

TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN TỚI TỐC ĐỘ TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP BẢO HIỂM NIÊM YẾT

Trần Phương Thảo¹, Nguyễn Khánh Vy¹, Nguyễn Khánh Linh¹

*Tác giả liên hệ, Email: thaotp@hou.edu.vn. ORCID: 0009-0009-1761-4969

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.2026.1255

Tóm tắt: Cấu trúc vốn có ảnh hưởng quan trọng đến hiệu quả hoạt động và khả năng tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp bảo hiểm. Trong bối cảnh yêu cầu về an toàn vốn và khả năng thanh toán ngày càng gia tăng, việc tối ưu hóa cấu trúc vốn không chỉ giúp nâng cao hiệu quả tài chính mà còn góp phần duy trì tăng trưởng dài hạn. Nghiên cứu phân tích các nhân tố tác động đến khả năng tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015-2025 thông qua chỉ tiêu SGR. Kết quả cho thấy đòn bẩy tài chính và an toàn vốn có tác động ngược chiều đến SGR, trong khi Covid-19 có tác động cùng chiều; yếu tố lạm phát và thuế chưa cho thấy ảnh hưởng rõ ràng. Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng tăng trưởng bền vững không chỉ phụ thuộc vào mở rộng quy mô mà còn gắn với hiệu quả quản trị và khả năng thích ứng của doanh nghiệp trước biến động thị trường.

Từ khóa: cấu trúc vốn, tăng trưởng bền vững, doanh nghiệp bảo hiểm, SGR, mô hình hồi quy

I. Đặt vấn đề

Trong bối cảnh nền kinh tế Việt Nam ngày càng hội nhập sâu rộng, các doanh nghiệp không chỉ hướng tới mục tiêu tối đa hóa lợi nhuận mà còn phải đảm bảo tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Yêu cầu này đặc biệt rõ nét đối với các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết - lĩnh vực chịu áp lực lớn về an toàn vốn, khả năng thanh toán và quản trị rủi ro. Do đó, việc cân bằng giữa hiệu quả hoạt động và mức độ ổn định tài chính trở thành vấn đề quan trọng đối với các doanh nghiệp trong ngành.

Trong các quyết định tài chính, cấu trúc vốn giữ vai trò then chốt khi phản ánh cách thức doanh nghiệp huy động và sử dụng nguồn lực tài chính. Sự kết hợp giữa nợ và vốn chủ sở hữu không chỉ ảnh hưởng đến khả năng sinh lời mà còn tác động trực tiếp đến mức độ rủi ro tài chính và khả năng chống chịu trước biến động thị trường. Đối với doanh nghiệp bảo hiểm, cấu trúc vốn còn gắn liền với dự phòng nghiệp vụ và nghĩa vụ chi trả trong tương lai, do đó ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng thanh toán và mức độ an toàn tài chính.

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

Trong bối cảnh đó, tăng trưởng bền vững được hiểu là khả năng duy trì tăng trưởng gắn với hiệu quả hoạt động, kiểm soát rủi ro và củng cố nền tảng tài chính trong dài hạn. Do đó, việc nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn đến khả năng tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết tại Việt Nam không chỉ có ý nghĩa về mặt lý luận mà còn cung cấp cơ sở thực tiễn cho các quyết định quản trị tài chính trong bối cảnh thị trường ngày càng biến động.

II. Tổng quan nghiên cứu, cơ sở lý thuyết

Cấu trúc vốn phản ánh mối quan hệ giữa nợ phải trả và vốn chủ sở hữu trong tổng nguồn vốn của doanh nghiệp, thường được đo lường thông qua các chỉ tiêu đòn bẩy tài chính như tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu hoặc nợ trên tổng tài sản. Trong khi đó, khả năng tăng trưởng bền vững được hiểu là mức tăng trưởng tối đa mà doanh nghiệp có thể duy trì trong dài hạn trên cơ sở năng lực tài chính hiện tại mà không làm gia tăng quá mức rủi ro tài chính hay phá vỡ sự cân bằng tài chính. Khái niệm này phản ánh sự cân bằng giữa hiệu quả sinh lời, khả năng tích lũy lợi nhuận và mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

2.1. Các nghiên cứu nước ngoài

Trên nền tảng mô hình tăng trưởng bền vững của Higgins (1977), nhiều nghiên cứu đã sử dụng tốc độ tăng trưởng bền vững (SGR) như một chỉ tiêu tổng hợp nhằm đánh giá khả năng duy trì tăng trưởng của doanh nghiệp phù hợp với năng lực tài chính nội tại. Theo cách tiếp cận này, SGR không chỉ phản ánh khả năng mở rộng quy mô hoạt động mà còn

thể hiện mức độ cân bằng giữa hiệu quả sinh lời, chính sách tài trợ và mức độ an toàn tài chính trong dài hạn.

Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy tác động của cấu trúc vốn đến tăng trưởng bền vững không hoàn toàn đồng nhất. Một số nghiên cứu ủng hộ mối quan hệ tích cực giữa cấu trúc vốn và SGR. Tiêu biểu, Chen và cộng sự (2013) cho rằng các doanh nghiệp duy trì cấu trúc vốn tiệm cận mức tối ưu thường đạt tốc độ tăng trưởng ổn định hơn. Đồng thời, theo Modigliani và Miller (1963), việc sử dụng nợ ở mức hợp lý còn giúp doanh nghiệp tận dụng lợi ích từ lá chắn thuế và mở rộng khả năng tài trợ cho hoạt động đầu tư.

Ngược lại, nhiều nghiên cứu nhấn mạnh những hệ quả bất lợi của việc sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức đối với tăng trưởng bền vững. Amouzesh và cộng sự (2011) cho thấy các doanh nghiệp tăng trưởng vượt quá mức SGR thường có hiệu quả hoạt động thấp hơn do phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn bên ngoài và chịu áp lực chi phí tài chính gia tăng. Điều này hàm ý rằng tăng trưởng chỉ thực sự bền vững khi được duy trì trên nền tảng tài chính phù hợp, đồng thời cho thấy việc sử dụng đòn bẩy quá mức có thể làm suy giảm chất lượng tăng trưởng trong dài hạn.

Bên cạnh đó, Isnurhadi và cộng sự (2022), nghiên cứu trên các ngân hàng tại ASEAN, cho thấy rủi ro tài chính có tác động tiêu cực đến SGR. Kết quả này khẳng định rằng khả năng duy trì tăng trưởng bền vững không chỉ phụ thuộc vào hiệu quả sinh lời mà còn gắn chặt với mức độ an toàn tài chính và năng lực quản trị rủi ro, đặc biệt trong các ngành có mức độ đòn bẩy cao như tài chính - bảo hiểm.

2.2. Các nghiên cứu trong nước

Tại Việt Nam, các nghiên cứu về cấu trúc vốn chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp niêm yết và phân tích tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động. Tiêu biểu, Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017), sử dụng dữ liệu các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết giai đoạn 2007- 2012, cho thấy đòn bẩy tài chính có mối quan hệ ngược chiều với ROA và ROE. Kết quả này hàm ý rằng trong bối cảnh thị trường tài chính Việt Nam còn nhiều hạn chế, việc gia tăng nợ vay có thể làm gia tăng chi phí tài chính và rủi ro, từ đó làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Kết quả này cũng được củng cố bởi nghiên cứu của Nguyen H. T. và Nguyen A. H. (2020) khi cho thấy cấu trúc vốn có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính, trong đó các biến đo lường đòn bẩy tài chính có xu hướng tác động tiêu cực đến ROA và ROE. Các bằng chứng thực nghiệm này cho thấy tác động của cấu trúc vốn tại Việt Nam phụ thuộc đáng kể vào mức độ sử dụng nợ và khả năng kiểm soát rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, phần lớn các nghiên cứu trong nước mới chỉ tập trung đánh giá hiệu quả tài chính ngắn hạn thông qua ROA và ROE, trong khi chưa xem xét trực tiếp tác động của cấu trúc vốn đến khả năng tăng trưởng bền vững trong dài hạn. Theo mô hình của Higgins (1977), tốc độ tăng trưởng bền vững (SGR) chịu ảnh hưởng trực tiếp từ khả năng sinh lời và mức độ tích lũy lợi nhuận giữ lại - những yếu tố có mối liên hệ chặt chẽ với cấu trúc vốn và chính sách tài trợ của doanh nghiệp.

Đối với ngành bảo hiểm, các nghiên cứu chuyên biệt tại Việt Nam còn tương đối hạn chế. Nghiên cứu của Tran V. H.,

Tran P. T. và Vu H. D. (2024), sử dụng dữ liệu các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết giai đoạn 2013-2023 và áp dụng phương pháp GMM, cho thấy cấu trúc vốn có ảnh hưởng đáng kể đến khả năng sinh lời đo bằng ROE. Tuy nhiên, nghiên cứu này vẫn chưa xem xét trực tiếp khả năng tăng trưởng bền vững, trong khi đặc thù của ngành bảo hiểm đòi hỏi doanh nghiệp không chỉ đảm bảo khả năng sinh lời mà còn phải duy trì an toàn tài chính và khả năng thanh toán trong dài hạn.

2.3. Khoảng trống nghiên cứu

Từ tổng quan các nghiên cứu trong và ngoài nước có thể thấy rằng, mặc dù cấu trúc vốn đã được nghiên cứu khá rộng rãi, nhưng các hướng tiếp cận vẫn còn tương đối tách biệt. Các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động thông qua ROA, ROE, trong khi các nghiên cứu về tăng trưởng bền vững lại sử dụng SGR để đánh giá khả năng duy trì tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp. Điều này khiến vai trò của cấu trúc vốn đối với chất lượng tăng trưởng chưa được phản ánh đầy đủ.

Bên cạnh đó, kết quả thực nghiệm về tác động của cấu trúc vốn vẫn chưa thống nhất và có thể phụ thuộc vào đặc điểm từng ngành. Đối với ngành bảo hiểm, khoảng trống nghiên cứu càng rõ rệt hơn do đặc thù về an toàn vốn và khả năng thanh toán. Tại Việt Nam, các nghiên cứu chủ yếu tập trung vào hiệu quả sinh lời ngắn hạn, trong khi việc sử dụng SGR để đánh giá tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp bảo hiểm còn hạn chế. Vì vậy, nghiên cứu này được thực hiện nhằm phân tích tác động của cấu trúc vốn đến khả năng tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết tại Việt

Nam thông qua chỉ tiêu SGR, góp phần bổ sung bằng chứng thực nghiệm và mở rộng hướng tiếp cận từ hiệu quả ngắn hạn sang chất lượng tăng trưởng dài hạn.

III. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu nghiên cứu được thu thập từ các nguồn thứ cấp có độ tin cậy cao, bao gồm báo cáo tài chính đã được kiểm toán, báo cáo thường niên và báo cáo công bố thông tin của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết. Các dữ liệu này được khai thác từ các nguồn chính thống như trang thông tin của Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE), Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), cùng với website chính thức của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Ngoài ra, nghiên cứu cũng tham khảo dữ liệu từ các cơ sở dữ liệu tài chính uy tín nhằm đối chiếu và chuẩn hóa thông tin trong quá trình xử lý dữ liệu.

Mẫu nghiên cứu bao gồm 7 công ty bảo hiểm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2015-2025. Dữ liệu được xây dựng dưới dạng bảng (panel data), cho phép phản ánh đồng thời sự biến động theo thời gian và sự khác biệt giữa các doanh nghiệp, qua đó góp phần nâng cao độ tin cậy và tính khái quát của kết quả ước lượng.

IV. Mô hình nghiên cứu

4.1. Hệ thống giả thuyết nghiên cứu

4.1.1. Nhóm cấu trúc vốn

H1: Đòn bẩy tài chính (DE - X1) có tác động +/- đến khả năng tăng trưởng bền vững (SGR) do vừa tạo lợi ích lá chắn thuế, vừa làm gia tăng rủi ro tài chính.

H2: An toàn vốn (CAP - X2) có tác động cùng chiều đến khả năng tăng trưởng bền vững do giúp doanh nghiệp nâng cao

khả năng chống chịu rủi ro và duy trì ổn định tài chính.

4.1.2. Nhóm hiệu quả tài chính

H3: ROA (X3) có tác động cùng chiều đến khả năng tăng trưởng bền vững do phản ánh khả năng tạo lợi nhuận từ tài sản của doanh nghiệp.

H4: ROE (X4) có tác động cùng chiều đến khả năng tăng trưởng bền vững do giúp gia tăng nguồn vốn nội bộ phục vụ tăng trưởng dài hạn.

4.1.3. Nhóm đặc điểm doanh nghiệp và yếu tố vĩ mô

H5: Quy mô doanh nghiệp (SIZE - X5) có tác động cùng chiều đến khả năng tăng trưởng bền vững do doanh nghiệp lớn thường có lợi thế về vốn và uy tín thị trường.

H6: Lạm phát (CPI - X6) có tác động ngược chiều đến khả năng tăng trưởng bền vững do làm gia tăng chi phí và rủi ro tài chính.

H7: Lãi suất (INT - X7) có tác động ngược chiều đến khả năng tăng trưởng bền vững do làm tăng chi phí vốn và ảnh hưởng hoạt động đầu tư.

H8: Thuế thu nhập doanh nghiệp (TAX - X8) có tác động cùng chiều đến khả năng tăng trưởng bền vững do tạo ra lợi ích lá chắn thuế từ việc sử dụng nợ vay.

H9: Đại dịch Covid-19 (COVID - X9) có tác động ngược chiều đến khả năng tăng trưởng bền vững do gây bất ổn kinh tế và tài chính.

4.2. Mô hình nghiên cứu

Mô hình hồi quy của nghiên cứu có dạng:

$$SGR = \alpha_0 + \alpha_1 X1_DE + \alpha_2 X2_CAP + \alpha_3 X3_ROA + \alpha_4 X4_SIZE + \alpha_5 X5_CPI + \alpha_6 X6_INT + \alpha_7 X7_TAX + \alpha_8 X8_COVID$$

Đo lường các biến:

Bảng 1. Bảng tóm tắt các biến số trong mô hình nghiên cứu và tổng hợp giả thiết sự ảnh hưởng của các nhân tố đến khả năng tăng trưởng bền vững

Nhân tố	Ký hiệu	Cách xác định	Kỳ vọng tương quan	Cơ sở lý thuyết
BIẾN PHỤ THUỘC				
Tăng triển bền vững	SGR	$EM \times AT \times ROS \times b$	-	Higgins (1977); Brealey và cộng sự (2020); Brigham and Houston (2019)
BIẾN ĐỘC LẬP				
1. Đòn bẩy tài chính	D/E (X1)	$\frac{\text{Tổng nợ phải trả bình quân}}{\text{VCSH bình quân}}$	+/-	Modigliani and Miller (1963); Frank and Goyal (2009)
2. An toàn vốn	CAP (X2)	$\frac{\text{VCSH bình quân}}{\text{Tổng TS bình quân}}$	+	Berger & Bouwman (2013)
BIẾN KIỂM SOÁT				
1. Hiệu quả tài chính	ROA (X3)	$\frac{\text{LNST}}{\text{Tổng TS bình quân}}$	+	Higgins (1977)
	ROE (X4)	$\frac{\text{LNST}}{\text{VCSH bình quân}}$	+	Higgins (1977); Brealey và cộng sự (2020); Brigham and Houston (2019)
2. Quy mô DN	SIZE (X5)	Tổng Tài sản bình quân	+	Titman and Wessels (1988)
3. Lạm phát	CPI (X6)	Chỉ số CPI	-	Fisher (1930); Fama (1981)
4. Lãi suất	INT (X7)	Lãi suất tái cấp vốn của NHNN	-	Keynes (1936); Mishkin (2016)
5. Thuế	TAX (X8)	$\frac{\text{Thuế TNDN}}{\text{EBIT}}$	+	Modigliani & Miller (1963)
6. Tác động của dịch Covid - 19	COVID (X9)	1 (năm 2020 - 2021); 0 (các năm còn lại)	-	Swiss Re Institute (2020)

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

V. Kết quả phân tích

5.1. Kiểm định đa cộng tuyến

Dựa trên cơ sở lý thuyết và yêu cầu đảm bảo độ tin cậy của mô hình hồi quy, nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng gồm 77 quan sát của 7 doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu, đồng thời tiến hành kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập thông qua hệ số phóng đại phương sai (VIF).

Kết quả kiểm tra hệ số phóng đại phương sai (VIF) cho thấy các biến độc lập: Đòn bẩy tài chính (X1), An toàn vốn (X2), Lạm phát (X6), Thuế (X8) và Tác động của dịch Covid - 19 (X9) trong mô hình không tồn tại hiện tượng đa cộng tuyến nghiêm trọng. Giá trị VIF của các biến đều nhỏ hơn 10 và Mean VIF đạt 6.35, phản ánh mức độ đa cộng tuyến thấp và nằm trong ngưỡng chấp nhận được.

Do đó, mô hình đảm bảo độ tin cậy cho các ước lượng hồi quy. Các biến khác do có giá trị VIF cao thể hiện hiện tượng đa cộng tuyến đáng kể, có thể làm sai lệch kết

quả ước lượng và giảm độ tin cậy của mô hình, nên đã được xem xét loại bỏ nhằm đảm bảo tính ổn định và khả năng giải thích của mô hình hồi quy.

Bảng 2. Kiểm tra đa cộng tuyến của các biến độc lập trong mô hình

```
. vif ,uncentered
```

Variable	VIF	1/VIF
X6	9.76	0.102418
X1	8.54	0.117099
X2	6.40	0.156186
X8	5.79	0.172736
X9	1.26	0.791813
Mean VIF	6.35	

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm STATA

5.2. Kết quả phân tích hồi quy

Bảng 3. Kết quả phân tích hồi quy

	SGR
Kiểm định Hausman	Prob>chi2 = 0.0007
	Prob>chi2 = 0.0007 < 0.05. Do đó bác bỏ giả thuyết H_0 , nghiên cứu lựa chọn mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) để phân tích.
Kiểm định phương sai sai số thay đổi	Prob>chi2 = 0.0000
	Giá trị Prob>chi2 = 0.0000 < 0.05 nên mô hình xảy ra hiện tượng phương sai sai số thay đổi.
Kiểm định tự tương quan	Prob>chi2 = 0.0978
	Giá trị Prob>chi2 = 0.0978 > 0.05 nên mô hình không có hiện tượng tự tương quan.

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm STATA

Nghiên cứu tiến hành ước lượng mô hình nhằm làm rõ mức độ và chiều hướng tác động của các nhân tố đến khả năng tăng trưởng bền vững (SGR) của doanh nghiệp.

Kết quả tổng hợp dưới bảng sau:

Bảng 4. Kết quả mô hình hồi quy

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	REM	FEM	ROBUST
X1	-0.0122*** (0.00448)	-0.0176*** (0.00446)	-0.00703** (0.00291)
X2	-0.127* (0.0703)	-0.188** (0.0828)	-0.0863* (0.0451)
X6	0.00168 (0.00250)	0.00138 (0.00224)	0.00174 (0.00314)

X8	1.72e-07*** (5.40e-08)	3.46e-07*** (6.53e-08)	5.51e-08 (3.81e-08)
X9	0.0139** (0.00665)	0.0115* (0.00596)	0.0156* (0.00787)
Constant	0.133*** (0.0320)	0.148*** (0.0346)	0.120*** (0.0243)
Observations	77	77	77
R-squared		0.403	0.106
Number of name	7	7	

Standard errors in parentheses

**** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$*

Nguồn: Tổng hợp kết quả từ phần mềm STATA

Kết quả nghiên cứu cho thấy một số biến độc lập có ảnh hưởng đáng kể đến tốc độ tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2015-2025. Nhìn chung, kết quả ước lượng từ mô hình FEM và REM có sự tương đồng về dấu và chiều tác động của các biến, phản ánh tính ổn định tương đối của mô hình nghiên cứu. Tuy nhiên, do mô hình xuất hiện hiện tượng phương sai sai số thay đổi nên nghiên cứu sử dụng sai số chuẩn hiệu chỉnh Robust nhằm nâng cao độ tin cậy của kết quả ước lượng.

Biến đòn bẩy tài chính (X1) có hệ số hồi quy âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho thấy việc gia tăng sử dụng nợ vay làm suy giảm tốc độ tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết. Kết quả này phản ánh thực tế rằng trong bối cảnh áp lực lãi suất, biến động thị trường tài chính và yêu cầu về an toàn vốn ngày càng lớn sau đại dịch Covid-19, việc phụ thuộc quá nhiều vào nợ vay có thể làm gia tăng chi phí tài chính, làm hạn chế khả năng tái đầu tư và mở rộng hoạt động trong dài hạn. Điều này cho thấy tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp bảo hiểm hiện nay cần dựa nhiều hơn vào năng lực tài chính nội tại và hiệu quả quản trị rủi ro thay vì mở rộng quy mô thông qua đòn

bẩy tài chính. Kết quả này phù hợp với lý thuyết đánh đổi (Trade-off Theory) và tương đồng với nghiên cứu của Frank và Goyal (2009) khi cho rằng việc sử dụng nợ vay quá mức có thể làm gia tăng rủi ro tài chính và ảnh hưởng tiêu cực đến sự ổn định dài hạn của doanh nghiệp.

Biến an toàn vốn (X2) có hệ số hồi quy âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10%, cho thấy việc duy trì tỷ lệ vốn chủ sở hữu quá cao có thể làm giảm khả năng tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp bảo hiểm. Trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng lớn và hiệu quả đầu tư của ngành bảo hiểm chịu nhiều áp lực, việc nắm giữ lượng vốn lớn nhưng khai thác chưa hiệu quả có thể làm suy giảm tốc độ tăng trưởng dài hạn. Kết quả này cho thấy doanh nghiệp bảo hiểm không chỉ cần đảm bảo an toàn vốn mà còn phải tối ưu hiệu quả sử dụng vốn để duy trì tăng trưởng bền vững. Điều này cũng tương đồng với quan điểm của Berger và Bouwman (2013) khi cho rằng mức vốn quá cao tuy giúp tăng khả năng chống chịu rủi ro nhưng đồng thời có thể làm suy giảm hiệu quả hoạt động và hạn chế tăng trưởng của doanh nghiệp.

Biến tác động của dịch Covid-19 (X9) có hệ số hồi quy dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%, cho thấy Covid-19

có tác động cùng chiều đến khả năng tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu. Mặc dù đại dịch gây nhiều khó khăn cho nền kinh tế trong ngắn hạn, nhưng về dài hạn lại góp phần nâng cao nhận thức của người dân về quản trị rủi ro, bảo vệ sức khỏe và an toàn tài chính, qua đó thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm bảo hiểm. Đồng thời, Covid-19 cũng tạo động lực để doanh nghiệp bảo hiểm đẩy mạnh chuyển đổi số và nâng cao năng lực quản trị rủi ro. Tuy nhiên, kết quả này trái ngược với nghiên cứu của Swiss Re Institute (2020), cho thấy tác động của Covid-19 có thể khác nhau tùy theo đặc điểm từng thị trường và giai đoạn nghiên cứu.

Đối với biến lạm phát (X6), kết quả nghiên cứu cho thấy biến này không có ý nghĩa thống kê trong giai đoạn 2015-2025, hàm ý chưa có đủ bằng chứng để khẳng định lạm phát tác động rõ ràng đến khả năng tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp bảo hiểm. Kết quả này cũng tương đồng với quan điểm của Fisher (1930) và Fama (1981) khi cho rằng tác động của lạm phát đến hoạt động doanh nghiệp thường mang tính gián tiếp và phụ thuộc nhiều vào khả năng thích ứng của nền kinh tế cũng như doanh nghiệp.

Đối với biến thuế (X8), hệ số hồi quy mang dấu dương nhưng không có ý nghĩa thống kê, cho thấy chưa có đủ bằng chứng để khẳng định thuế tác động trực tiếp đến khả năng tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp bảo hiểm. Điều này cũng phù hợp với quan điểm của Modigliani & Miller (1963) khi cho rằng lợi ích từ lá chắn thuế chỉ phát huy hiệu quả khi doanh nghiệp sử dụng vốn hợp lý và duy trì được hiệu quả hoạt động.

VI. Kết luận

Kết quả nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn có ảnh hưởng đáng kể đến khả năng tăng trưởng bền vững của các doanh nghiệp bảo hiểm niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015-2025. Trong đó, đòn bẩy tài chính tác động tiêu cực đến tăng trưởng bền vững, trong khi việc duy trì tỷ lệ vốn chủ sở hữu quá cao cũng chưa chắc mang lại hiệu quả tích cực nếu doanh nghiệp sử dụng vốn kém hiệu quả. Điều này cho thấy doanh nghiệp bảo hiểm cần xây dựng cấu trúc vốn hợp lý, cân bằng giữa an toàn tài chính và hiệu quả sử dụng vốn nhằm duy trì tăng trưởng dài hạn.

Bên cạnh đó, Covid-19 có tác động cùng chiều đến khả năng tăng trưởng bền vững thông qua việc thúc đẩy nhu cầu bảo hiểm và chuyển đổi số của ngành. Trong khi đó, lạm phát và thuế chưa cho thấy tác động rõ ràng về mặt thống kê, hàm ý rằng tăng trưởng bền vững của doanh nghiệp bảo hiểm chịu ảnh hưởng lớn hơn từ các yếu tố nội tại như năng lực tài chính, hiệu quả đầu tư và khả năng quản trị rủi ro.

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu, các doanh nghiệp bảo hiểm cần kiểm soát hợp lý mức độ sử dụng nợ vay nhằm hạn chế áp lực chi phí tài chính và nâng cao khả năng chống chịu rủi ro trong bối cảnh thị trường còn nhiều biến động. Đồng thời, các doanh nghiệp cũng cần nâng cao hiệu quả sử dụng vốn thông qua tối ưu danh mục đầu tư, cải thiện hiệu suất sinh lời của quỹ dự phòng bảo hiểm và hạn chế tình trạng vốn nhàn rỗi. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp cần tận dụng xu hướng gia tăng nhu cầu bảo hiểm sau đại dịch để đẩy mạnh chuyển đổi số, đa dạng hóa các sản phẩm bảo hiểm sức khỏe và quản trị rủi ro, đồng thời tăng cường ứng dụng công nghệ

trong hoạt động khai thác, thẩm định và bồi thường bảo hiểm nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động và khả năng cạnh tranh.

Đối với cơ quan quản lý nhà nước, cần tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý theo hướng nâng cao an toàn tài chính và hiệu quả giám sát đối với các doanh nghiệp bảo hiểm. Việc đẩy mạnh áp dụng mô hình vốn dựa trên rủi ro (RBC), thúc đẩy triển khai chuẩn mực IFRS 17 và hoàn thiện hành lang pháp lý cho chuyển đổi số sẽ góp phần nâng cao tính minh bạch tài chính, khả năng chống chịu rủi ro và năng lực phát triển bền vững của ngành bảo hiểm Việt Nam.

Tài liệu tham khảo

- Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, Z. (2011). Sustainable growth rate and firm performance: Evidence from Iran stock exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 2(23), 249-255.
- Berger, A. N., & Bouwman, C. H. S. (2013). How does capital affect bank performance during financial crises? *Journal of Financial Economics*, 109(1), 146-176. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.008>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2019). *Fundamentals of financial management* (15th ed.). Cengage Learning.
- Chen, S.-S., Gupta, A., Hsu, C.-H., & Lee, C.-F. (2013). Are firms with optimal capital structure more likely to grow? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5083-5091. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.004>
- Fama, E. F. (1981). Stock returns, real activity, inflation, and money. *The American Economic Review*, 71(4), 545-565.
- Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. Macmillan.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Higgins, R. C. (1977). How much growth can a firm afford? *Financial Management*, 6(3), 7-16. <https://doi.org/10.2307/3665251>
- Isnurhadi, I., Kurniawan, R., Widiyanti, M., Adam, M., & Putri, R. I. (2022). The effect of financial risk on sustainable growth rate: Evidence from ASEAN banks. *Sustainability*, 14(15), 9564. <https://doi.org/10.3390/su14159564>
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan.
- Le, T. P. V., & Phan, T. B. N. (2017). Capital structure and firm performance: Evidence from a frontier market. *Research in International Business and Finance*, 42, 710-726. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- Mishkin, F. S. (2016). *The economics of money, banking, and financial markets* (11th ed.). Pearson.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). The Impact of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97-105.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>

Tran, V. H., Tran, P. T., & Vu, H. D. (2024). Impact of capital structure on profitability of Vietnamese insurance companies. *Journal of Science Hanoi Open University*. <https://doi.org/10.59266/houjs.2024.440>

Swiss Re Institute. (2020). *Reinsurance in the time of COVID-19: Global resilience contingent on adequate capital buffers and public-private partnerships* (Sigma No. 7/2020). Swiss Re. https://www.swissre.com/dam/jcr:d059a8c6-1546-42ee-884c-25bef8af15c8/sigma%207%202020_lite.pdf

THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON THE SUSTAINABLE GROWTH RATE OF LISTED INSURANCE COMPANIES IN VIETNAM

Tran Phuong Thao¹, Nguyen Khanh Vy¹, Nguyen Khanh Linh¹

Abstract: *Capital structure plays an important role in the operational efficiency and sustainable growth of insurance companies. In the context of increasing capital adequacy and solvency requirements, optimizing the capital structure not only improves financial performance but also helps maintain long-term growth. This study examines the factors affecting the sustainable growth of listed insurance companies in Vietnam during 2015-2025 using the Sustainable Growth Rate (SGR) indicator. The results indicate that financial leverage and capital adequacy negatively affect SGR, while Covid-19 has a positive effect; meanwhile, inflation and taxation do not have significant effects. The findings imply that sustainable growth depends not only on business expansion but also on managerial efficiency and firms' adaptability to market fluctuations.*

Keywords: *capital structure, sustainable growth, insurance companies, SGR, regression model*

¹ Hanoi Open University, Hanoi, Vietnam