

Cấu trúc vốn và tính bền vững các hoạt động tài chính vi mô Việt Nam

Trương Quang Thông¹, Phan Thanh Bình^{2,*}, Nguyễn Thanh Liêm³



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

TÓM TẮT

Bài viết này phân tích tác động của cấu trúc vốn đến tính bền vững các hoạt động TCVM Việt Nam (2006-2019). Dữ liệu phục vụ nghiên cứu do MIX Market cung cấp. Kết quả hồi quy với mô hình ảnh hưởng cố định FEM và System GMM cho thấy mối quan hệ tích cực giữa các thành phần cấu trúc vốn và tính bền vững của các hoạt động TCVM Việt Nam (OSS). Mối quan hệ tích cực này cho thấy, cấu trúc vốn có vai trò đặc biệt quan trọng đối với tính bền vững các hoạt động TCVM Việt Nam. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tìm thấy mối quan hệ phi tuyến, trong đó thể hiện các nguồn vốn chủ yếu có tác động tích cực đến tính bền vững của các hoạt động TCVM Việt Nam khi ở các tỷ lệ cao. Đặc biệt, vốn chủ sở hữu có tác động tích cực ổn định ở cả mức cao và thấp, trong khi vốn khác có tác động không vững. Các tổ chức TCVM Việt Nam nên tận dụng tối đa các nguồn vốn hoạt động (đặc biệt là nguồn vốn huy động từ tiền gửi tiết kiệm và vốn vay thương mại) nhằm gia tăng tính bền vững. Mặc dù còn phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn chủ sở hữu (vốn góp ban đầu, vốn trợ cấp), các tổ chức TCVM đang có xu hướng hướng đến nguồn vốn thị trường (tiền gửi tiết kiệm, vốn vay) nhằm giảm bớt sự phụ thuộc vào nguồn vốn trợ cấp. Đây cũng là cơ sở để chúng tôi đưa ra một số hàm ý chính sách nhằm nâng cao tính bền vững các hoạt động TCVM Việt Nam ở cuối bài viết.

Từ khoá: Tài chính vi mô, cấu trúc vốn, bền vững

GIỚI THIỆU

Vấn đề cấu trúc vốn tối ưu đã thu hút quan tâm của nhiều nhà khoa học khắp nơi trên thế giới. Theo Modigliani & Miller, với sự hiện diện của thuế thu nhập doanh nghiệp, người ta thấy rằng giá trị doanh nghiệp tăng lên cùng với nợ vay vì các khoản nợ vay có một lá chắn lợi ích về thuế¹. Nợ vay làm gia tăng giá trị doanh nghiệp nhưng nó cũng có thể làm gia tăng rủi ro và chi phí phá sản, đặc biệt là khi lợi nhuận của doanh nghiệp thấp và không ổn định. Do đó, cần có cấu trúc vốn hợp lý để khai thác được các lợi ích của nợ trong khi hạn chế các rủi ro kèm theo. Ngưỡng nợ thường được gọi là cấu trúc vốn tối ưu, trong đó nợ được kỳ vọng sẽ mang lại lợi ích thuế tối đa². Nếu vượt quá ngưỡng này, gánh nặng chi phí của nợ và tài trợ vốn chủ sở hữu có thể triệt tiêu lợi ích từ nợ, thậm chí còn khiến công ty có thể bị phá sản³. Rõ ràng, giá trị doanh nghiệp có sự liên kết chặt chẽ với cấu trúc vốn.

Theo báo cáo Consultive Group to Assist the Poor (CGAP), tài chính vi mô là việc cung cấp các dịch vụ tài chính cơ bản đáp ứng nhu cầu của người nghèo bao gồm: dịch vụ gửi tiết kiệm, tín dụng, lương hưu, chuyển tiền, bảo hiểm...; và các tổ chức có hoạt động kinh doanh chính là cung cấp các dịch vụ tài chính vi mô như tiền gửi, cho vay, dịch vụ thanh toán, chuyển

tiền và bảo hiểm cho các hộ gia đình nghèo và thu nhập thấp và các doanh nghiệp siêu nhỏ của họ được gọi là tổ chức tài chính vi mô⁴. Các tổ chức tài chính vi mô (TCVM) có nguồn vốn bao gồm vốn chủ sở hữu, vốn huy động từ tiền gửi tiết kiệm, vốn vay và nợ khác. Do đó, họ cũng cần có cấu trúc vốn phù hợp phục vụ cho hoạt động đầu tư (cho vay) của họ. Các tổ chức TCVM chỉ có thể mở rộng hoạt động và cung cấp dịch vụ tài chính với quy mô lớn hơn cho khách hàng mục tiêu của họ trên cơ sở bền vững và hiệu quả^{5,6}. Ledgerwood cho rằng có hai loại bền vững đối với các tổ chức TCVM: Tự bền vững về hoạt động (OSS) và tự bền vững về tài chính (FSS)⁷. Trong nghiên cứu này, chúng tôi sử dụng chỉ số OSS để đánh giá tính bền vững về tài chính của các tổ chức TCVM tại Việt Nam. Tự bền vững về hoạt động (OSS) thể hiện mối quan hệ giữa thu nhập hoạt động và tổng chi phí hoạt động, bao gồm chi phí tài chính, chi phí hoạt động và dự phòng rủi ro cho vay. Chỉ số OSS này được sử dụng để đánh giá xem liệu các tổ chức TCVM đã tự trang trải được các chi phí hoạt động bằng thu nhập hoạt động hay chưa^{7,8}. Các tổ chức TCVM được xem là bền vững hoạt động nếu OSS > 100%⁹⁻¹².

Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và tính bền vững của TCVM thu hút sự quan tâm của nhiều nhà nghiên cứu, các nhà quản lý và các nhà hoạch định chính

¹Trường Đại học Kinh Tế TP.HCM, Việt Nam

²Trường Đại học Nguyễn Tất Thành, Việt Nam

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

Liên hệ

Phan Thanh Bình, Trường Đại học Nguyễn Tất Thành, Việt Nam

Email: ptbinh@ntt.edu.vn

Lịch sử

- Ngày nhận: 22/08/2021
- Ngày chấp nhận: 16/3/2022
- Ngày đăng: 28/5/2022

DOI: 10.32508/stdjelm.v6i2.922



Bản quyền

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



Trích dẫn bài báo này: Thông T Q, Bình P T, Liêm N T. **Cấu trúc vốn và tính bền vững các hoạt động tài chính vi mô Việt Nam.** *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 6(2):2530-2539.

sách. Nhiều công trình nghiên cứu thực nghiệm về cấu trúc vốn và tính bền vững TCVM đã được thực hiện. Một số nhà nghiên cứu cho rằng có mối quan hệ tích cực^{6,13,14}. Tuy nhiên, các nghiên cứu khác đưa ra bằng chứng về mối quan hệ tiêu cực^{12,15,16}. Một số nghiên cứu khác lại cho rằng không có mối quan hệ giữa hai yếu tố này^{8,17}. Do đó, các nghiên cứu trước đây chưa đưa ra câu trả lời xác định về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và tính bền vững các hoạt động TCVM. Ngoài ra, các nghiên cứu trước đây chưa xem xét sự tồn tại của mối quan hệ phi tuyến trong tác động của cấu trúc vốn đến tính bền vững của các TCVM. Do đó, nghiên cứu này sẽ xem xét mối quan hệ này tại Việt Nam, từ đó rút ra một số hàm ý chính sách nhằm góp phần nâng cao tính bền vững các hoạt động TCVM tại Việt Nam. Lý do tác giả lựa chọn thị trường Việt Nam là vì thị trường tài chính ở quốc gia này vẫn chưa phát triển mạnh mẽ, do đó sự đa dạng hóa các nguồn tài chính, trong đó có TCVM, mang ý nghĩa rất quan trọng. Trong khi đó, vẫn chưa có nghiên cứu nào xem xét tác động của cấu trúc vốn đến tính bền vững của các TCVM tại Việt Nam.

Phần còn lại của bài viết này được thiết kế như sau: Phần 2 trình bày cơ sở lý thuyết, tổng quan nghiên cứu. Phương pháp nghiên cứu được trình bày trong phần 3. Tiếp theo, phần 4 trình bày về kết quả nghiên cứu và cuối cùng, phần 5, thảo luận kết quả và rút ra một số hàm ý chính sách.

CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ TỔNG QUAN NGHIÊN CỨU

Cơ sở lý thuyết

Nền tảng lý thuyết giải thích cho các kết quả nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp hay khả năng sinh lời, tính bền vững của các tổ chức TCVM chủ yếu dựa vào lý thuyết đánh đổi và lý thuyết trật tự phân hạng. Giá trị doanh nghiệp tăng lên cùng với nợ vay, vì các khoản nợ vay có một lá chắn lợi ích về thuế¹. Tuy nhiên, nợ vay cũng có thể làm gia tăng rủi ro và chi phí phá sản, đặc biệt là khi lợi nhuận của doanh nghiệp thấp và không ổn định^{18,19}. Do đó, lý thuyết đánh đổi yêu cầu về sự cân bằng giữa các lợi thế về thuế của nợ vay và các chi phí của kiệt quệ tài chính, từ đó cho rằng tồn tại mức nợ mục tiêu mà doanh nghiệp hướng đến^{2,3}.

Trong lĩnh vực TCVM, lý thuyết đánh đổi giải thích rằng tỷ lệ nợ mục tiêu khác nhau giữa các tổ chức TCVM, tùy thuộc vào lợi nhuận, chi phí và nhiều yếu tố khác (như khả năng huy động nguồn vốn, kế hoạch kinh doanh, mức độ tiếp cận khách hàng). Các tổ chức TCVM có lợi nhuận ổn định với nhiều tài sản hữu hình và nhiều thu nhập chịu thuế có thể được

khấu trừ nên có tỷ lệ nợ mục tiêu cao. Trái lại, các tổ chức TCVM không sinh lợi, ít tài sản hữu hình nên có tỷ lệ nợ mục tiêu thấp. Mặt khác, các tổ chức TCVM có đòn bẩy cao có thể hoạt động tốt hơn bằng cách tận dụng lợi thế về quy mô kinh tế và nâng cao khả năng hoạt động để thúc đẩy lợi nhuận gia tăng.

Bên cạnh lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trật tự phân hạng cũng rất phổ biến trong việc giải thích mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp². Lý thuyết trật tự phân hạng cho rằng, các doanh nghiệp ưu tiên tài trợ bằng nguồn vốn nội bộ hơn vốn bên ngoài và khi có nhu cầu tài trợ từ nguồn vốn bên ngoài, doanh nghiệp ưu tiên chọn nợ hơn vốn cổ phần, vì sự bất cân xứng thông tin dẫn đến việc định giá vốn cổ phần sai, làm giảm giá trị cổ đông hiện hữu^{2,20}. Điều này giải thích tại sao các doanh nghiệp có khả năng sinh lời cao thường có đòn bẩy tài chính thấp, không phải họ có tỷ lệ nợ mục tiêu thấp mà vì họ không cần nguồn vốn bên ngoài. Trái lại, các doanh nghiệp có khả năng sinh lời ít, thường phát hành nợ vì họ không có nguồn vốn nội bộ đủ tài trợ cho các quyết định đầu tư của họ; khi đó, tài trợ nợ đứng đầu trong trật tự phân hạng của tài trợ từ bên ngoài²¹.

Tổng quan các nghiên cứu trước

Cho đến nay đã có nhiều công trình nghiên cứu về mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp, nhưng các kết quả nghiên cứu vẫn còn nhiều tranh luận. Các nghiên cứu của Hadlock và James, Jermias, Margaritis và Psillaki, và Uremadu đã tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa nợ và giá trị/ hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp²²⁻²⁵. Trong khi đó, Fama và French, Chiang và cộng sự, Cassar và Holmes, Chakraborty, và Salim và Yadav lại đưa ra bằng chứng về mối quan hệ tiêu cực giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động, khả năng sinh lời của doanh nghiệp²⁶⁻³⁰. Đối với các TCVM, hiện cũng đã có nhiều nghiên cứu về mối tương quan giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của các tổ chức TCVM. Do đặc thù riêng, để đo lường hiệu quả hoạt động của các tổ chức TCVM, ngoài các chỉ tiêu thường được sử dụng như ROA, ROE, các nhà nghiên cứu còn dùng chỉ số bền vững. Các nghiên cứu sử dụng hai mức độ bền vững: bền vững về hoạt động (OSS) và bền vững về tài chính (FSS)⁷. Trong đó, thước đo cơ bản và được sử dụng phổ biến về tính bền vững của một tổ chức TCVM là OSS⁸.

Bogan và cộng sự cho thấy các thành phần cấu trúc vốn (trừ tỷ lệ tiền gửi tiết kiệm trên tổng tài sản) có tác động tiêu cực đến bền vững tài chính¹². Kết quả về tác động không có ý nghĩa thống kê của tiền gửi tiết kiệm đến tính bền vững được Hartarska và Nadolnyak ghi nhận¹³. Tuy nhiên, các tác giả này lại đưa ra

bằng chứng về mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ nợ trên tổng tài sản và tính bền vững tài chính. Kinde kết luận rằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản không có mối quan hệ đáng kể với tính bền vững tài chính nhưng các nguồn tài trợ trên tổng tài sản và tính bền vững tài chính có mối quan hệ tiêu cực tại Ethiopia³¹. Ngo trong một nghiên cứu về cấu trúc tài chính và khả năng sinh lời của các tổ chức TCVM, bằng phân tích hồi quy dữ liệu đa quốc gia, đã đưa ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy các tổ chức có sử dụng đòn bẩy tài chính càng cao, khả năng sinh lời và tính bền vững thấp⁶. Kết quả hồi quy cho thấy mối quan hệ tích cực giữa nợ và tính bền vững cho mẫu nghiên cứu tại Việt Nam. Tuy nhiên, Tehulu cho rằng nợ không có mối tương quan với tính bền vững khi phân tích dữ liệu của các tổ chức TCVM tại Đông Phi³². Hossain và Khan đưa ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy mối quan hệ tiêu cực giữa tỷ lệ vốn chủ sở hữu và tính bền vững tài chính, tuy nhiên, phân tích hồi quy cho thấy đòn bẩy tài chính (tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu) không có mối quan hệ với tính bền vững¹⁷. Bayai cho thấy, tỷ lệ vốn chủ sở hữu có mối quan hệ tích cực với tính bền vững tài chính, tỷ lệ vốn vay, vốn trợ cấp có mối quan hệ tiêu cực và tỷ lệ tiền gửi tiết kiệm không có mối quan hệ với tính bền vững tài chính¹⁶.

Gần đây, bằng phân tích hồi quy GMM với dữ liệu nghiên cứu từ 443 tổ chức TCVM tại 108 quốc gia, Githaiga tìm thấy mối quan hệ tiêu cực giữa đòn bẩy tài chính và tính bền vững tài chính của các tổ chức TCVM³³. Trong một nghiên cứu khác cho Việt Nam, Lê & cộng sự phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến tính bền vững của các tổ chức TCVM, và cho thấy cấu trúc vốn cũng là nhân tố có ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê³⁴. Remer & Kattilakoski đánh giá các nhân tố ảnh hưởng đến tính bền vững của các TCVM tại châu Phi, nhưng đáng ngạc nhiên là nghiên cứu này không đưa vào phân tích nhân tố về cấu trúc vốn³⁵.

Cấu trúc vốn có ý nghĩa rất quan trọng đối với khả năng sinh lời và tính bền vững của các hoạt động TCVM, nhưng đến nay vẫn còn nhiều tranh luận về mối quan hệ giữa các thành phần trong cấu trúc vốn và tính bền vững tài chính. Ngoài ra, các nghiên cứu trước đây chưa xét đến ngưỡng tác động của các thành phần của cấu trúc vốn đến tính bền vững của các hoạt động TCVM. Do đó, nghiên cứu chuyên sâu về cấu trúc vốn và tính bền vững các hoạt động TCVM là cần thiết, nhằm giúp các nhà quản lý, nhà điều hành tại các tổ chức TCVM, các nhà thực hiện chính sách có thêm gợi ý về định hướng phát triển, thay đổi cấu trúc vốn của các tổ chức TCVM theo hướng phù hợp nhằm tăng tính bền vững của các hoạt động TCVM.

Giả thuyết nghiên cứu

Hầu hết các tổ chức TCVM khởi nghiệp với tư cách là tổ chức phi chính phủ, hoạt động dựa vào các khoản trợ cấp và các khoản vay ưu đãi từ các nhà tài trợ và các tổ chức tài chính quốc tế đóng vai trò là nguồn vốn rủi ro chính cho lĩnh vực TCVM. Khi đó, vốn chủ sở hữu đóng vai trò là nguồn vốn chính, phục vụ cho các hoạt động TCVM³⁶.

Khi các tổ chức TCVM hoạt động bắt đầu có lợi nhuận, dù vẫn phải tiếp tục dựa vào nguồn vốn trợ cấp, vốn vay ưu đãi để hoạt động, để gia tăng nguồn vốn, mở rộng mạng lưới hoạt động, các tổ chức TCVM có xu hướng hướng đến nguồn vốn thương mại³⁷. Các quyết định cấu trúc vốn liên quan đến sự đánh đổi lợi nhuận - rủi ro, và điều này cũng có nghĩa là có một ngưỡng nợ, theo đó giá trị của các công ty là tối đa. Ngưỡng nợ thường được gọi là cấu trúc vốn tối ưu, trong đó nợ được kỳ vọng sẽ mang lại lợi ích thuế tối đa². Nếu vượt quá ngưỡng này, gánh nặng chi phí của nợ và tài trợ vốn chủ sở hữu có thể triệt tiêu lợi nhuận của công ty, thậm chí công ty có thể bị phá sản³. Do đó, chúng tôi kỳ vọng, nguồn vốn chủ sở hữu, vốn thương mại (gồm tiền gửi tiết kiệm, nợ vay) có tác động tích cực đến tính bền vững tài chính của các hoạt động TCVM. Đối với nợ khác, theo lý thuyết trật tự phân hạng, chúng tôi dự đoán nó có mối quan hệ tiêu cực với tính bền vững, bởi vì rất có thể “nợ khác” bao gồm các khoản nợ có chi phí sử dụng vốn cao do các tổ chức TCVM không thể tiếp cận nguồn vốn giá rẻ (tiền gửi tiết kiệm và vốn vay) và phải đi vay “nợ khác” với chi phí rất cao để đáp ứng nguồn vốn hoạt động và do đó, tác động tiêu cực đến tính bền vững.

Các nghiên cứu trước đây đã cho thấy, cấu trúc vốn tác động tích cực đến giá trị công ty^{22,25,38}. Trong bối cảnh các hoạt động TCVM, quyết định cấu trúc vốn có ý nghĩa quan trọng đối với tính bền vững tài chính. Trên thực tế, nhiều công trình nghiên cứu đã chỉ ra rằng, nguồn vốn tiết kiệm mới là nguồn vốn bền vững và các tổ chức lớn nhất, bền vững nhất trong TCVM chủ yếu dựa vào nguồn vốn tiết kiệm^{5,7,39,40}. Hartarska và Nadolnyak, Coleman, và Ngo tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản và bền vững tài chính; Parvin và cộng sự, Bayai, và Nyamsogoro tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ vốn chủ sở hữu với tính bền vững các hoạt động TCVM^{6,13,14,41}.

Do đó, dựa trên khung lý thuyết và nghiên cứu thực nghiệm, giả thuyết được kiểm tra là:

- H₁ : Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (EA) có mối quan hệ tích cực với OSS

- H_2 : Tỷ lệ tiền gửi trên tổng tài sản (DA) có mối quan hệ tích cực với OSS
- H_3 : Tỷ lệ vốn vay trên tổng tài sản (BA) có mối quan hệ tích cực với OSS
- H_4 : Tỷ lệ nợ khác trên tổng tài sản (OA) có mối quan hệ tiêu cực với OSS
- H_5 : Có thể tồn tại mối quan hệ phi tuyến giữa các tỷ lệ nguồn vốn và OSS

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Dữ liệu nghiên cứu

Hiện nay, nguồn dữ liệu TCVM tại Việt Nam chưa được nhiều tổ chức cung cấp. Số liệu chính thống về các hoạt động TCVM chủ yếu do Nhóm Công tác TCVM Việt Nam (VMFWG) cung cấp. Tuy nhiên, số liệu không được công bố đầy đủ và để có thể thu thập được bộ dữ liệu tương đối phục vụ cho bài viết này, chúng tôi sử dụng bộ dữ liệu TCVM do MIX Market cung cấp, thống nhất với những nghiên cứu trước^{6,8,12,13,16}. Ngoài ra, dữ liệu cập nhật mới nhất do MIX Market chỉ đến Quý 2/2019 và trong năm 2019, chỉ có 2 tổ chức TCVM gửi dữ liệu cập nhật thông tin là TYM và Thanh Hoa MFI. Điều này phần nào gây khó khăn trong việc tổng hợp thông tin nghiên cứu. Tuy nhiên, điều này đã được xem là bản chất của phân tích TCVM^{6,8,16}. Đây cũng là hạn chế khách quan của nghiên cứu này. Do đó, dữ liệu phục vụ nghiên cứu này do MIX Market cung cấp, gồm 42 tổ chức TCVM tại Việt Nam, được thu thập từ năm 2006 đến năm 2019.

Dữ liệu TCVM phục vụ cho nghiên cứu này được từ MIX Market, tại: www.mixmarket.org

Xây dựng biến

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu nói trên, tác giả tập trung phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và tự vững về hoạt động (OSS) của các hoạt động TCVM tại Việt Nam nhằm tìm hiểu tác động của cấu trúc vốn đến OSS. Các biến nghiên cứu được thiết kế gồm biến phụ thuộc là OSS; biến độc lập gồm các biến cấu trúc vốn: tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (EA), tỷ lệ tiền gửi trên tổng tài sản (DA), tỷ lệ vốn vay trên tổng tài sản (BA) và tỷ lệ nợ khác trên tổng tài sản (OA). Các biến cấu trúc vốn này đã các nghiên cứu trước sử dụng^{5,12,13,16}. Các biến đại diện cho đặc điểm của tổ chức TCVM: tuổi (số năm hoạt động) của các tổ chức TCVM (biến giả), quy mô khoản vay bình quân trên mỗi khách hàng vay vốn (ALSPB) và tổng danh mục cho vay (GLP), các biến này được tác giả sử dụng thống nhất với các nghiên cứu trước đây^{8,12,16,40,41}. Cuối cùng, tác giả sử dụng các biến đại diện cho yếu tố

kinh vĩ mô gồm tốc độ tăng trưởng GDP (biến GDP) và tỷ lệ lạm phát hàng năm (INF)^{5,13,42}.

Tuổi (số năm hoạt động) của tổ chức TCVM được phân loại thành 03 nhóm (mới, trẻ và trưởng thành) dựa trên số năm hoạt động, được tính bằng khoảng cách từ năm mới bắt đầu hoạt động TCVM và năm tổ chức đó cung cấp thông tin hoạt động^{12,16,37}:

- Mới (New) : 0 – 4 năm;
- Trẻ (Young) : 5 – 8 năm;
- Trưởng thành (Mature) : > 8 năm

Phương pháp phân tích số liệu

Đầu tiên, hồi quy OLS được sử dụng để kiểm tra mối tương quan giữa các biến. Sau đó, chúng tôi thực hiện kiểm định xem kết quả hồi quy OLS có tồn tại các khiếm khuyết gì không bằng cách lần lượt thực hiện các kiểm định đa cộng tuyến, kiểm định phương sai thay đổi và kiểm định hiện tượng tự tương quan. Đa cộng tuyến nếu có xảy ra ($VIF > 2$) sẽ được khắc phục bằng cách xem xét lại vai trò của (các) biến độc lập để loại bỏ tác nhân gây ra hiện tượng đa cộng tuyến (loại bỏ biến). Đối với tất cả các mô hình trong nghiên cứu, tác giả thực hiện kiểm định nhằm phát hiện vấn đề đa cộng tuyến và kết quả đều cho thấy $VIF < 2$, nghĩa là vấn đề đa cộng tuyến không đáng lo ngại trong nghiên cứu này.

Để kiểm tra tính vững của các kết quả nghiên cứu, ngoài mô hình ảnh hưởng cố định, nghiên cứu này sử dụng thêm mô hình System GMM^{33,42-44}. Thứ nhất, đây là phương pháp xử lý được vấn đề nội sinh do các mối quan hệ đồng thời hoặc nhân quả ngược giữa các biến^{33,44}. Thứ hai, tác giả sử dụng mô hình động, nghĩa là giá trị kỳ trước của biến phụ thuộc giúp dự báo giá trị kỳ sau của biến này, và đây là giả định khá phù hợp cũng như đã được sử dụng trong một số nghiên cứu³³. Mô hình này phát sinh vấn đề cần xử lý nội sinh do sử dụng biến trễ của biến phụ thuộc trong mô hình như một biến giải thích. Điều này dẫn đến nhu cầu sử dụng System GMM để khắc phục vấn đề này.

Mô hình nghiên cứu

Để trả lời cho các câu hỏi nghiên cứu, chúng tôi xây dựng mô hình nghiên cứu như sau:

- **Mô hình tuyến tính về mối quan hệ của cấu trúc vốn và tính bền vững các hoạt động TCVM**

$$OSS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EA_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 BA_{it} + \alpha_4 OA_{it} + \alpha_5 Age_{it} + \alpha_6 ALSPB_{it} + \alpha_7 GLP_{it} + \alpha_8 GDP_{it} + \alpha_9 INF_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

- **Mô hình phi tuyến về mối quan hệ của cấu trúc vốn và tính bền vững các hoạt động TCVM**

$$\begin{aligned} OSS_{it} = & \beta_0 + \beta_1 EA_{it} + \beta_2 EA_{it}^2 + \beta_3 DA_{it} \\ & + \beta_4 DA_{it}^2 + \beta_5 BA_{it} + \beta_6 BA_{it}^2 + \beta_7 OA_{it} + \\ & \beta_8 OA_{it}^2 + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} ALSPB_{it} \\ & + \beta_{11} GLP_{it} + \beta_{12} GDP_{it} + \beta_{13} INF_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

Trong đó, OSS: Tính bền vững tài chính của các hoạt động TCVM tại Việt Nam; EA: Tỷ lệ vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản (Equity to Assets, %); DA: Tỷ lệ tiền gửi trên tổng tài sản (Deposits to Assets, %); BA: Tỷ lệ vốn vay trên tổng tài sản (Borrowings to Assets, %); OA: Tỷ lệ nợ khác trên tổng tài sản (Other liabilities to Assets, %); Age: Tuổi (số năm hoạt động) của các TCTCVM; ALSPB: Quy mô khoản vay bình quân trên mỗi khách hàng vay vốn (Average Loan Size Per Borrower); GLP: Tổng danh mục cho vay (Gross Loan Portfolio); GDP: Tổng sản phẩm quốc nội (%); INF: Chỉ số lạm phát (%).

KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

Bảng 1 trình bày kết quả hồi quy với mô hình hiệu ứng cố định (cột FEM) và System GMM (cột GMM). Mô hình FEM tuy có thể khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và hiện tượng tự tương quan nhưng không thể xử lý tốt khi có hiện tượng nội sinh. Do đó, hồi quy với GMM hai bước sẽ cho kết quả nghiên cứu có tính vững cao hơn.

Kết quả hồi quy GMM (Bảng 1) cho thấy, tất cả các thành phần cấu trúc vốn (tỷ lệ vốn chủ sở hữu (EA), tỷ lệ tiền gửi tiết kiệm (DA), tỷ lệ vốn vay (BA) và tỷ lệ nợ khác (OA)) đều có tác động tích cực đến OSS. Trong đó, tỷ lệ vốn chủ sở hữu, tỷ lệ tiền gửi tiết kiệm và tỷ lệ vốn vay có tác động mạnh đến OSS (tại mức ý nghĩa 1%), tỷ lệ nợ khác tác động tích cực đến tính bền vững với mức ý nghĩa 10%. Kết quả này ủng hộ cho các giả thuyết H₁, H₂ và H₃ của chúng tôi. Mối quan hệ tích cực này nói lên rằng, sự gia tăng trong nguồn vốn chủ, tiền gửi tiết kiệm, vốn vay và nợ khác có tác dụng giúp tăng cường tính bền vững các hoạt động TCVM. Kết quả hồi quy này còn mang hàm ý rằng, các tổ chức TCVM Việt Nam tuy còn phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn chủ sở hữu (gồm góp ban đầu, vốn nhận tài trợ) nhưng có xu hướng hướng đến nguồn vốn thương mại và các nguồn vốn này đang có tác động tích cực đến tính bền vững của các hoạt động TCVM Việt Nam. Đối với giả thiết H₄ trong khi chúng tôi dự đoán tỷ lệ nợ khác có tương quan âm với OSS thì kết quả hồi quy cho thấy mối quan hệ này là tích cực. Điều này có thể là do tỷ lệ nợ khác bao gồm

các khoản nợ vay ưu đãi với mức lãi suất rất rẻ, thậm chí rẻ hơn lãi suất tiền gửi tiết kiệm, điều này giúp các tổ chức TCVM tiết kiệm được một khoản chi phí, gia tăng thu nhập và do đó có tác động làm gia tăng tính bền vững.

Kết quả nghiên cứu về mối quan hệ tích cực giữa cấu trúc vốn và tính bền vững trong nghiên cứu này phù hợp với nghiên cứu của Parvin và cộng sự, Bayai, Muriu, Nyamsogoro với biến đại diện là tỷ lệ vốn chủ sở hữu^{5,16,41,45}. Tuy nhiên, kết quả này trái với nghiên cứu khác^{12,17,31}. Mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ vốn vay và nợ khác với tính bền vững trong nghiên cứu này cũng tương đồng với nghiên cứu của Abrar và Javaid, Ngo, Muriu, Hartarska và Nadoluyak, và Coleman^{5,6,13,14,40}. Bên cạnh đó, một số nghiên cứu trước đây cho kết quả trái ngược với nghiên cứu này^{15,46}. Mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ tiền gửi tiết kiệm và tính bền vững trong nghiên cứu này nhận sự ủng hộ của Ledgerwood khi ông cho rằng các tổ chức lớn nhất, bền vững nhất trong TCVM chủ yếu dựa vào nguồn vốn tiết kiệm⁷. Ngoài ra, Hartarska và cộng sự, Abrar và Javaid và Muriu cũng đưa ra bằng chứng cho thấy mối quan hệ tích cực giữa tỷ lệ tiền gửi tiết kiệm và khả năng sinh lời của các tổ chức TCVM^{5,13,40}. Bên cạnh đó, một số nghiên cứu cho thấy không có mối quan hệ giữa tỷ lệ tiền gửi tiết kiệm và tính bền vững^{12,13,16}.

Bên cạnh đó, để kiểm tra tính vững của các kết quả trên, chúng tôi đã thực hiện ước lượng mối quan hệ này (giữa cấu trúc vốn và tính bền vững các hoạt động TCVM) với dữ liệu TCVM tại một số quốc gia Đông Nam Á (gồm Việt Nam, Philippines, Indonesia, Lào và Campuchia). Trong đó, chúng tôi sử dụng mô hình (1) và có tương tác biến giả Vietnam, trong đó nhận giá trị 1 nếu TCVM hoạt động ở Việt Nam, và 0 nếu không phải. Kết quả hồi quy cho thấy biến tương tác giữa biến giả Vietnam và các thành phần cấu trúc vốn có hệ số dương và có ý nghĩa thống kê (trừ biến tiền gửi tiết kiệm). Điều này cho thấy các tổ chức TCVM Việt Nam có khả năng quản lý nguồn vốn tốt so với trung bình của các quốc gia Đông Nam Á. Tóm lại, kết quả ước lượng khá tương đồng với kết quả ở bảng trên.

Kết quả mối quan hệ tích cực giữa cấu trúc vốn và tính bền vững trong nghiên cứu này cho thấy, dù còn phụ thuộc vào nguồn vốn chủ sở hữu, các tổ chức TCVM Việt Nam đang có xu hướng chuyển sang nguồn vốn thị trường. Kết quả này còn chứa đựng hàm ý rằng, trong điều kiện nguồn vốn trợ cấp ngày càng khan hiếm và để giảm dần sự phụ thuộc vào nguồn vốn trợ cấp, các tổ chức TCVM Việt Nam nên tiếp cận nguồn vốn thị trường (gồm tiền gửi tiết kiệm, nợ vay), vì các tổ chức TCVM Việt Nam dường như chưa tận dụng

Bảng 1: Kết quả hồi quy với tính bền vững các hoạt động TCVM tại Việt Nam sử dụng mô hình hiệu ứng cố định (cột FEM) và System GMM (cột GMM)

	FEM	GMM
par30	0.051 (0.164)	-1.230*** (0.275)
da	0.313 (0.305)	0.697*** (0.214)
ba	0.893** (0.268)	0.569*** (0.075)
ea	0.797*** (0.153)	1.013*** (0.194)
oa	0.708* (0.359)	1.034* (0.524)
age	-0.046 (0.091)	0.073*** (0.014)
alspb	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
glp	0.000*** (0.000)	0.000 (0.000)
inf	-0.282 (0.470)	0.582* * (0.255)
gdp	-3.110 (4.803)	-3.732** (1.576)
L1.oss		0.521*** (0.061)
Hệ số chặn	1.022** (0.338)	-0.065 (0.109)
AR(2) test p-value		0.805
Hansen test p-value		0.226

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. Số trong ngoặc là sai số chuẩn, *, ** và *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%.

hết các lợi thế của đòn bẩy tài chính và do đó, một sự thay đổi tỷ trọng vốn vay (gồm tiền gửi tiết kiệm, vốn vay và nợ khác) theo chiều hướng gia tăng sẽ có tác dụng khuếch đại hiệu quả sử dụng vốn, do đó làm tăng khả năng sinh lời và vì vậy giúp tăng cường tính bền vững (OSS).

Sau khi kiểm tra tương quan giữa OSS và các biến độc lập, đặc biệt là cấu trúc vốn, chúng tôi thực hiện kiểm tra xem liệu có tồn tại mối quan hệ phi tuyến (qua đó hàm ý có xuất hiện một ngưỡng nợ mục tiêu mà các TCVM hướng đến). Để giải quyết vấn đề này, chúng

tôi thực hiện kiểm tra mối quan hệ phi tuyến giữa cấu trúc vốn và OSS với mô hình FEM và system GMM (Bảng 2).

Bảng 2 cho thấy mối quan hệ phi tuyến giữa hầu hết các thành phần thuộc cấu trúc vốn và tính bền vững là tích cực với mức ý nghĩa 1% (ngoại trừ tỷ lệ nợ khác có tương quan tích cực với OSS nhưng không đủ mức ý nghĩa). Kết quả phi tuyến này cho thấy, nếu tỷ trọng các nguồn vốn này tăng cao sẽ có tác động tích cực và làm gia tăng tính bền vững OSS. Trong khi đó, ở mức thấp của các tỷ lệ các nguồn vốn này thì hiệu quả bền

vững không đáng kể. Kết quả này đã ủng hộ cho giả thiết H₅ về mối quan hệ phi tuyến của tác giả.

Kết hợp kết quả hồi quy tuyến tính tại Bảng 1 và hồi quy phi tuyến tại Bảng 2 cho thấy, sự thay đổi trong tỷ trọng vốn chủ sở hữu, nguồn vốn tiền gửi tiết kiệm, và vốn vay (nợ vay) theo chiều hướng gia tăng sẽ tác động tích cực và làm tăng tính bền vững của các hoạt động TCVM; các tổ chức TCVM Việt Nam đang hấp thu tốt các nguồn vốn này. Thị trường TCVM Việt Nam còn non trẻ, do đó, việc tăng cường nguồn vốn với chi phí hợp lý sẽ giúp các tổ chức TCVM gia tăng mức độ tiếp cận khách hàng cả về chiều rộng lẫn chiều sâu điều này có lợi cho tính bền vững. Tuy nhiên, trong điều kiện nguồn vốn chủ sở hữu (vốn góp ban đầu, vốn nhận tài trợ) ngày càng khan hiếm, nguồn vốn thị trường (tiền gửi tiết kiệm, vốn vay) tỏ ra hấp dẫn đối với các tổ chức TCVM.

KẾT LUẬN

Kết quả phân tích hồi quy tuyến tính với mô hình GMM cho thấy mối quan hệ tích cực giữa cấu trúc vốn và tính bền vững các hoạt động TCVM Việt Nam: các yếu tố tỷ trọng vốn chủ sở hữu (ea), tỷ trọng tiền gửi tiết kiệm (da), tỷ trọng vốn vay (ba) và nợ khác (oa) đều có tác động tích cực đến OSS. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tìm thấy mối quan hệ phi tuyến giữa các tỷ lệ nguồn vốn và tính bền vững của các hoạt động TCVM Việt Nam (trừ trường hợp các loại vốn khác), qua đó cho thấy các TCVM có thể gia tăng sử dụng nhiều hơn các loại vốn như vốn chủ sở hữu, vốn vay hoặc tiền gửi khách hàng để có thể đạt được mức bền vững cao hơn. Như vậy, cấu trúc vốn có vai trò đặc biệt quan trọng đối với tính bền vững các hoạt động TCVM Việt Nam. Các tổ chức TCVM Việt Nam nên tận dụng tối đa nguồn vốn phục vụ hoạt động, đặc biệt là nguồn vốn thị trường (gồm vốn huy động từ tiền gửi tiết kiệm và vốn vay thương mại), nhằm tăng tính bền vững. Việc chính thức hóa các tổ chức TCVM nhằm mở rộng phạm vi huy động vốn tiết kiệm, gia tăng nguồn vốn hoạt động, giảm dần sự phụ thuộc vào nguồn vốn trợ cấp đang ngày càng khan hiếm được xem là một trong những giải pháp hữu hiệu trong việc giải quyết vấn đề nguồn vốn hoạt động của các tổ chức TCVM. Bên cạnh đó, các tổ chức TCVM cũng có thể tăng cường nguồn vốn hoạt động từ kênh huy động vốn vay thương mại. Việc kết hợp đồng thời các nguồn vốn tiết kiệm và vốn vay thương mại, bên cạnh đa dạng hóa nguồn vốn huy động, tổ chức TCVM còn có thể pha trộn chúng với nhau nhằm làm giảm chi phí sử dụng vốn (tiền lãi phải trả cho việc sử dụng vốn tiết

kiệm, vốn vay), điều này sẽ có lợi cho tính bền vững. Ngoài ra, các tổ chức TCVM cũng nên giành sự quan tâm đặc biệt đến việc quản trị chất lượng nợ vay, đó cũng là một trong những giải pháp rất hiệu quả trong việc giảm nợ quá hạn, nợ xấu, nâng cao hiệu quả hoạt động và tính bền vững.

Nghiên cứu này có một số hạn chế. Hạn chế thứ nhất, như đã đề cập ở trên, nhiều tổ chức TCVM không gửi dữ liệu cập nhật đầy đủ cho MIX Market và bộ dữ liệu mới nhất do MIX Market cung cấp cũng chỉ đến Quý 2/2019. Hạn chế thứ hai là, bài viết chủ yếu tập trung phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và tính bền vững (OSS). Tuy nhiên, chắc chắn còn nhiều yếu tố khác cũng có tác động đến OSS (như chất lượng danh mục cho vay, tương tác giữa chất lượng danh mục cho vay và một số yếu tố liên quan đặc điểm của tổ chức TCVM, v.v.) chưa được đi sâu phân tích. Do đó, các nghiên cứu tiếp theo có thể tập trung khai thác các khía cạnh này để có thể cung cấp đánh giá toàn diện hơn về tính bền vững các hoạt động TCVM Việt Nam.

DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

ADB : Asian Development Bank (Ngân hàng phát triển Châu Á)

FEM : Fixed Effects Model (mô hình tác động cố định)

FSS : Financial Self-Sustainability (tự bền vững tài chính)

GMM : Generalized Method of Moments estimation model (mô hình ước lượng khoảng khắc tổng thể)

MFI : Microfinance Institution (tổ chức TCVM)

MIX : Microfinance Information Exchanges (sàn giao dịch về thông tin TCVM)

OSS : Operational Self-Sustainability (tự bền vững hoạt động)

TCVM: Tài chính vi mô

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

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

ĐÓNG GÓP CỦA CÁC TÁC GIẢ

Tác giả Trương Quang Thông chịu trách nhiệm nội dung: ý tưởng, kiểm tra lại nội dung bản thảo.

Tác giả Phan Thanh Bình chịu trách nhiệm nội dung: tổng quan nghiên cứu, xây dựng mô hình, tổng hợp dữ liệu, xây dựng giả thuyết.

Tác giả Nguyễn Thanh Liêm: chịu trách nhiệm nội dung: phương pháp ước lượng, kiểm tra lại nội dung bản thảo.

Bảng 2: Kết quả hồi quy phi tuyến giữa cấu trúc vốn và OSS với mô hình System GMM

oss	Hệ số	Sai số	t	P>t
L1.oss	0.627	0.067	9.330	0.000
par30	(0.638)	0.314	(2.030)	0.051
da	(0.545)	0.779	(0.700)	0.490
ba	(0.411)	0.569	(0.720)	0.476
ea	0.668	0.301	2.220	0.034
oa	0.953	0.922	1.030	0.310
da*da	1.219	0.442	2.750	0.010
ba*ba	2.082	0.554	3.760	0.001
ea*ea	1.085	0.319	3.400	0.002
oa*oa	2.351	2.546	0.920	0.363
age	0.147	0.020	7.480	0.000
alspb	0.000	0.000	0.090	0.930
glp	(0.000)	0.000	(0.990)	0.330
inf	0.519	0.247	2.100	0.044
gdp	(7.716)	1.524	(5.060)	0.000
Hệ số chặn	0.123	0.173	0.710	0.480
AR(2) test p-value	0.483			
Hansen test p-value	0.259			

Nguồn: Tác giả tính toán từ dữ liệu nghiên cứu. Số trong ngoặc là sai số chuẩn, *, ** và *** thể hiện ý nghĩa thống kê ở mức 10%, 5% và 1%.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Modigliani F, Miller MH. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review* 1963 Jun;53(3):433-43;.
- Myers SC. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 1984;39(3):575-92; Available from: <https://doi.org/10.2307/2327916>.
- Titman S. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics* 1984;13:137-51; Available from: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90035-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90035-7).
- Asian Development Bank. *Finance for the Poor: Microfinance Development Strategy 2000*;
- Muriu PW. *Microfinance Profitability* [PhD thesis]. University of Birmingham; 2011 [cited 2011 November]; Available from: <https://core.ac.uk/download/pdf/40021581.pdf>.
- Ngo VT. *Capital structure and microfinance performance: A cross-country analysis and case study of Vietnam* [PhD thesis]. University of Birmingham; 2012 [cited 2012 January]; Available from: <https://core.ac.uk/download/pdf/16292878.pdf>.
- Ledgerwood J. *Microfinance Handbook: An Institution and Financial Perspective*. The World Bank, Washington DC 1999; Available from: <https://doi.org/10.1596/978-0-8213-4306-7>.
- Nadiya M. *Sustainability of Indian Microfinance Institutions*. Springer India 2014;.
- Crombrugghe AD, Tenikue M, Sureda J. Performance analysis for a sample of microfinance institutions in India. *Annals of Public and Cooperative Economics* 2008;79(2):269-99; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1467-8292.2008.00362.x>.
- Ahlin C, Lin J, Maio M. Where does microfinance flourish? Microfinance institution performance in macroeconomic context. *J Dev Econ* 2010; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2010.04.004>.
- Chandraiah, E., Kumar, J. M. Operational self-sufficiency of select NBFC-MFIs of Andhra Pradesh. *SMART Journal of Business Management Studies* 2016, 12(2); Available from: <https://doi.org/10.5958/2321-2012.2016.00009.9>.
- Bogan V. Capital structure and sustainability: An empirical study of microfinance institutions. *Review of Economics and Statistics* 2012;94(4):1045-58; Available from: https://doi.org/10.1162/REST_a_00223.
- Hartarska V, Nadolnyak D. Do regulated microfinance institutions achieve better sustainability and outreach? Cross-country evidence. *Applied Economics* 2007;39:1207-22; Available from: <https://doi.org/10.1080/00036840500461840>.
- Coleman AK. The Impact of Capital Structure on performance of microfinance institutions. *Journal of Risk Finance* 2007;8(1):56-71; Available from: <https://doi.org/10.1108/15265940710721082>.
- Hoque M, Chishty M, Hallway R. (2011). Commercialization and changes in capital structure in microfinance: An innovation or wrong turn? *Managerial Finance* 2011;37:414-25; Available from: <https://doi.org/10.1108/03074351111126906>.
- Bayai I. *Financial structure and financial sustainability: Evidence from selected Southern Africa development community microfinance institutions* [PhD thesis]. University of Stellenbosch; 2017 [cited 2017 March]; Available from: <https://scholar.sun.ac.za>.
- Hossain MS, Khan MA. *Financial Sustainability of Microfinance Institutions (MFIs) of Bangladesh*. *Developing Country Studies*

- 2016;6(6);
18. Jensen MC, Meckling WH. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 1976;3:305-60; Available from: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
 19. Leland HE. Agency costs, risk management and capital structure. *Journal of Finance* 1998;53(4); Available from: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00051>.
 20. Froot KA, Scharfstein DS, Stein JC. Risk management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. *Journal of Finance* 1993;48(5):1629-58; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05123.x>.
 21. George TJ, Hwang CY. A Resolution of the Distress Risk and Leverage Puzzles in the Cross Section of Stock Returns. *Journal of Finance Economics* 2010;96(1):56-79; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.11.003>.
 22. Hadlock C, James C. Do banks provide financial slack? *Journal of Finance* 2002;57:1383-420; Available from: <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00464>.
 23. Jermias J. The relative influence of competitive intensity and business strategy on the relationship between financial leverage and performance. *The British Accounting Review* 2008;40:71-86; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.11.001>.
 24. Margaritis D, Psillaki M. Capital Structure and Firm Efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting* 2007;34:1447-69; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02056.x>.
 25. Uremadu SO. Bank Capital Structure, Liquidity and Profitability Evidence from the Nigerian Banking System. *International Journal of Academic Research in Accounting Finance and Management Sciences* 2012;2:98-113.
 26. Fama EF, French KR. Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance* 1998;LIII:819-43; Available from: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00036>.
 27. Chiang YA, Chang PCA, Hui CME. Capital structure and profitability of the property and construction sectors in Hong Kong. *Journal of Property Investment and Finance* 2002;20:34-53; Available from: <https://doi.org/10.1108/14635780210446469>.
 28. Cassar G, Holmes S. Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and Finance* 2003;43:123-47; Available from: <https://doi.org/10.1111/1467-629X.t01-1-00085>.
 29. Chakraborty I. Capital structure in an emerging stock market: the case of India. *Research in International Business and Finance* 2010;24:295-314; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2010.02.001>.
 30. Salim M, Yadav DR. Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 2012;65:156-66; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.105>.
 31. Kinde BA. Financial Sustainability of Microfinance Institutions (MFIs) in Ethiopia. *European Journal of Business and Management* 2012;4(15);
 32. Tehulu TA. Determinants of Financial Sustainability of Microfinance Institutions in East Africa. *European Journal of Business and Management* 2013;5(17);
 33. Githaiga PN. Revenue diversification and financial sustainability of microfinance institutions. *Asian Journal of Accounting Research* 2021. DOI: 10.1108/AJAR-11-2020-0122; Available from: <https://doi.org/10.1108/AJAR-11-2020-0122>.
 34. Le TT, Dao LP, Truong THL, Nguyen TTD, Tran CT. Determinants of operational self-sustainability of microfinance institutions in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics & Business* 2020;7(10):183-92; Available from: <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.183>.
 35. Remer L, Kattilakoski H. Microfinance institutions' operational self-sufficiency in sub-Saharan Africa: empirical evidence. *International Journal of Corporate Social Responsibility* 2021;6(5). Available from URL: <https://doi.org/10.1186/s40991-021-00059-5>; Available from: <https://doi.org/10.1186/s40991-021-00059-5>.
 36. Bogan V. Microfinance institutions: does capital structure matter? [Online]. 2008; Available from: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1144762>.
 37. Sousa-Shields M, Frankiewicz C. Financing Microfinance Institutions: The Context for Transitions to Private Capital. USAID micro report no. 32, Accelerated Microenterprise Advancement Project 2004;
 38. Arbabiyan A, Safari M. The effects of capital structure and profitability in the listed firms in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Perspective* 2009;33:159-175;
 39. Hollis A, Sweetman A. Microcredit: What can we learn from the past? *World Development* 1998;26(10):1875-91; Available from: [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(98\)00082-5](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(98)00082-5).
 40. Abrar A, Javaid AY. The Impact of Capital Structure on the Profitability of Microfinance Institutions. *South Asian Journal of Management Sciences* 2016;10(1):21-37; Available from: <https://doi.org/10.21621/SAJMS.2016101.03>.
 41. Nyamsogoro GD. Financial sustainability of rural microfinance institutions (MFIs) in Tanzania [Ph.D thesis]. The university of Greenwich; 2010; Available from: https://gala.gre.ac.uk/id/eprint/6366/1/Ganka_Daniel_Nyamsogoro_2010.pdf.
 42. Lensink R, Mersland R, Vu THN, Zamore S. Do microfinance institutions benefit from integrating financial and nonfinancial services? *Applied Economics* 2018;50(21):2386-401; Available from: <https://doi.org/10.1080/00036846.2017.1397852>.
 43. Arellano M, Bond S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 1991;58:277-297; Available from: <https://doi.org/10.2307/2297968>.
 44. Blundell R, Bond S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 1998;87:115-143; Available from: [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8).
 45. Parvin SS. Capital Structure, Financial Performance, and Sustainability of Micro-Finance Institutions (MFIs) in Bangladesh. *Sustainability* 2020 [cited 2020 August]. 2020; Available from: <https://doi.org/10.3390/su12156222>.
 46. Bogan V, Johnson W, Mhlanga N. Microfinance Institution Capital Structure and Financial Sustainability. Working paper, New York 14853-7801 USA; 2007;

Capital structure and operational self-sustainability of Vietnam microfinance institutions

Quang Thong Truong¹, Thanh Binh Phan^{2,*}, Liem Nguyen Thanh³



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

ABSTRACT

This paper analyzes the impact of capital structure on the operational self-sustainability of Vietnam microfinance institutions (2006-2019). We collect data from financial reports of microfinance institutions compiled by MIX Market. Regression results with FE and System GMM models show a positive relationship between capital structure components and operational self-sustainability of Vietnam microfinance institutions (OSS). This positive relationship shows that capital structure plays a significantly important role in the operational self-sustainability of Vietnam microfinance institutions. Besides, we also find a nonlinear relationship, which shows that the main sources of financing have a positive impact on OSS with high proportions of capital structure components. In particular, equity has a significantly positive effect at both high and low ratios, while the others have weak effects. Vietnam microfinance institutions should make the maximum use of operating capital sources (especially savings and commercial loans) to increase sustainability. Although still heavily dependent on equity sources, microfinance institutions tend to focus on market capital sources (deposits, loans) in order to reduce dependence on equity. This is also the basis for us to provide some policy implications to improve the sustainability of Vietnam microfinance institutions at the end of the paper.

Key words: Microfinance, Capital structure, Sustainability

¹University of Economics HCMC (UEH), Vietnam

²Nguyen Tat Thanh University, Vietnam

³University of Economics and Law, VNU-HCM, Vietnam

Correspondence

Thanh Binh Phan, Nguyen Tat Thanh University, Vietnam

Email: ptbinh@ntt.edu.vn

History

- Received: 22/08/2021
- Accepted: 16/3/2022
- Published: xx/4/2022

DOI : 10.32508/stdjelm.v6i2.922



Copyright

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



Cite this article : Truong Q.T, Phan T.B, Thanh L.N. **Capital structure and operational self-sustainability of Vietnam microfinance institutions.** *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 6(2):2530-2539.