

TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN LỢI NHUẬN CỦA CÁC CÔNG TY NGÀNH BẢO HIỂM: BẰNG CHỨNG Ở VIỆT NAM

Trần Văn Hải^{1*}, Trần Anh Tuấn¹, Nguyễn Bá Tùng¹,
Vũ Thị Hải Hà¹, Nguyễn Xuân Quang¹

*Tác giả liên hệ, Email: haitv2008@gmail.com. ORCID: 0009-0009-5411-0823

Ngày tòa soạn nhận được bài báo: 16/02/2026

Ngày phản biện đánh giá: 17/04/2026

Ngày bài báo được duyệt đăng: 14/05/2026

DOI: 10.59266/houjs.2026.1253

Tóm tắt: Mục tiêu của bài báo làm rõ tác động của cấu trúc vốn đến lợi nhuận của các công ty kinh doanh dịch vụ bảo hiểm ở Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng mô hình dữ liệu bảng động và ước lượng bằng phương pháp moment tổng quát hệ thống (GMM). Bộ dữ liệu thứ cấp được thu thập từ 31 công ty bảo hiểm trên sàn chứng khoán Việt Nam (HoSE, HNX, Upcom), tương ứng 260 quan sát trong giai đoạn 11 năm từ 2013 - 2023. Kết quả ước lượng cho thấy các mô hình nghiên cứu là phù hợp và đáng tin cậy khi các kiểm định Arellano-Bond và Hansen đều được thỏa mãn. Phát hiện mới cho thấy, cấu trúc vốn có tác động khác nhau tùy theo chỉ tiêu lợi nhuận. Đối với mô hình biến phụ thuộc (ROA) thì xuất hiện mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U, cấu trúc vốn biến (LEV) có ảnh hưởng tiêu cực, trong khi (LEV²) có ảnh hưởng tích cực. Hàm ý tồn tại mức đòn bẩy tối ưu giúp tối đa hóa lợi nhuận. Trong khi mô hình ROE, nợ dài hạn (LTD) có tác động dương mạnh và có ý nghĩa thống kê, phản ánh vai trò của đòn bẩy tài chính trong việc gia tăng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu, trong khi biến (LEV) không có ý nghĩa trong mô hình này. Đối với mô hình biến phụ thuộc (EPS), tài sản cố định (FAS) có hệ số dương trong khi (FAS²) âm, thể hiện mối quan hệ chữ U ngược. Hàm ý cho thấy đầu tư tài sản cố định ban đầu giúp tăng thu nhập trên mỗi cổ phần, nhưng nếu vượt mức tối ưu sẽ làm giảm hiệu quả.

Từ khóa: công ty bảo hiểm, cơ cấu vốn, lợi nhuận, đòn bẩy tài chính, quan hệ phi tuyến

I. Đặt vấn đề

Quyết định về cấu trúc vốn (quyết định về nguồn tài trợ) là một trong những quyết định về tài chính quan trọng của doanh nghiệp (quyết định nguồn tài trợ, quyết định đầu tư, quyết định phân phối lợi

nhuận và quyết định về an toàn tài chính), kết quả của quyết định này là quá trình tạo lập, phân bổ và sử dụng các nguồn lực tài chính nhằm phục vụ cho hoạt động kinh doanh. Cấu trúc vốn thể hiện sự kết hợp giữa nguồn vốn chủ sở hữu và nguồn vốn nợ phải trả, mức độ sử dụng hai nguồn vốn

¹ Trường Đại học Mở Hà Nội, Hà Nội, Việt Nam

này ảnh hưởng đến chi phí sử dụng, mức độ rủi ro, khả năng thanh toán và hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Trong điều kiện hiện nay, với các nguồn lực tài chính còn chắt chiu, các doanh nghiệp nói chung và các công ty ngành bảo hiểm nói riêng cần phải nâng cao hiệu quả sử dụng vốn, tối đa lợi nhuận, với chi phí huy động vốn tối thiểu. Muốn vậy việc xây dựng một cấu trúc phù hợp với doanh nghiệp là nhân tố then chốt để tối ưu hoá giá trị và nâng cao khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trên thị trường.

Trong những năm gần đây, thị trường bảo hiểm toàn cầu đã có những thay đổi đáng kể dưới tác động của tự do hoá tài chính và hội nhập quốc tế ngày một sâu rộng và công nghệ bảo hiểm. Với vai trò là trung gian tài chính quan trọng có chức năng phân tán rủi ro, giảm thiểu những tổn thất và tạo điều kiện cho đầu tư, đổi mới và tăng trưởng bền vững nền kinh tế (Feyen, Lester, & Rocha, 2011). Cũng như là yếu tố thúc đẩy thu nhập bình quân đầu người, trình độ học vấn, hệ thống an sinh xã hội (Lee, Lee, & Chiu, 2013), (Ouedraogo, Guérineau, & Sawadogo, 2016), (Ul Din, Abu-Bakar, & Regupathi, 2017).

Ở Việt Nam, pháp luật về hoạt động kinh doanh dịch vụ bảo hiểm cũng dần được hoạt thiện. Vào thời điểm trước tháng 12/1993 Ở Việt Nam chỉ duy nhất một công ty bảo hiểm đó là Tổng công ty Bảo hiểm Việt Nam hoạt động kinh doanh trong điều kiện bao cấp, các hoạt động kinh doanh còn nhiều hạn chế. Sau khi Nghị định số 100-CP ban hành ngày 18/12/1993 (Chính phủ, 1993), và hoàn thiện hành lang pháp lý ở Luật kinh doanh bảo hiểm số 24/2000/QH19 (Quốc hội, 2000) và mới nhất là Luật kinh doanh bảo

hiểm 08/2022/QH15 (Quốc hội, 2022) và các nghị định hướng dẫn. Hệ thống pháp luật về bảo hiểm đã khắc phục phần nào được những hạn chế, hướng tới những thay đổi theo hướng công khai, minh bạch, chuyên nghiệp, chất lượng và quan trọng nhất đem đến sự hài lòng và bảo vệ tốt cho người tiêu dùng bảo hiểm cũng như bản thân công ty bảo hiểm, qua đó, thúc đẩy thị trường phát triển mạnh mẽ. Đến nay, thị trường bảo hiểm đã có tới hơn 81 doanh nghiệp bảo hiểm, tái bảo hiểm, môi giới bảo hiểm và một chi nhánh công ty bảo hiểm phi nhân thọ nước ngoài (Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam, 2024). Mặc dù vậy, áp lực cạnh tranh từ các công ty bảo hiểm nước ngoài, trong khi thị trường có quy mô hữu hạn. Kết quả, sự suy giảm số lượng hợp đồng khai thác mới, doanh thu phí bảo hiểm tăng chậm đã phản ánh những khó khăn trong việc mở rộng thị phần và giữ chân khách hàng, chi phí bồi thường gia tăng, qua đó tác động tiêu cực đến lợi nhuận của các công ty. Trong bối cảnh này, việc quản tài chính, đặc biệt là quyết định về cấu trúc vốn trở nên quan trọng, ảnh hưởng mạnh đến tính ổn định và lợi nhuận của các doanh nghiệp.

II. Cơ sở lý thuyết

Theo nhà nghiên cứu (Myers, 2001) nền tảng lý luận phải kể đến lý thuyết về cấu trúc vốn của (Modigliani & Miller, 1958). Theo Modigliani và Miller, trong điều kiện thị trường vốn hoàn hảo, không có thuế, không phát sinh chi phí giao dịch do thông tin bất cân xứng, thì cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp, tức không làm tăng hay giảm lợi nhuận. Lợi nhuận được tạo ra từ các hoạt động đầu tư và bán hàng chứ không liên quan đến nguồn vốn huy động. Mặc dù

vậy, các giả định của lý thuyết chưa phản ánh đúng thực tế, đặc biệt trong bối cảnh như hiện nay. Theo (Smith & Warner, 1979) cho rằng lý thuyết của (Modigliani & Miller, 1958) chưa xem xét đến những yếu tố quan trọng như chi phí phá sản, chi phí đại diện và sự bất cân xứng thông tin giữa các bên tham gia thị trường cạnh tranh. Chính vì vậy, các công bố tiếp theo (Modigliani & Miller, 1963), (Miller & Rock, 1985) đã mở rộng lý thuyết ban đầu bằng cách đưa yếu tố thuế vào phân tích. Kết quả cho thấy việc sử dụng vốn vay có thể mang lại lợi thế tài chính cho doanh nghiệp thông qua “lá chắn thuế” của chi phí lãi vay. Điều này có nghĩa là chi phí lãi vay được khấu trừ thuế, từ đó giúp doanh nghiệp giảm nghĩa vụ thuế và gia tăng giá trị doanh nghiệp. Quan điểm này đã mở ra hướng nghiên cứu mới về việc xác định mức độ sử dụng nợ tối ưu trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Bên cạnh lý thuyết (Modigliani & Miller, 1958), một trong những lý thuyết quan trọng giải thích mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là lý thuyết chi phí đại diện (Agency Theory). Theo (Jensen & Meckling, 1976), khi quyền sở hữu và quyền quản lý doanh nghiệp được tách biệt, xung đột lợi ích có thể phát sinh giữa các cổ đông và nhà quản lý. Trong trường hợp này, các nhà quản lý có thể đưa ra những quyết định không tối ưu nhằm tối đa hóa lợi ích cá nhân thay vì lợi ích của cổ đông. Do đó, cấu trúc vốn có thể đóng vai trò như một cơ chế kiểm soát nhằm giảm thiểu các chi phí đại diện trong doanh nghiệp. (Harris & Raviv, 1991), việc sử dụng nợ trong cấu trúc vốn có thể giúp hạn chế lượng tiền mặt dư thừa trong doanh

ngiệp, bởi doanh nghiệp phải thực hiện các nghĩa vụ thanh toán lãi vay định kỳ cho chủ nợ. Điều này buộc các nhà quản lý phải sử dụng nguồn lực tài chính một cách hiệu quả hơn, từ đó góp phần giảm thiểu xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý. Theo Harris và Raviv (1991), cổ đông có thể có động cơ đầu tư vào các dự án có mức độ rủi ro cao nhằm tối đa hóa lợi nhuận kỳ vọng, trong khi chủ nợ lại quan tâm đến khả năng hoàn trả nợ và sự ổn định tài chính của doanh nghiệp. Do đó, mức độ sử dụng nợ cần được cân nhắc cẩn trọng nhằm cân bằng giữa lợi ích tài chính và rủi ro tiềm ẩn.

Với các nghiên cứu về doanh nghiệp bảo hiểm, tác động của cấu trúc vốn đến lợi nhuận cũng theo 2 hướng khác nhau. Các nghiên cứu liên quan đến đòn bẩy tài chính cho thấy những tác động khác nhau đến lợi nhuận doanh nghiệp bảo hiểm. (Zou & Adams, 2008), sử dụng dữ liệu các công ty bảo hiểm tại Trung Quốc giai đoạn 1997-2003, chỉ ra rằng chi phí nợ có vai trò quan trọng trong các quyết định tài chính của doanh nghiệp. Mặc dù đòn bẩy tài chính không luôn tác động trực tiếp đến hoạt động, nhưng khi kết hợp với cấu trúc tài sản, đặc biệt là tài sản hữu hình, đòn bẩy có thể tạo ra ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động, qua đó gián tiếp cải thiện lợi nhuận. Nghiên cứu của (Biener & Eling, 2012b) với dữ liệu lớn từ các công ty bảo hiểm tại Bắc Mỹ và châu Âu cho thấy các doanh nghiệp có cấu trúc vốn và tổ chức hiệu quả thường đạt mức lợi nhuận cao hơn. Một số nghiên cứu cho rằng việc sử dụng đòn bẩy tài chính hợp lý giúp doanh nghiệp gia tăng lợi nhuận thông qua lợi ích lá chắn thuế và hiệu ứng đòn bẩy tài chính (Biener & Eling, 2012a),

(Burca, Batrinca, & sciences, 2014). Kết quả này ủng hộ giả thuyết cơ cấu hiệu quả, nhấn mạnh rằng việc tối ưu hóa cấu trúc vốn kết hợp với quản trị hiệu quả sẽ góp phần nâng cao khả năng sinh lợi của doanh nghiệp bảo hiểm. Các nghiên cứu sau đó như (Yaisawarn, Asavadachanukorn, & Yaisawarn, 2014), (Reyna & Fuentes, 2018), (Aryonindito, Yadiati, & Handoyo, 2020), (Ben Dhiab, 2021) cũng cho kết quả tương tự. Bên cạnh đó, mức độ an toàn trong cấu trúc vốn còn được thể hiện ở khả năng thanh toán, cấu trúc vốn tác động đến lợi nhuận thông qua khả năng thanh toán (Burca & Batrinca, 2014) lại tìm thấy bằng chứng cho thấy khả năng thanh toán có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính, qua đó cải thiện lợi nhuận. Kết quả này hàm ý rằng việc sử dụng nợ hợp lý trong cấu trúc vốn có thể góp phần nâng cao khả năng sinh lợi của doanh nghiệp bảo hiểm. Ngược lại, theo (Sambasivam & Ayele, 2013), (Ahmad & Habibah, 2021) đều chỉ ra rằng tỷ lệ nợ cao làm gia tăng chi phí tài chính và rủi ro thanh khoản, từ đó làm suy giảm hiệu quả sinh lợi của các công ty bảo hiểm. Điều này phù hợp với lập luận của lý thuyết đánh đổi (trade-off theory), khi chi phí sử dụng nợ vượt quá lợi ích từ lá chắn thuế sẽ làm giảm lợi nhuận doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, phần lớn các nghiên cứu trước chủ yếu xem xét tác động tuyến tính giữa cấu trúc vốn và lợi nhuận, trong khi thực tế tác động này có thể mang tính phi tuyến do sự tồn tại của mức đòn bẩy tối ưu. Khi doanh nghiệp sử dụng nợ ở mức hợp lý, lợi ích từ lá chắn thuế và cơ chế kỷ luật tài chính có thể giúp cải thiện hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, nếu mức nợ vượt quá ngưỡng

tối ưu, chi phí tài chính và rủi ro phá sản sẽ gia tăng, làm suy giảm lợi nhuận doanh nghiệp. Do đó, nghiên cứu này bổ sung các biến bình phương như LEV^2 , LTD^2 và FAS^2 nhằm kiểm định khả năng tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc vốn và lợi nhuận của các công ty bảo hiểm tại Việt Nam.

Trên cơ sở trên đây, tác giả đề xuất giả thuyết sau:

H1: Hệ số nợ có tác động đến lợi nhuận công ty bảo hiểm.

H2: Hệ số nợ dài hạn có tác động đến lợi nhuận công ty bảo hiểm.

H3: Hệ số tài sản cố định có tác động đến lợi nhuận công ty bảo hiểm.

H4: Quy mô có tác động đến lợi nhuận công ty bảo hiểm.

H5: Doanh thu phí bảo hiểm gốc có tác động đến lợi nhuận công ty bảo hiểm.

III. Phương pháp nghiên cứu

Với cơ sở dữ liệu thứ cấp, dữ liệu bảng động và biến phụ thuộc là lợi nhuận, biến có tính chất bền vững do chiến lược kinh doanh mang tính dài hạn, hàm ý rằng các phương pháp ước lượng thông thường như OLS, FEM, REM, GLS có thể không còn phù hợp, nên bài báo sử dụng mô hình GMM với việc biến phụ thuộc trễ.

Phương trình có dạng sau:

$$Y_{it} = \alpha_1 Y_{i(t-1)} + \alpha_2 Y_{i(t-2)} + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 LEV_{it}^2 + \beta_3 LTD_{it} + \beta_4 LTD_{it}^2 + \beta_5 FAS_{it} + \beta_6 FAS_{it}^2 + \beta_7 C_{it} + \lambda t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

Trong đó, $t=1, \dots, T$ và $i = 1, \dots, T$. T và N biểu thị thời gian và công ty bảo hiểm. Y_{it} là biến phụ thuộc lợi nhuận của công ty n bảo hiểm (ROA, ROE, EPS). $Y_{i(t-1)}$ và $Y_{i(t-2)}$ là các biến phụ thuộc trễ (lag 2,3). LEV đại diện hệ số nợ. LEV^2 bình phương của hệ số nợ. LTD

là nợ vay dài hạn. LTD² bình phương nợ vay dài hạn. FAS hệ số tài sản cố định hữu hình. FAS² bình phương hệ số tài sản cố định hữu hình. α là hệ số ước lượng. C_{it} là biến kiểm soát. λ_t là tác động không quan sát được theo thời gian (hiệu ứng thời gian). η_i là tác động đặc thù không quan sát được của từng công ty. ε_{it} là sai số ngẫu nhiên.

Cơ sở dữ liệu đưa vào nghiên cứu là dữ liệu thứ cấp, được tác giả thu thập trên Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam (HoSE, HNX, Upcom), từ các nguồn: cổng thông tin (Vietstock.vn), website của Tổng cục Thống kê (GSO.gov.vn) và báo cáo thường niên của 31 công ty bảo hiểm trong giai đoạn từ 2013 - 2023. Dữ liệu được làm

sạch bằng cách loại trừ các quan sát không đáp ứng yêu cầu của nghiên cứu lượng. Các quan sát đã bị loại bỏ bao gồm: quan sát không công bố đầy đủ các chỉ tiêu tài chính cần thiết hoặc có sự thay đổi lớn về cơ cấu hoạt động khiến dữ liệu không đảm bảo tính đồng nhất cho mô hình nghiên cứu. Việc loại bỏ các quan sát không đầy đủ giúp nâng cao tính khách quan, độ tin cậy và tính nhất quán của dữ liệu nghiên cứu. Số lượng quan sát thu được 260 quan sát, đáp ứng các yêu cầu của mô hình GMM (Bollen, 1989), (Tabachnick, 2007).

Trên cơ sở nghiên cứu tổng quan, sát giả sử dụng các biến sau (Bảng 1) vào mô hình nghiên cứu:

Bảng 1. Các biến trong mô hình cấu trúc vốn tác động đến lợi nhuận của các công ty kinh doanh dịch vụ bảo hiểm

STT	Tên và ký hiệu biến	Công thức tính	Cơ sở trích dẫn
Biến phụ thuộc: ROA, ROE, EPS			
Trong đó: ROA = Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp/Tổng tài sản; ROE = Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp/Vốn chủ sở hữu, EPS = (Lợi nhuận ròng - Cổ tức cổ phiếu ưu đãi) / Số lượng cổ phiếu bình quân đang lưu hành trên thị trường chứng khoán.			
Biến độc lập:			
01	Hệ số nợ (LEV)	Nợ phải trả/Tổng tài sản	(Myers, 2001), (Modigliani & Miller, 1958), ...
02	Hệ số nợ dài hạn (LTD)	Vay và nợ thuê tài chính dài hạn/Tổng tài sản	
03	Hệ số tài sản cố định hữu hình (FAS)	Tài sản cố định hữu hình/Tổng tài sản	
Các biến kiểm soát			
04	Quy mô công ty bảo hiểm (SIZE)	Ln (Tổng tài sản)	(Zou & Adams, 2008), (Biener & Eling, 2012b), (Yaisawarng et al., 2014),...
06	Doanh thu phí bảo hiểm gốc (GWP)	Ln (Tổng doanh thu phí bảo hiểm gốc)	

Nguồn: do tác giả đề xuất

Để đảm bảo độ tin cậy của kết quả nghiên cứu, dữ liệu được rà soát và làm sạch trước khi đưa vào mô hình ước lượng. Các quan sát có dấu hiệu bất thường được kiểm tra đối chiếu với báo cáo tài chính gốc của doanh nghiệp. Đồng thời, nghiên cứu áp dụng phương pháp winsorize ở

ngưỡng hợp lý nhằm hạn chế ảnh hưởng của các giá trị ngoại lệ đến kết quả hồi quy.

IV. Kết quả và thảo luận

Bảng 2, thống kê mô tả cho thấy bộ dữ liệu gồm 260 quan sát, phản ánh khá đầy đủ đặc điểm của các công ty bảo hiểm trong mẫu nghiên cứu. Đánh giá chung,

các biến lợi nhuận như ROA, ROE và EPS có mức biến động lớn hơn so với các biến cấu trúc vốn và biến kiểm soát. Điều

này phản ánh sự không đồng đều về lợi nhuận giữa các công ty bảo hiểm trong mẫu nghiên cứu.

Bảng 2. Báo cáo thống kê mô tả của nghiên cứu

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROA	260	0.007	0.111	-0.54	13680
ROE	260	0.101	1.1788	-2928	17.26
EPS	260	578.5	1718.	-1638	7953
LEV	260	0.628	0.200	0.066	15541
LTD	260	0.012	0.042	0.000	0.456
FAS	260	0.014	0.029	0.000	0.216
SIZE	260	29.20	13716	26.84	33.02
GWP	260	28.17	14580	23.43	31.38

Nguồn: Số liệu được tác giả thống kê trên phần mềm Stata 14

Qua Bảng thống kê cho thấy, biến phụ thuộc ROA, ROE có giá trị trung bình (0.007) và 0.101 cho thấy khả năng sinh lời trên tài sản và khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu của các công ty chưa cao, trong khi đó độ lệch chuẩn lớn (0.111), và (1.1788) phản ánh sự khác biệt giữa các

công ty bảo hiểm trong mẫu. Biến EPS có giá trị trung bình khá cao nhưng cũng đi kèm với độ phân tán lớn, phản ánh sự chênh lệch đáng kể về thu nhập trên mỗi cổ phần giữa các doanh nghiệp. Điều này cho thấy hiệu quả tạo lợi nhuận cho cổ đông phổ thông không đồng đều.

Bảng 3. Báo cáo hệ số tương quan các biến

Variable	ROA	ROE	EPS	LEV	LTD	FAS	SIZE	GWP
ROA	1.0000							
ROE	0.7484*	1.0000						
EPS	0.4460*	0.0275	1.0000					
LEV	0.0407	0.1264*	-0.1373*	1.0000				
LTD	-0.0925	0.0820	-0.0643	-0.0028	1.0000			
FAS	0.3105*	0.3260*	0.1441*	0.1008	0.2151*	1.0000		
SIZE	0.0617	-0.0354	0.0965	0.4561*	-0.0816	-0.2227*	1.0000	
GWP	0.1308*	0.0558	0.1527*	0.7122*	-0.0561	-0.0526	0.8812*	1.0000

Ghi chú: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Nguồn: Số liệu được tác giả thống kê trên phần mềm Stata 14

Bảng 3 thống kê ma trận tương quan biến. Kết quả cho thấy, ma trận tương quan cho thấy mối quan hệ giữa các biến

trong mô hình nghiên cứu nhìn chung ở mức thấp đến trung bình.

Bảng 4. Báo cáo kiểm tra hệ số VIF

Variable	VIF	1/VIF
SIZE	1.48	0.676257
LEV	1.44	0.693835
FAS	1.34	0.745245
ROE	1.13	0.884578
EPS	1.12	0.890109
LTD	1.06	0.942618
Mean VIF	1.26	

Nguồn: Số liệu được tác giả thống kê trên phần mềm Stata 14

Bảng 4 sau khi lược bỏ biến (GWP) do tương quan với biến (SIZE) cao. Kết quả kiểm định hệ số phóng đại phương sai (VIF) của các biến còn lại cho thấy giá trị VIF của các biến đều khá thấp và dao

động trong khoảng từ 1.06 đến 1.48, thấp hơn nhiều so với tiêu chuẩn 2. Điều này cho thấy các biến độc lập trong mô hình không có mối tương quan tuyến tính cao với nhau.

Bảng 5. Kết quả ước lượng các mô hình

Variables/Test	Model (1) ROA	Model (2) ROE	Model (3) EPS
L. Dependent variable	-0.176	-0.027	0.058
L2. Dependent variable	0.180	-0.343*	0.076
LEV	-6.094*	1.084	-27824.550
LEV ²	5.397*	-0.528	25.242.930
LTD	-8.020	85.490*	-22332.180
LTD ²	60.837	-318.320	374926.500
FAS	13.667	83.803	63528.370*
FAS ²	-51060	-411.836	-327896.100
Constant	1.443	-1.359	6713.071
AR(1) p-value	0.508	0.424	0.527
AR(2) p-value	0.260	0.710	0.495
Hansen test p-value	0.617	0.193	0.478

Ghi chú: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$ *** $p < 0.01$

Nguồn: Số liệu được tác giả thống kê trên phần mềm Stata 14

Qua bảng 5 thể hiện kết quả kiểm định cho thấy cả ba mô hình GMM ta thấy, kiểm định AR(1) (0.508, 0.424, 0.527) không có ý nghĩa thống kê, cho thấy sai số không có cấu trúc tự tương quan. Kiểm định Arellano-Bond cho thấy không tồn tại tự tương quan bậc hai khi giá trị p của AR(2) trong cả ba mô hình đều > 0.05 (0.260, 0.710, 0.495). Điều này khẳng định các biến trễ được sử dụng là phù hợp. Kiểm định Hansen đều có p-value > 0.05 (ROA: 0.617; ROE: 0.193; EPS: 0.478),

do đó không bác bỏ giả thuyết về tính hợp lệ của bộ công cụ, các biến công cụ không bị nội sinh. Nhìn chung, các mô hình được đánh giá là đáng tin cậy.

Kết quả ước lượng các mô hình cho thấy cấu trúc vốn có tác động khác nhau tùy theo chỉ tiêu lợi nhuận. Điểm chung 3 mô hình cho thấy, lợi nhuận trong quá khứ có tác động tiêu cực đến lợi nhuận hiện tại nhưng mức tác động không đáng kể, do hệ số P-value $> 5\%$. Chi tiết tác động như sau:

- Hệ số nợ có tác động đến lợi nhuận công ty bảo hiểm với mức ý nghĩa 10% trên mô hình biến phụ thuộc ROA và có dạng phi tuyến chữ U. Cụ thể, hệ số âm của LEV và hệ số dương của LEV² cho thấy khi doanh nghiệp tăng nợ ở mức thấp, lợi nhuận của công ty bảo hiểm có xu hướng giảm do chi phí tài chính và rủi ro tăng. Tuy nhiên, khi mức đòn bẩy vượt qua một ngưỡng nhất định, lợi ích từ lá chắn thuế và hiệu ứng kỷ luật tài chính bắt đầu phát huy, giúp cải thiện lợi nhuận. Kết quả này ủng hộ các quan điểm (Myers, 2001), (Modigliani & Miller, 1958), (Smith & Warner, 1979), (Modigliani & Miller, 1958), (Modigliani & Miller, 1963), (Miller & Rock, 1985), (Jensen & Meckling, 1976), (Harris & Raviv, 1991), (S. C. Myers, 1984), (S. C. Myers, & Majluf, N. S., 1984), theo đó doanh nghiệp cần cân bằng giữa lợi ích và chi phí của việc sử dụng nợ.

- Hệ số nợ dài hạn có tác động đến lợi nhuận công ty bảo hiểm, kết quả cho thấy tác động khác biệt rõ rệt giữa các mô hình. Trong mô hình ROE, LTD có hệ số dương lớn và có ý nghĩa thống kê, cho thấy việc sử dụng nợ dài hạn giúp gia tăng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu. Điều này có thể giải thích bởi hiệu ứng đòn bẩy tài chính, khi doanh nghiệp sử dụng nợ để tài trợ cho hoạt động, phần lợi nhuận còn lại thuộc về cổ đông sẽ tăng lên nếu chi phí nợ thấp hơn lợi nhuận tạo ra. Tuy nhiên, LTD không có ý nghĩa trong mô hình ROA và EPS, cho thấy tác động của nợ dài hạn không lan tỏa đến hiệu quả hoạt động tổng thể hoặc thu nhập trên mỗi cổ phần. Hàm ý rằng lợi ích của nợ dài hạn chủ yếu thể hiện ở góc độ tài chính hơn là hoạt động.

Với việc biến nợ dài hạn (LTD), tác động tích cực đến ROE phản ánh rằng doanh nghiệp có thể tận dụng nguồn vốn dài hạn để mở rộng hoạt động và gia tăng lợi ích cho cổ đông. Tuy nhiên, kết quả này không xuất hiện ở ROA và EPS, cho thấy hiệu quả của nợ dài hạn chủ yếu thể hiện ở góc độ tài chính hơn là hiệu quả hoạt động tổng thể.

- Hệ số tài sản cố định có tác động đến lợi nhuận công ty bảo hiểm. Một phát hiện đáng chú ý khác là vai trò của tài sản cố định trong mô hình EPS. Kết quả cho thấy FAS có hệ số dương và FAS² âm, phản ánh mối quan hệ chữ U ngược. Điều này cho thấy đầu tư vào tài sản cố định ban đầu giúp nâng cao năng lực sản xuất, cải thiện hiệu quả và từ đó tăng thu nhập trên mỗi cổ phần. Tuy nhiên, khi mức đầu tư vượt quá nhu cầu tối ưu, chi phí khấu hao và chi phí duy trì tăng lên, làm giảm hiệu quả tài chính. Kết quả này nhấn mạnh tầm quan trọng của việc quản lý quy mô đầu tư tài sản cố định một cách hợp lý.

Như vậy, có thể thấy xét về ý nghĩa kinh tế, kết quả nghiên cứu cho thấy khi tỷ lệ nợ tăng ở mức thấp, lợi nhuận doanh nghiệp bảo hiểm có xu hướng giảm do chi phí lãi vay và rủi ro tài chính gia tăng. Tuy nhiên, khi mức đòn bẩy vượt qua một ngưỡng nhất định, tác động tích cực từ lá chắn thuế và hiệu ứng kỷ luật tài chính bắt đầu phát huy, giúp cải thiện ROA. Kết quả này cho thấy sự tồn tại của mức đòn bẩy tối ưu trong doanh nghiệp bảo hiểm.

Kết quả nghiên cứu nhìn chung phù hợp với các nghiên cứu của Biener & Eling (2012), Burca & Batrinca (2014), nhưng khác với Sambasivam & Ayele (2013). Sự khác biệt này có thể xuất phát từ đặc thù của thị trường bảo hiểm Việt Nam, nơi doanh

ngành vẫn phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn vay và hoạt động đầu tư tài chính.

V. Kết luận

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu thực nghiệm, tác giả đề xuất các giải pháp sau nhằm nâng cao lợi nhuận cho công ty ngành bảo hiểm thông qua việc:

Thứ nhất, doanh nghiệp cần xác định mức đòn bẩy tối ưu để cân bằng giữa rủi ro và lợi nhuận.

Thứ hai, việc sử dụng nợ dài hạn cần được xem xét như một công cụ để nâng cao ROE, nhưng cần kiểm soát rủi ro tài chính đi kèm.

Thứ ba, quyết định đầu tư vào tài sản cố định cần được tối ưu hóa nhằm tránh tình trạng đầu tư quá mức gây suy giảm hiệu quả.

Nhìn chung, bài báo cho thấy cấu trúc vốn có tác động khác nhau đến các chỉ tiêu lợi nhuận của doanh nghiệp bảo hiểm. Kết quả hàm ý rằng các doanh nghiệp bảo hiểm cần xác định mức đòn bẩy tài chính tối ưu thay vì gia tăng nợ quá mức. Đối với các doanh nghiệp có quy mô lớn và năng lực tài chính ổn định, việc sử dụng nợ dài hạn hợp lý có thể giúp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, đối với các doanh nghiệp có quy mô nhỏ hoặc khả năng thanh toán hạn chế, việc gia tăng nợ có thể làm gia tăng rủi ro tài chính và ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận.

Ngoài ra, doanh nghiệp cần cân nhắc hiệu quả đầu tư tài sản cố định nhằm tránh tình trạng đầu tư vượt quá nhu cầu thực tế, làm gia tăng chi phí khấu hao và suy giảm hiệu quả tài chính. Kết quả nghiên cứu cũng gợi ý cơ quan quản lý cần tiếp tục hoàn thiện cơ chế giám sát an toàn tài chính đối với doanh nghiệp bảo hiểm nhằm đảm bảo sự phát triển bền vững của thị trường bảo hiểm Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

- Ahmad, A. A., & Habibah, S. N. (2021). Market Structure and Determinants of Firm Profitability on General Insurance Industry in Indonesia. *Studies in Business and Economics*, 16(1), 26-41. <https://doi.org/10.2478/sbe-2021-0003>
- Aryonindito, S., Yadiati, W., & Handoyo, S. (2020). Effect of Market Share and Firm Size on Efficiency and its Implications to Profitability of Sharia Insurance in Indonesia. *Journal of Accounting Auditing and Business-Vol*, 3(1). <https://journal.unpad.ac.id/jaab/vol3/iss1/12/>
- Ben Dhiab, L. (2021). Determinants of insurance firms' profitability: An empirical study of Saudi insurance market. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(6), 235-243. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no6.0235>
- Biener, C., & Eling, M. (2012a). Insurability in microinsurance markets: An analysis of problems and potential solutions. In *The Geneva Papers: 40 Years at the Cutting Edge of Research in Insurance Economics* (pp. 196-234): Springer. https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-1-137-57479-4_8
- Biener, C., & Eling, M. (2012b). Organization and efficiency in the international insurance industry: A cross-frontier analysis. *European Journal of Operational Research*, 221(2), 454-468. <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2012.03.037>
- Bollen, K. A. (1989). A new incremental fit index for general structural equation models. *Sociological methods & research*, 17(3), 303-316. <https://www.scirp.org/reference/referenc espapers?referenceid=2377904>.
- Burca, A.-M., & Batrinca, G. (2014). The determinants of financial performance in the Romanian insurance market. *International journal of academic research in accounting, finance and management sciences*, 4(1), 299-308. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARAFMS/v4-i1/637>

- Chính phủ. (1993). Nghị định của Chính phủ số 100-CP ngày 18/12/1993 về Kinh doanh bảo hiểm. <https://thuvienphapluat.vn/van-ban/Doanh-nghiep/Nghi-dinh-100-CP-kinh-doanh-bao-hiem-38656.aspx>
- Feyen, E., Lester, R. R., & Rocha, R. d. R. (2011). What drives the development of the insurance sector? An empirical analysis based on a panel of developed and developing countries. *An Empirical Analysis Based on a Panel of Developed and Developing Countries (February 1, 2011). World Bank Policy Research Working Paper(5572)*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3076016
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/210.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>.
- Hiệp hội Bảo hiểm Việt Nam. (2024). Nhìn lại thị trường bảo hiểm năm 2023 và dự báo năm 2024. *Tạp chí Kinh tế Việt Nam*. <https://vneconomy.vn/nhin-lai-thi-truong-bao-hiem-nam-2023-va-du-bao-nam-2024.htm>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132): Gower. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Lee, C.-C., Lee, C.-C., & Chiu, Y.-B. (2013). The link between life insurance activities and economic growth: Some new evidence. *Journal of International Money and Finance*, 32, 405-427. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.05.001>
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>.
- Myers, S. C. (1984). Capital structure puzzle. In: National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w1393/w1393.pdf.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102. <https://www.aeaweb.org/articles?id=110.1257/jep.1215.1252.1281>.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Ouedraogo, I., Guérineau, S., & Sawadogo, R. (2016). Life insurance development and economic growth: Evidence from developing countries. <https://shs.hal.science/halshs-01385002/>
- Quốc hội. (2000). Luật của Quốc hội nước Cộng hoà Xã hội Chủ nghĩa Việt Nam ngày 09 tháng 12 năm 2000 về kinh doanh Bảo hiểm. <https://vanban.chinhphu.vn/default.aspx?pageid=27160&docid=80498>
- Quốc hội. (2022). Luật kinh doanh bảo hiểm. <https://vanban.chinhphu.vn/?pageid=27160&docid=206242>
- Reyna, A. M., & Fuentes, H. J. (2018). A cost efficiency analysis of the insurance industry in Mexico. *Journal of Productivity Analysis*, 49(1), 49-64. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11123-017-0521-7>
- Sambasivam, Y., & Ayele, A. G. (2013). A study on the performance of insurance companies in Ethiopia. *International Journal of Marketing, Financial Services & Management Research*, 2(7), 138-150. <https://scispace.com/papers/a-study-on-the-performance-of-insurance-companies-in-lxynrowx1f>

- Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure: Comment. *The Journal of Finance*, 34(1), 247-251. <https://www.jstor.org/stable/2327158>
- Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. (2007). *Experimental designs using ANOVA* (Vol. 724): Thomson/Brooks/Cole Belmont, CA. <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=478525>
- Ul Din, S. M., Abu-Bakar, A., & Regupathi, A. (2017). Does insurance promote economic growth: A comparative study of developed and emerging/developing economies. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1390029. <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1390029>
- Yaisawarng, S., Asavadachanukorn, P., & Yaisawarng, S. (2014). Efficiency and productivity in the Thai non-life insurance industry. *Journal of Productivity Analysis*, 41, 291-306. <https://link.springer.com/article/10.1007/s11123-012-0317-8>
- Zou, H., & Adams, M. B. (2008). Debt capacity, cost of debt, and corporate insurance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(2), 433-466. https://ideas.repec.org/r/cup/jfinqa/v43y2008i02p433-466_00.html

THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON THE PROFITABILITY OF INSURANCE COMPANIES: EVIDENCE FROM VIETNAM

Tran Van Hai¹, Tran Anh Tuan¹, Nguyen Ba Tung¹, Vu Thi Hai Ha¹, Nguyen Xuan Quang¹

Abstract: *The objective of this paper is to clarify the impact of capital structure on the profitability of insurance companies in Vietnam. The study uses a dynamic panel data model and estimates using the Generalized Moment Model (GMM). Secondary datasets were collected from 31 insurance companies listed on the Vietnamese stock exchanges (HoSE, HNX, Upcom), corresponding to 260 observations over an 11-year period from 2013 to 2023. The estimation results show that the research models are appropriate and reliable, as both the Arellano-Bond and Hansen tests are satisfied. The new findings indicate that capital structure has different impacts depending on the profitability indicator. For the dependent variable (ROA), a non-linear U-shaped relationship appears, with leverage (LEV) negatively affecting ROA, while leverage squared (LEV²) positively affects ROA. This implies the existence of an optimal leverage level to maximize profitability. While the ROE model shows a strong and statistically significant positive impact on long-term debt (LTD), reflecting the role of financial leverage in increasing return on equity, the (LEV) variable is not significant in this model. For the dependent variable (EPS) model, fixed assets (FAS) have a positive coefficient, while (FAS²) is negative, indicating an inverted U-shaped relationship. This implies that initial fixed asset investment helps increase earnings per share, but exceeding the optimal level reduces efficiency.*

Keywords: *Insurance companies, capital structure, profitability, financial leverage, non-linear relationships*

¹ Hanoi Open University, Hanoi, Vietnam