evidence from Nigeria', *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 25, 70-82.
- Pandey, I. M. (1980), *Financial Management*, Vikas Publishing House Pvt.Ltd, India.
- Phan Đức Dũng (2009), *Giáo trình Phân tích báo cáo tài chính và định giá giá trị doanh nghiệp*, Nhà xuất bản Thống kê, Hà Nội.
- Pham, Q. M. & Thu, Ho T. T. (2022), 'Impacts of factors affecting the business efficiency of seafood companies listed on the stock market of Vietnam', *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 9(3): 165-171. DOI: <https://doi.org/10.21833/ijaas.2022.03.019>.
- Salteh, H. M., Ghanavati, E., Khanqah, V. T., & Khosroshahi, M. A. (2012), 'Capital structure and firm performance: evidence from Tehran Stock Exchange', *International Proceedings of Economics Development & Research*, 43(1), 225-230.
- Singh, Narinder Pal & Bagga, Mahima (2019), 'The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Panel Data Study', *Jindal Journal of Business Research*, 8(1), 65-77. DOI: 10.1177/2278682118823312.
- Siminica, M. (2011), 'Study On The Evolution Of Profitability Of Romanian companies Listed On Bucharest Stock Exchange during The Economic And Financial Crisis', *Annals of University of Craiova - Economic Sciences Series*, 4(39), 180-192.
- Shubita, Mohammad Fawzi & Alsawalhah, Jaafer Maroof (2012), 'The Relationship between Capital Structure and Profitability', *International Journal of Business and Social Science*, 3(5), 105-112.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, The MIT Press Cambridge, Massachusetts London, England, 143-155.
- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007), 'Capital structure and corporate performance: evidence from Jordan', *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 1(4), 40-61.