TÁC ĐỘNG PHI TUYẾN CỦA SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI ĐẾN ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH: BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM TỪ CÁC DOANH NGHIỆP PHI TÀI CHÍNH NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Tô Thị Thanh Trúc[1]* - Nguyễn Lê Thanh Lam[1] - Lê Thị Quyền Nhi[1]
Ngô Thị Thúy Phương[1] - Nguyễn Thúy Hằng[1]

Nghiên cứu kiểm định tác động phi tuyến của sở hữu nước ngoài đến đòn bẩy tài chính của 494 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX, giai đoạn 2019-2024. Phương pháp System GMM được sử dụng để xử lý đồng thời hiện tượng nội sinh và bản chất động của cấu trúc vốn. Nghiên cứu phát hiện mối quan hệ phi tuyến hình chữ U giữa sở hữu nước ngoài và đòn bẩy tài chính với ngưỡng đảo chiều tại 35,87%. Kết quả này hàm ý rằng cơ chế giám sát của khối ngoại chiếm ưu thế, dẫn đến xu hướng giảm nợ vay khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài dưới 35,87%. Vượt ngưỡng này, uy tín bảo chứng của cổ đông nước ngoài giúp doanh nghiệp mở rộng tiếp cận tín dụng và gia tăng đòn bẩy tài chính.

• Từ khóa: *cấu trúc vốn, đòn bẩy tài chính, hiệu ứng ngưỡng, sở hữu nước ngoài, thị trường mới nổi.*

This study examines the nonlinear impact of foreign ownership on the financial leverage of 494 non-financial firms listed on the HOSE and HNX over the period 2019 - 2024. The authors employ the System GMM estimation method to simultaneously address endogeneity issues and the dynamic nature of capital structure. The findings reveal a U-shaped nonlinear relationship between foreign ownership and financial leverage, with a turning point at 35.87%. This result implies that the monitoring mechanism of foreign investors dominates when foreign ownership remains below 35.87%, leading firms to reduce debt usage; beyond this threshold, the signaling effect prevails, the reputational advantages associated with foreign shareholders enhance firms' access to external financing, thereby increasing financial leverage.

• Key words: *capital structure, emerging market, financial leverage, foreign ownership, threshold effect.*

Ngày nhận bài: 06/5/2026
Ngày gửi phản biện: 27/5/2026
Ngày duyệt đăng: 09/6/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i315.21

1. Giới thiệu

Giai đoạn 2019 - 2024 chứng kiến nhiều biến động kinh tế và tài chính đặc biệt, tạo ra những áp lực đáng kể đối với quyết định cấu trúc vốn của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam. Đại dịch Covid-19 gây ra sự gián đoạn nghiêm trọng đối với hoạt động sản xuất kinh doanh, làm gia tăng nhu cầu huy động vốn vay nhằm duy trì thanh khoản và ổn định hoạt động của doanh nghiệp. Tiếp đó, cuộc khủng hoảng niềm tin trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp giai đoạn 2022 - 2023, đã làm suy giảm vai trò của kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng này. Đồng thời, chính sách tiền tệ thắt chặt từ nửa cuối năm 2022 khiến chi phí sử dụng vốn gia tăng và điều kiện tiếp cận tín dụng trở nên khắt khe hơn. Trong bối cảnh đó, nhà đầu tư nước ngoài vẫn duy trì tỷ trọng đáng kể trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chiếm khoảng 14% tổng vốn hóa thị trường (FiinGroup, 2024). Điều này đặt ra một câu hỏi nghiên cứu quan trọng: sự hiện diện của nhà đầu tư nước ngoài có góp phần làm giảm mức độ phụ thuộc vào nợ vay của doanh nghiệp thông qua cơ chế giám sát, hay ngược lại, tạo ra hiệu ứng tín hiệu tích cực giúp doanh nghiệp mở rộng khả năng tiếp cận tín dụng và gia tăng đòn bẩy tài chính?

Câu hỏi này vẫn chưa có câu trả lời thống nhất từ các nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. Một số nghiên cứu cho rằng sở hữu nước ngoài có tác động âm đến đòn bẩy tài chính thông qua việc tăng cường cơ chế giám sát và hạn chế hành vi chấp nhận rủi ro của nhà quản trị (Le & Tannous, 2016; Nguyen & Duong, 2022). Ngược lại, nhiều nghiên cứu khác lại ghi nhận tác động dương của sở hữu nước ngoài, nhấn mạnh vai trò tín hiệu và uy tín bảo chứng của nhà đầu tư nước ngoài trong việc cải thiện khả năng tiếp cận nguồn vốn vay (Phung & Le, 2013; Tran, 2022). Sự khác biệt trong kết quả nghiên cứu cho thấy mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và đòn bẩy tài chính có thể

[1] Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP.HCM
** Tác giả liên hệ, email: tructtt@uel.edu.vn*

không mang tính tuyến tính, mà thay đổi theo mức độ, hàm ý sự tồn tại của hiệu ứng ngưỡng. Tại Việt Nam, các nghiên cứu về hiệu ứng ngưỡng giữa sở hữu nước ngoài và đòn bẩy tài chính vẫn còn hạn chế, đặc biệt trong bối cảnh giai đoạn 2019 - 2024 chứa đựng những cú sốc kinh tế và tài chính đặc thù chưa được xem xét đầy đủ trong các nghiên cứu trước đây.

Xuất phát từ khoảng trống nghiên cứu đó, bài báo tập trung kiểm định hai vấn đề chính. Thứ nhất là đánh giá tác động tổng thể của sở hữu nước ngoài đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Thứ hai là kiểm định sự tồn tại của mối quan hệ phi tuyến và xác định ngưỡng đảo chiều của tác động này. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng gồm 494 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2019–2024, ước lượng bằng System GMM.

2. Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết

2.1. Cơ sở lý thuyết

Nghiên cứu này dựa trên bốn lý thuyết: Lý thuyết đại diện, Lý thuyết tín hiệu, Lý thuyết đánh đổi động và Lý thuyết trật tự phân hạng.

Về Lý thuyết đại diện, theo Jensen và Meckling (1976), sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền kiểm soát làm phát sinh xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý. Trong bối cảnh này, nợ vay được xem là công cụ kỷ luật nhằm hạn chế hành vi tư lợi của nhà quản trị. Theo Giả thuyết giám sát, Shleifer và Vishny (1986) cho rằng nhà đầu tư nước ngoài thường sở hữu năng lực quản trị và cơ chế kiểm soát hiệu quả hơn, qua đó trực tiếp làm giảm chi phí đại diện. Khi cơ chế giám sát này đủ mạnh, vai trò kỷ luật của nợ vay có thể suy giảm, dẫn đến xu hướng giảm đòn bẩy tài chính (Le & Tannous, 2016).

Ngược lại, Lý thuyết tín hiệu của Spence (1978) cho rằng sự hiện diện của cổ đông nước ngoài là tín hiệu tích cực về chất lượng quản trị và triển vọng doanh nghiệp trong điều kiện bất cân xứng thông tin. Việc thu hút vốn ngoại thường đi kèm với yêu cầu minh bạch cao, giúp doanh nghiệp nâng cao uy tín, giảm chi phí thông tin và cải thiện khả năng tiếp cận tín dụng (Phung & Le, 2013). Do đó, sở hữu nước ngoài có thể làm gia tăng đòn bẩy tài chính thông qua hiệu ứng bảo chứng.

Bên cạnh đó, Lý thuyết đánh đổi động (Fischer, Heinkel & Zechner, 1989; Flannery & Rangan, 2006) và Lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984) bổ sung nền tảng lý thuyết cho mô hình điều chỉnh từng phần và kỳ vọng về tác động của khả năng sinh lời đến đòn bẩy.

2.2. Tổng quan nghiên cứu thực nghiệm và khoảng trống nghiên cứu

Tác động của sở hữu nước ngoài đến đòn bẩy tài chính đã được nghiên cứu rộng rãi nhưng kết quả thực nghiệm vẫn chưa thống nhất. Một số nghiên cứu cho rằng sở hữu nước ngoài làm giảm đòn bẩy tài chính thông qua cơ chế thay thế nợ vay và giảm chi phí đại diện. Tại Việt Nam, Le và Tannous (2016) sử dụng mô hình GMM cũng cho thấy vốn ngoại giúp doanh nghiệp giảm phụ thuộc vào nợ vay nhờ khả năng tiếp cận các nguồn tài trợ đa dạng. Hiền và cộng sự (2016) cho rằng doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài cao thường chủ động cắt giảm nợ để hạn chế chi phí đại diện từ vốn vay. Tương tự, Nguyen và Duong (2022) cho thấy sự hiện diện của khối ngoại giúp doanh nghiệp giảm lệ thuộc vào vốn vay truyền thống, trong khi Ân (2024) cho rằng nhà đầu tư nước ngoài tại các thị trường mới nổi thường thúc đẩy doanh nghiệp duy trì cấu trúc vốn thận trọng hơn. Ngược lại, nhiều nghiên cứu ghi nhận tác động tích cực của sở hữu nước ngoài đến đòn bẩy tài chính thông qua cơ chế tín hiệu và giảm bất cân xứng thông tin. Phung và Le (2013) cho rằng cổ đông nước ngoài giúp doanh nghiệp cải thiện tính minh bạch và mở rộng khả năng tiếp cận tín dụng. Tran (2022) cũng cho thấy sở hữu nước ngoài làm giảm chi phí sử dụng nợ, từ đó gia tăng động lực vay vốn.

Sự thiếu nhất quán trong các kết quả tuyến tính đã thúc đẩy các nghiên cứu chuyển sang tiếp cận phi tuyến và hiệu ứng ngưỡng. Driffield và cộng sự (2018) cho thấy tác động của khối ngoại thay đổi theo tỷ lệ sở hữu và chất lượng thể chế. Zeitun và Goaied (2021) áp dụng mô hình ngưỡng để phân tích vai trò của sở hữu nước ngoài trong quyết định cấu trúc vốn tại Nhật Bản, xác nhận rằng mức độ sở hữu nước ngoài (ngưỡng 25,1%) làm thay đổi có ý nghĩa chiều hướng và cường độ tác động của các yếu tố quyết định đòn bẩy. Điều này cung cấp nền tảng thực nghiệm cho việc kiểm định hiệu ứng ngưỡng trong mối quan hệ giữa sở hữu nước ngoài và cấu trúc vốn.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu phi tuyến chủ yếu tập trung vào hiệu quả tài chính và quản trị lợi nhuận, như nghiên cứu của Son và Truong (2023) và Pham và Hoang (2025), chưa có nghiên cứu nào kiểm định trực tiếp hiệu ứng ngưỡng giữa sở hữu nước ngoài và đòn bẩy tài chính, đặc biệt trong giai đoạn 2019-2024 với các biến động vĩ mô đặc thù.

2.3. Giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên Lý thuyết đại diện (Jensen & Meckling, 1976) và Giả thuyết giám sát (Shleifer & Vishny,

1986), khối ngoại thay thế vai trò kỷ luật của nợ vay nhờ tăng cường giám sát và giảm chi phí đại diện. Do đó, sở hữu nước ngoài được kỳ vọng tác động âm lên đòn bẩy tài chính.

H1: Sở hữu nước ngoài có tác động ngược chiều đến đòn bẩy tài chính.

Tuy nhiên, theo Lý thuyết tín hiệu (Spence, 1978), khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài vượt một ngưỡng nhất định, uy tín và hiệu ứng bảo chứng của khối ngoại có thể giúp doanh nghiệp cải thiện khả năng tiếp cận tín dụng, từ đó gia tăng đòn bẩy tài chính. Vì vậy, nghiên cứu đề xuất giả thuyết về mối quan hệ phi tuyến hình chữ U giữa sở hữu nước ngoài và đòn bẩy tài chính.

H2: Tồn tại mối quan hệ phi tuyến hình chữ U giữa sở hữu nước ngoài và đòn bẩy tài chính.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Dựa trên Lý thuyết đánh đổi động (Fischer, Heinkel & Zechner, 1989), cấu trúc vốn mục tiêu ($LEV^*_{i,t}$) được giả định là một hàm tuyến tính phụ thuộc vào cơ cấu sở hữu nước ngoài và các đặc điểm nội tại:

$$LEV^*_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FO_{i,t} + \sum_k \gamma_k X_{i,t,k} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Trên thực tế, do sự tồn tại của các rào cản ma sát thị trường và chi phí giao dịch, doanh nghiệp thường không thể điều chỉnh ngay lập tức về mức mục tiêu mà phải thông qua cơ chế điều chỉnh từng phần (Flannery & Rangan, 2006):

$$LEV_{i,t} - LEV_{i,t-1} = \lambda\,(LEV^*_{i,t} - LEV_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Trong đó $\lambda \in (0,1)$ là tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn, giá trị λ càng lớn cho thấy doanh nghiệp tái cấu trúc nợ về mức mục tiêu càng nhanh.

Kết hợp (1) và (2), nghiên cứu cụ thể hóa thành hai mô hình:

Mô hình 1: Kiểm định tác động tuyến tính (H1)

Mô hình đầu tiên được xây dựng nhằm đánh giá chiều hướng tác động tổng quát của tỷ lệ sở hữu nước ngoài đến đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp:

$$LEV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t-1} + \alpha_2 FO_{i,t} + \sum_k \delta_k X_{i,t,k} + \mu_t + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Trong đó, hệ số thực nghiệm $\alpha_1 = 1-\lambda$ và $\alpha_2 = \lambda\beta_1$. Giá trị tác động thực sự của sở hữu nước ngoài đến đòn bẩy mục tiêu được xác định thông qua tỷ lệ: $\beta_1 = \alpha_2/(1-\alpha_1)$.

Mô hình 2: Kiểm định hiệu ứng ngưỡng phi tuyến (H2)

Kế thừa cấu trúc từ mô hình 1, nghiên cứu bổ sung thêm biến bậc hai của tỷ lệ sở hữu nước ngoài () nhằm kiểm tra sự tồn tại của hiệu ứng ngưỡng:

$$LEV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t-1} + \alpha_2 FO_{i,t} + \alpha_3 FO^2_{i,t} + \sum_k \delta_k X_{i,t,k} + \mu_t + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

3.2. Định nghĩa và đo lường các biến

Bảng 1: Đo lường các biến nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Cách đo lường
Biến phụ thuộc		
Đòn bẩy tài chính	$LEV_{i,t}$	Tổng nợ vay chia cho Tổng tài sản.
Biến độc lập		
Đòn bẩy tài chính trễ	$LEV_{i,t-1}$	Đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp tại năm trước liền kề.
Sở hữu nước ngoài	$FO_{i,t}$	Tỷ lệ phần trăm cổ phiếu phổ thông do nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành.
Sở hữu nước ngoài bình phương	$FO^2_{i,t}$	Bình phương của tỷ lệ sở hữu nước ngoài đã được chuẩn hóa tâm.
Biến kiểm soát		
Quy mô doanh nghiệp	$SIZE_{i,t}$	Logarit tự nhiên của Tổng tài sản.
Cơ hội tăng trưởng	$GROWTH_{i,t}$	Tỷ lệ thay đổi phần trăm của Tổng tài sản năm nay so với năm trước.
Khả năng sinh lời	$PROF_{i,t}$	Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) chia cho Tổng tài sản.
Tài sản hữu hình	$TANG_{i,t}$	Tỷ lệ Tài sản cố định hữu hình và Xây dựng cơ bản dở dang trên Tổng tài sản.
Thanh khoản	$LIQ_{i,t}$	Tài sản ngắn hạn chia cho Nợ ngắn hạn.
Rủi ro kinh doanh	$PROF_RISK_{i,t}$	Độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lời cơ bản (EBIT/Tổng tài sản) trong vòng 3 năm liền kề.

Nguồn: Tổng hợp của nhóm tác giả

3.3. Các biến kiểm soát trong mô hình

Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và tài sản hữu hình (TANG) được kỳ vọng tác động cùng chiều đến đòn bẩy tài chính theo Lý thuyết đánh đổi, do doanh nghiệp lớn và có nhiều tài sản thế chấp thường dễ tiếp cận tín dụng hơn (Rajan & Zingales, 1995). Khả năng sinh lời (PROF) và thanh khoản (LIQ) được kỳ vọng tác động ngược chiều, bởi doanh nghiệp có nguồn vốn nội bộ dồi dào thường giảm nhu cầu vay nợ, theo Lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984). Đối với cơ hội tăng trưởng (GROWTH), tác động có thể hai chiều, nhu cầu vốn cho mở rộng thúc đẩy vay nợ, nhưng rủi ro đầu tư dưới mức có thể làm chủ nợ thận trọng hơn (Chen & Zhao, 2006). Cuối cùng, rủi ro kinh doanh (PROF_RISK) được kỳ vọng tác động âm do làm gia tăng nguy cơ kiệt quệ tài chính.

3.4. Dữ liệu và phương pháp ước lượng

Mẫu nghiên cứu gồm 494 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX, được lựa chọn theo tiêu chí niêm yết trước năm 2018 và có báo cáo tài chính kiểm toán đầy đủ liên tục từ 2017 đến 2024. Dữ liệu tài chính được trích xuất từ Refinitiv Eikon và đối soát trực tiếp với VietstockFinance. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài được thu thập thủ công từ CafeF và tái xác thực qua báo cáo thường niên của từng doanh nghiệp.

Sau khi thu thập, dữ liệu được làm sạch và xử lý giá trị ngoại lai bằng kỹ thuật Winsorize tại ngưỡng 1% và 99%. Đồng thời, biến sở hữu nước ngoài được chuẩn hóa tâm trước khi xây dựng biến bình phương nhằm giảm thiểu đa cộng tuyến tiềm ẩn. Dữ liệu cuối cùng cho nghiên cứu gồm 3.458 quan sát (494 công ty, 2018-2024) cho mô hình động và 2.964 quan sát giai đoạn 2019-2024 được dùng cho mô hình tĩnh.

Qua các kiểm định lựa chọn mô hình, FEM được xác nhận phù hợp nhất. Tuy nhiên, FEM vi phạm giả định phương sai đồng nhất (Kiểm định Wald) và tự tương quan (Kiểm định Wooldridge), ba biến PROF, LIQ và GROWTH có tính nội sinh (Davidson & MacKinnon, 1993 và biến trễ $LEV_{i,t-1}$ tạo ra sai chệch Nickell (1981) trong dữ liệu bảng ngắn (N > T). Do đó, nghiên cứu đi đến sử dụng phương pháp System GMM của Arellano và Bover (1995) và Blundell và Bond (1998) nhằm xử lý đồng thời nội sinh, hiệu ứng cá thể không quan sát được và bản chất động của cấu trúc vốn bằng cách kết hợp phương trình sai phân và phương trình mức, sử dụng các giá trị trễ làm biến công cụ nội sinh mà không cần biến công cụ bên ngoài. Ma trận công cụ được giới hạn ở mức lag (2:2) nhằm kiểm soát số lượng biến công cụ ở mức an toàn, tránh tình trạng quá tải biến công cụ theo cảnh báo của Roodman (2009). Cuối cùng, tính hợp lệ của mô hình được kiểm định thông qua kiểm định Hansen/Sargan và Arellano-Bond AR(1), AR(2).

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2: Thống kê mô tả

Tên biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
LEV	2964	0,1939	0,1760	0,0000	0,6299
FO	2964	0,0864	0,1413	0,0000	0,6472
Biến kiểm soát					
SIZE	2964	13,8199	1,6140	10,4895	18,1067
TANG	2964	0,2211	0,2073	0,0000	0,8786
LIQ	2964	2,8279	3,6544	0,4135	23,6150
PROF	2964	0,0796	0,0767	-0,1134	0,4073
GROWTH	2964	0,0635	0,2141	-0,3934	1,0248
PROF_RISK	2964	0,0325	0,0451	0,0001	0,5035

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả từ bộ dữ liệu của nghiên cứu

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả của các biến nghiên cứu. Kết quả cho thấy tỷ lệ đòn bẩy tài chính (LEV) trung bình đạt 19,39%, thấp hơn đáng kể so với các nghiên cứu trước như Le và Tannous (2016) và Nguyen và Duong (2022), phản ánh xu hướng giảm phụ thuộc vào nợ vay của doanh nghiệp niêm yết giai đoạn gần đây. Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (FO) trung bình đạt 8,64%, tuy nhiên giá trị tối đa lên đến 64,72%, cho thấy một số doanh nghiệp đã thu hút mức vốn ngoại chi phối sau khi giới hạn sở hữu được nới lỏng. Các biến kiểm soát có phân phối phù hợp cho phân tích hồi quy. Đáng chú ý, LIQ có độ lệch chuẩn lớn (3,6544) phản ánh sự phân hóa đáng kể về thanh khoản và PROF tồn tại giá trị âm cho thấy một số doanh nghiệp thua lỗ trong giai đoạn nghiên cứu.

4.2. Kết quả hồi quy System GMM

Bảng 3: Kết quả ước lượng System GMM

	Mô hình 1 (H1)	Mô hình 2 (H2)
	0,5561***	0,5559***
	(0,053)	(0,0525)
FO	-0,0588***	
	(0,0197)	
		-0,1344***
		(0,0382)
		0,2467**
		(0,0973)
SIZE	0,0166***	0,0169***
	(0,0028)	(0,0028)
TANG	0,0605***	0,0619***
	(0,0185)	(0,0185)
LIQ	-0,0002	-0,0003
	(0,0024)	(0,0023)
PROF	-0,1924*	-0,2038**
	(0,104)	(0,1024)
GROWTH	0,1084***	0,109***
	(0,0224)	(0,0224)
PROF_RISK	-0,147***	-0,1434***
	(0,0531)	(0,0519)
Số quan sát	5434	5434
Kiểm định Wald – Hệ số hồi quy	961,8***	1038,19***
Kiểm định Wald - Biến giả thời gian	24,56***	26,23***
Giá trị P của kiểm định AR(1)	0,000	0,000
Giá trị P của kiểm định AR(2)	0,4448	0,4533
Giá trị P của kiểm định Sargan	0,3694	0,5179

*Ghi chú: (1) Sai số chuẩn trong ngoặc đơn; (2) *, **, *** tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5%, 1% ; (3) Kiểm định Wald xác nhận ý nghĩa thống kê tổng thể của các hệ số và biến giả thời gian; (4) Kiểm định AR(1) và AR(2) theo Arellano và Bond (1991) kiểm tra tự tương quan trong phần dư sai phân bậc một và bậc hai. Mô hình SGMM hợp lệ khi AR(1) có ý nghĩa thống kê nhưng AR(2) không có ý nghĩa, kết quả AR(2) với p-value lần lượt là 0,4448 và 0,4533 xác nhận điều kiện này được thỏa mãn. (5) Kiểm định Sargan xác nhận tính ngoại sinh và hợp lệ của bộ biến công cụ; (6) Hệ số tốc độ điều chỉnh cấu trúc vốn $\lambda = 1 - \alpha_1 = 44,39\%$ (mô hình 1) và 44,41% (mô hình 2); (7) Điểm đảo chiều = $-\alpha_2/(2\alpha_3) + FO_{Trung\ bình} = 35,87\%$ (mô hình 2), là điểm cực tiểu của hàm bậc hai quy đổi về thang đo gốc.*

4.3. Thảo luận kết quả

Bảng 3 trình bày kết quả ước lượng bằng phương pháp System GMM cho hai mô hình nghiên cứu.

Về giả thuyết H1. Kết quả Mô hình (1) cho thấy hệ số α2 của biến FO là -0,0588, có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Tuy nhiên, do bản chất điều chỉnh từng phần của mô hình động, doanh nghiệp chỉ thu hẹp 44,39% khoảng cách về mức mục tiêu mỗi năm ($\lambda = 1-\alpha_1$), hệ số -0,0588 này chưa phản ánh đầy đủ tác động dài

hạn. Tác động thực sự của tỷ lệ sở hữu nước ngoài đến đòn bẩy mục tiêu (β_1) được xác định thông qua công thức $\beta_1 = \alpha_2/(1-\alpha_1)$, tương ứng với mức tác động là -0,1325. Điều này có nghĩa là khi quá trình điều chỉnh cấu trúc vốn hoàn tất, mỗi điểm phần trăm tăng thêm trong tỷ lệ sở hữu nước ngoài làm đòn bẩy mục tiêu giảm 0,1325 điểm phần trăm. Kết quả ủng hộ H1 và phù hợp với Lý thuyết đại diện và nhất quán với Le và Tannous (2016) và Nguyen và Duong (2022), đồng thời bổ sung bằng chứng mới rằng hiệu ứng giám sát của khối ngoại vẫn duy trì ngay cả trong điều kiện biến động vĩ mô nghiêm trọng.

Về H2, hiệu ứng ngưỡng phi tuyến. Sự kết hợp giữa hệ số của $FO_{centered}$ = -0,1344 và hệ số của $FO_{squared}$ = 0,2467 xác nhận giả thuyết H2 rằng tồn tại quan hệ phi tuyến hình chữ U giữa sở hữu nước ngoài và đòn bẩy tài chính. Do mô hình sử dụng giá trị lệch tâm với giá trị trung bình mẫu của tỷ lệ sở hữu nước ngoài là 8,64%, điểm đảo chiều thực tế được xác định ở mức 35,87% (Điểm đảo chiều = $-\alpha_2/(2\alpha_3) + FO_{Trung\ bình}$). Dưới ngưỡng 35,87%, cổ đông nước ngoài ưu tiên bảo vệ vốn đầu tư, kiểm soát hành vi của ban điều hành và thúc đẩy sử dụng vốn chủ sở hữu thay vì nợ vay. Khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài vượt qua điểm ngưỡng này, chiều tác động lên đòn bẩy tài chính chuyển từ âm sang dương, vai trò giám sát ban đầu được thay thế bởi hiệu ứng phát tín hiệu. Sự hiện diện của cổ đông nước ngoài lớn giúp doanh nghiệp nâng cao uy tín, phát tín hiệu minh bạch đến thị trường tín dụng, giảm bất cân xứng thông tin và tiếp cận nguồn vốn vay với chi phí thấp hơn, nhất quán với lập luận của Zeitun và Goaied (2021).

Về các biến kiểm soát. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và tài sản hữu hình (TANG) tác động dương, nhất quán với Lý thuyết đánh đổi (Rajan & Zingales, 1995), doanh nghiệp lớn và có nhiều tài sản thế chấp tiếp cận vốn vay dễ dàng hơn. Khả năng sinh lời (PROF) tác động âm tái khẳng định Lý thuyết trật tự phân hạng (Myers & Majluf, 1984), doanh nghiệp sinh lời cao ưu tiên vốn nội sinh. Tốc độ tăng trưởng (GROWTH) tác động dương phản ánh nhu cầu tài trợ cho dự án mở rộng vượt quá khả năng tích lũy nội sinh. Rủi ro kinh doanh (PROF_RISK) tác động âm phù hợp với Lý thuyết đánh đổi, rủi ro kinh doanh cao làm tăng xác suất kiệt quệ tài chính, buộc doanh nghiệp thận trọng trong sử dụng nợ.

5. Kết luận

Nghiên cứu kiểm định tác động của sở hữu nước ngoài đến đòn bẩy tài chính của 494 công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2019-2024. Kết quả xác nhận mối quan hệ phi tuyến hình chữ U với ngưỡng 35,87%. Kết quả này đặt ra hàm ý quan trọng đối với các nhà quản trị, doanh nghiệp có tỷ lệ sở hữu nước ngoài dưới 35,87% nên khai thác năng lực giám sát của cổ đông ngoại để tối ưu hóa chi phí đại diện và xây dựng kỷ luật tài chính, ưu tiên vốn nội bộ trước khi tìm kiếm nợ vay bên ngoài. Doanh nghiệp có sở hữu nước ngoài vượt ngưỡng nên chủ động tận dụng "tín hiệu bảo chứng" để đàm phán các khoản vay dài hạn với chi phí thấp.

Tài liệu tham khảo:

Ân, T. T. H. (2024). Corporate investment-foreign ownership relationship and the role of leverage: the case of Vietnam. Tạp chí Khoa học và Công nghệ - Đại học Đà Nẵng, 65–69.

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. The Review of Economic Studies, 58(2), 277-297.

Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. Journal of Econometrics, 68(1), 29-51.

Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. Journal of Econometrics, 87(1), 115-143.

Chen, L., & Zhao, X. (2006). On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. Finance Research Letters, 3(4), 253-266.

Davidson, R., & MacKinnon, J. G. (1993). Estimation and inference in econometrics. Oxford University Press.

Do, T. K., Lai, T. N., & Tran, T. T. (2020). Foreign ownership and capital structure dynamics. Finance Research Letters, 36, 101337.

Driffield, N., Sun, K., & Temouri, Y. (2018). Investigating the link between foreign ownership and firm performance, an endogenous threshold approach. Multinational Business Review, 26(3), 277–298.

FiinGroup (2024). Báo cáo thị trường chứng khoán Việt Nam năm 2024. FiinGroup, TP. Hồ Chí Minh.

Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. The Journal of Finance, 44(1), 19-40.

Flannery, M. J., & Rangan, K. P. (2006). Partial adjustment toward target capital structures. Journal of Financial Economics, 79(3), 469-506.

Hiền, N. T., Thanh, T. D., Hà, N. H. N., Nhàn, V. T. T., & Thông, N. T. (2016). Quản trị công ty và quá trình điều chỉnh động cấu trúc vốn: Quan sát từ các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh, 71-86.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.

Le, T. P. V., & Tannous, K. (2016). Ownership structure and capital structure: A study of Vietnamese listed firms. Australian Economic Papers, 55(4), 319-344.

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.

Nguyen, V. D., & Duong, Q. N. (2022). The impact of foreign ownership on capital structure: Empirical evidence from listed firms in Vietnam. The Journal of Asian Finance, Economics and Business, 9(2), 363–370.

Nickell, S. (1981). Biases in dynamic models with fixed effects. Econometrica, 49(6), 1.417–1.426.

Pham, H. D., & Hoang, A. H. (2025). Ownership of foreign investors and earnings manipulation in Vietnamese listed firms: An investigation of nonlinear relationship. International Journal of Asian Business and Information Management, 16(1), 1-17.

Phung, D. N., & Le, T. P. V. (2013). Foreign ownership, capital structure and firm performance: Empirical evidence from Vietnamese listed firms. IUP Journal of Corporate Governance, 12(2).

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. The Journal of Finance, 50(5), 1.421-1.460.

Roodman, D. (2009). A note on the theme of too many instruments. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 71(1), 135-158.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. Journal of Political Economy, 94(3), 461-488.

Son, P. D., & Truong, D. X. (2023). The relationship between foreign ownership and financial performance: A Vietnam case study. Asian Journal of Economics, Business and Accounting, 23(14), 27-33.

Spence, M. (1978). Job market signaling. In Uncertainty in Economics (281-306). Academic Press.

Tran, Q. T. (2022). Foreign ownership and cost of debt financing: Evidence from an emerging market. International Journal of Emerging Markets, 17(9), 2.278-2.289.

Zeitun, R., & Goaied, M. (2021). The nonlinear effect of foreign ownership on capital structure in Japan: A panel threshold analysis. Pacific-Basin Finance Journal, 68, 101594.