

TÁC ĐỘNG CỦA ĐÒN BẨY TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH DƯỢC NIÊM YẾT

TS. Ngô Thị Kim Hòa*

Nghiên cứu này căn cứ trên số liệu thu nhập từ các báo cáo tài chính của 30 doanh nghiệp Dược phẩm niêm yết trong giai đoạn 2021-2024 trên UPCOM, HOSE và HNX, đã chỉ ra rằng, đòn bẩy tài chính có tác động mạnh đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp thuộc loại hình này. Tuy nhiên, các doanh nghiệp vẫn có khả năng nâng cao hiệu quả hoạt động thông qua đòn bẩy tài chính, song điều này phụ thuộc vào quy mô và bối cảnh của nền kinh tế. Nghiên cứu đã tìm hiểu một cách khoa học về đòn bẩy tài chính và nhận thấy rằng mỗi nhà đầu tư, mỗi doanh nghiệp cần có chiến lược sử dụng công cụ này trong hoạt động kinh doanh một cách hợp lý để đạt hiệu quả tốt nhất.

• Từ khóa: đòn bẩy tài chính, hiệu quả hoạt động kinh doanh; doanh nghiệp dược phẩm niêm yết; thị trường chứng khoán Việt Nam.

This study, based on income data from financial reports of 30 pharmaceutical companies listed on UPCOM, HOSE, and HNX during the period from 2021 to 2024, shows that financial leverage significantly affects the operational efficiency of these companies. However, companies still have the potential to improve their operational efficiency through financial leverage, although this depends on the scale and context of the economy. The research scientifically explores financial leverage and finds that each investor and company needs a strategy to use this tool in business operations appropriately to achieve the best results.

• Key words: financial leverage, business performance efficiency, listed pharmaceutical companies, Vietnam stock market.

Ngày gửi bài: 19/3/2025

Ngày gửi phản biện: 12/5/2025

Ngày nhận và sửa sau phản biện: 20/6/2025

Ngày chấp nhận đăng: 25/7/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i295.12>

1. Giới thiệu

Việc xác định đòn bẩy tài chính tối ưu tại một thời điểm nhất định là cực kỳ khó khăn đối với mọi doanh nghiệp thuộc các lĩnh vực khác nhau. Việc huy động vốn từ các tổ chức tín dụng và từ các nhà đầu tư để thực hiện các dự án sản xuất kinh doanh là không thể tránh khỏi. Vì thế, các DN sẽ xem xét cơ cấu vốn và dòng tiền của mình để đưa ra thời điểm thích hợp cần sử dụng vốn vay và thời điểm sử dụng vốn tự có. Để có thể xác định được điều đó, nhà quản trị tài chính cần đánh giá được các yếu tố xác định tài chính của

DN như: quy mô, cơ cấu tài sản, khả năng thanh toán, khả năng sinh lời, khả năng tăng trưởng, đặc điểm riêng của tài sản, thuế, lợi ích lá chắn thuế từ khấu hao, thời gian hoạt động của doanh nghiệp. Từ đó, đưa ra mức tài chính mục tiêu trong từng thời kỳ.

Tại Việt Nam, hiện nền kinh tế, trong đó có ngành Dược đã có những bước phát triển khả quan. Tuy nhiên, để phát triển bền vững, cần có một đánh giá tổng thể về tài chính của các doanh nghiệp ngành Dược niêm yết, nhằm xác định những đặc trưng cơ bản trong chính sách tài trợ vốn của các DN thuộc lĩnh vực kinh doanh này. Mục đích là phân tích các nhân tố tác động đến hiệu quả hoạt động của các DN ngành Dược niêm yết trong giai đoạn 2021-2024, từ đó tạo tiền đề để xây dựng một chính sách tài chính phù hợp cho các DN thuộc loại hình này trong giai đoạn tiếp theo. Đòn bẩy tài chính trong kinh doanh ngành Dược là sử dụng vốn vay thay vì vốn tự có để đầu tư sinh lời. Nghĩa là, sử dụng các khoản vốn vay để đầu tư mang lại lợi nhuận. Thực tế đã cho thấy, nhiều DN Dược niêm yết sử dụng đòn bẩy tài chính trong kinh doanh thành công. Tuy nhiên, sử dụng đòn bẩy tài chính có điểm những tích cực song, cũng có những rủi ro lớn; nếu sử dụng hợp lý, đòn bẩy tài chính sẽ thúc đẩy nâng cao hiệu quả và ngược lại. Vì thế, nghiên cứu tác động của đòn bẩy tài chính có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của DN Dược niêm yết là một vấn đề có ý nghĩa thực tiễn to lớn.

2. Lý thuyết nền tảng

Có nhiều lý thuyết nền tảng liên quan đến nghiên cứu. Tuy nhiên, dưới đây chỉ nêu ra 2 lý thuyết liên quan nhiều nhất, đó là: lý thuyết đại diện và lý thuyết trật tự phân hạng.

* Học viện Tài chính

2.1. Lý thuyết chi phí đại diện

Giá trị doanh nghiệp tỷ lệ thuận với hiện giá tấm chắn thuế và tỉ lệ nghịch với chi phí kiệt quệ tài chính. Việc sử dụng đòn bẩy tài chính sẽ làm gia tăng giá trị doanh nghiệp, có nghĩa là gia tăng khả năng sinh lời nhưng đồng thời cũng gia tăng rủi ro vỡ nợ cho DN. Vì thế, DN phải cân nhắc một mức nợ phù hợp mới có thể gia tăng giá trị. Theo lý thuyết Chi phí đại diện của Jensen và Meckling (1976) đề cập đến mâu thuẫn lợi ích của 3 nhóm: cổ đông, nhà quản lý và chủ nợ. Sự mâu thuẫn này đã tạo nên chi phí đại diện, có hai loại chi phí đại diện: (i) Chi phí đại diện của vốn cổ phần: là chi phí phát sinh từ mâu thuẫn giữa cổ đông và nhà quản lý doanh nghiệp do sự tách bạch giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Chi phí đại diện của vốn cổ phần xuất hiện trong tình huống nhà quản lý thường muốn tăng quyền hạn của mình bằng cách thầu tóm nhiều nguồn lực hơn, tăng thu nhập hay giảm rủi ro mất việc, trường hợp đó cổ đông bị giới hạn hoặc mất kiểm soát đối với người quản lý. Để giảm bớt sự mâu thuẫn đại diện, cổ đông chấp nhận bỏ ra chi phí đại diện, như các khoản chi để giám sát hoạt động, các khoản chi kiểm toán, để cấu trúc lại tổ chức nhằm hạn chế các hành vi không mong muốn, và các chi phí cơ hội khi các cổ đông áp đặt các giới hạn cho ban quản lý. (ii) Chi phí đại diện của nợ phát sinh từ mâu thuẫn giữa cổ đông và chủ nợ. Cổ đông có thể chiếm hữu tài sản của chủ nợ bằng cách gia tăng rủi ro đầu tư. Do DN sử dụng nợ vay có thể khiến những dự án có NPV dương bị từ chối. Do đó, trái chủ sẽ đòi hỏi mức lãi suất cao hơn và xây dựng các điều khoản hạn chế trong các hợp đồng vay vốn, những điều khoản này cản trở hoạt động của DN ở một số góc độ nào đó. Các trái chủ còn sử dụng các công cụ giám sát DN, đảm bảo rằng các điều khoản phải được tuân thủ. Các chi phí trong trường hợp này được chuyển sang cổ đông dưới hình thức các khoản chi phí nợ vay cao hơn. Khi một DN gặp khó khăn, cả chủ nợ và cổ đông đều muốn DN phục hồi, nhưng ở các khía cạnh khác, quyền lợi của họ có thể mâu thuẫn nhau.

2.2. Lý thuyết trật tự phân hạng

Lý thuyết này được phát triển bởi Stewart Myers và Nicolas Majluf (1984) đã luận giải các quyết định đầu tư và tài trợ của DN dựa trên cơ sở thông tin bất cân xứng, bởi các nhà quản trị hiểu rõ hơn các nhà đầu tư bên ngoài về tình hình kinh doanh của DN, cũng như khả năng sinh lời các dự án trong tương lai. Lý thuyết trật tự phân hạng giải thích vì sao các DN có khả năng sinh lời thấp thường vay nợ nhiều; các DN có khả năng sinh lời cao nhưng cơ hội đầu tư lớn sẽ vay nợ nhiều hơn. Tuy nhiên, điều này còn phụ thuộc

vào tình hình cụ thể của từng DN. Song, thuyết trật tự phân hạng không có mô hình lý thuyết để xác định cơ cấu nguồn vốn tối ưu. Do vậy, có thể thấy thuyết này đã bổ sung cho lý thuyết đánh đổi để cùng giải thích việc quyết định của các DN đó là: *thứ nhất*, hầu hết các DN đều sử dụng nợ vay với mức độ nhiều ít khác nhau do lợi ích thu được từ việc tiết kiệm thuế; *thứ hai*, do thông tin bất cân xứng, các DN đều duy trì một khoản vay nợ dự trữ để chủ động trong việc huy động và sử dụng nợ vay.

3. Các giả thuyết nghiên cứu

Việc phân tích tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động trong các DN ngành Dược niêm yết đã có rất nhiều người quan tâm, bởi trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt, DN muốn tồn tại và phát triển cần có những quyết định đúng đắn từ nhà quản lý. Muốn vậy, lãnh đạo DN phải hiểu rõ hiệu quả hoạt động và tình hình tài chính của DN như thế nào.

Shi, M (2019) đã phân tích mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính đến khả năng sinh lời của các DN hoạt động trên lĩnh vực SXKD dược phẩm. Đòn bẩy tài chính, về cơ bản, bao gồm tổng nợ phải trả đối với tài sản, nợ ngắn hạn đối với tài sản và trách nhiệm lâu dài đối với tài sản. Tổng nợ là các biến cốt lõi làm đòn bẩy để trả lời các câu hỏi nghiên cứu và thực hiện các mục đích. Tác giả đã điều tra cơ cấu vốn và khả năng sinh lời của 68 công ty Dược lớn nhất ở Australia từ năm 2015 đến năm 2018 để đưa ra kết luận về mối quan hệ giữa đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của các công ty trong lĩnh vực SXKD dược phẩm.

Ở Việt Nam, nghiên cứu của Trần Thị Tuấn Anh và Đặng Thị Thủy (2017) đã phân tích tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của các DN Việt Nam với dữ liệu thu thập từ 100 công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2012 đến năm 2016. Kết quả nghiên cứu cho thấy, đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của DN và mức độ tác động khác nhau ở những phân vị khác nhau. Trong điều kiện các yếu tố khác như nhau, đòn bẩy tài chính sẽ tác động ít tiêu cực hơn đối với các DN có ROE ở phân vị thấp và sự gia tăng của đòn bẩy tài chính sẽ gây suy giảm ROE nhiều hơn ở những DN có ROE ở phân vị cao.

Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Dựa trên các nghiên cứu trước đó, bài viết xây dựng các giả thuyết sau:

Giả thuyết H1. Đòn bẩy tài chính có quan hệ ngược chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp;

Giả thuyết H2. Hệ số lợi nhuận ròng có quan hệ cùng chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp;

Giả thuyết H3. Quy mô doanh nghiệp theo doanh thu có quan hệ cùng chiều với với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp;

Giả thuyết H4. Quy mô doanh nghiệp theo tài sản có quan hệ ngược chiều với với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Mô hình nghiên cứu như sau:

Hình 1. Mô hình nghiên cứu ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp



Nguồn: Tác giả đề xuất

Các biến trong mô hình

Biến phụ thuộc: Trong nghiên cứu này, tác giả sử dụng 2 biến phụ thuộc để đo lường hiệu quả hoạt động của DN, đó là:

- (1) Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và
- (2) Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE).

Bởi, đó là những chỉ số rất quan trọng để đánh giá hiệu quả hoạt động SXKD của một DN.

Biến độc lập: Nghiên cứu này, tác giả sử dụng 4 biến độc lập:

(1) Đòn bẩy tài chính (DBTC). Thể hiện Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản: là biến độc lập để đo lường đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp. Tỷ số này cho biết tỷ lệ tài sản được hình thành từ nguồn vốn vay, qua đó có thể biết được khả năng tự chủ tài chính của DN. Tỷ lệ này càng cao thì khả năng tự chủ tài chính càng thấp và ngược lại.

(2) Hệ số lợi nhuận ròng (HSLNR) (Lợi nhuận sau thuế/tổng doanh thu),

(3) Quy mô doanh nghiệp theo doanh thu (QMDT)

(4) Quy mô doanh nghiệp theo tài sản (QMTS).

Bảng 1. Các loại biến trong mô hình

STT	Loại biến	Tên biến	Cách tính
1	Phụ thuộc	ROA	Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản bình quân)
		ROE	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (Lợi nhuận sau thuế / Vốn chủ sở hữu bình quân)
2	Độc lập	DBTC	Tỷ lệ đòn bẩy tài chính (Tổng nợ / Tổng tài sản)
		HSLNR	Hệ số lợi nhuận ròng (Lợi nhuận sau thuế / Tổng doanh thu)
		QMDT	Quy mô doanh nghiệp theo doanh thu (logarit của tổng doanh thu)
		QMTS	Quy mô doanh nghiệp theo tài sản (logarit của tổng tài sản)

Nguồn: tác giả tổng hợp

Các biến này có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì thế, được sử dụng kết hợp với ROA và ROE để đánh giá tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của DN. Cách tính toán các biến trong mô hình được thể hiện trong bảng 1.

Căn cứ trên các tài liệu, công trình đã công bố trong và ngoài nước, các lý thuyết nền tảng như lý thuyết về hiệu quả hoạt động và các chỉ số trình bày trong báo cáo tài chính của DN cũng như quan điểm cá nhân để đề xuất các biến trong mô hình. Từ đó, xây dựng mô hình nghiên cứu có dạng tổng quát như sau:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 DBTC_{it} + \beta_2 HSLNR_{it} + \beta_3 QMDT_{it} + \beta_4 QMTS_{it} \quad (1)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 DBTC_{it} + \beta_2 HSLNR_{it} + \beta_3 QMDT_{it} + \beta_4 QMTS_{it} \quad (2)$$

4. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu này đã thu thập dữ liệu về tình hình tài chính trong giai đoạn 2021-2024 của 30 doanh nghiệp ngành Dược niêm yết, bao gồm dữ liệu BCTC sau kiểm toán, kết quả xử phạt các DN của Ủy ban chứng khoán Nhà nước. Tổng các quan sát trong mẫu nghiên cứu $30 \times 4 = 120$. Sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng bằng cách sử dụng mô hình hồi quy tuyến tính bậc nhất, sử dụng phần mềm Eviews 7 hỗ trợ; phân tích sự ảnh hưởng của các nhân tố đến hiệu quả hoạt động SXKD của các DN ngành Dược niêm yết. Tiến hành phân tích thống kê, mô tả các biến trước khi sử dụng phương pháp phân tích tương quan để xác định mối quan hệ giữa các biến độc lập với biến phụ thuộc. Sử dụng phương pháp Bình phương nhỏ nhất (ordinary least squares - OLS) để phân tích và ước lượng các tham số trong phương trình hồi quy. Đây là một loại phương pháp bình phương nhỏ nhất tuyến tính để ước tính các tham số chưa biết trong mô hình hồi quy tuyến tính OLS chọn các tham số của một hàm tuyến tính của một tập hợp các biến giải thích theo nguyên tắc bình phương nhỏ nhất: tối thiểu hóa tổng bình phương của sự khác biệt giữa biến phụ thuộc quan sát (giá trị của biến được quan sát) trong tập dữ liệu đã cho và những giá trị được dự đoán bởi hàm tuyến tính của biến độc lập. Công cụ ước lượng OLS nhất quán khi các biến hồi quy là ngoại sinh và theo định lý Gauss-Markov - tối ưu trong loại ước lượng tuyến tính không chệch khi các lỗi là đồng biến 40 và không tương quan theo chuỗi. Trong các điều kiện này, phương pháp OLS cung cấp ước lượng trung bình, phương sai tối thiểu khi các sai số có phương sai hữu hạn.

5. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Dựa vào số liệu có được, nhóm tác giả sử dụng Eviews 7 và có được kết quả nghiên cứu như sau:

Bảng 2. Kết quả hồi quy theo mô hình ROA

Dependent Variable: ROA Method: Least Squares Date: 03/22/24 Time: 14:02 Sample: 1 501 Included observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003563	0.071630	0.049678	0.9601
TLNTS	-0.163245	0.017754	-9.117603	0.0000
HSLNR	0.047672	0.006347	7.764546	0.0000
QMDT	0.049634	0.007652	6.347775	0.0000
QMTS	-0.038216	0.008112	-4.716461	0.0000
R-squared	0.365423	Mean dependent var		0.053695
Adjusted R-squared	0.358864	S.D. dependent var		0.081356
S.E. of regression	0.065213	Akaike info criterion		-2.610142
Sum squared resid	1.648541	Schwarz criterion		-2.559372
Log likelihood	517.8675	Hannan-Quinn criter.		-2.588756
F-statistic	55.87856	Durbin-Watson stat		0.795414
Prob(F-statistic)	0.000000			

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

Theo kết quả kiểm định trên bảng 2, chỉ số $Prob < 0.05$, chứng tỏ mô hình và các biến có ý nghĩa thống kê, thể hiện sự tồn tại mối quan hệ tuyến tính giữa hiệu quả hoạt động của DN ngành Dược niêm yết đo lường tỷ suất lợi nhuận/tổng tài sản (ROA) với biến độc lập. Sai số tiêu chuẩn S.E. of regression = 0.064102, giá trị trung bình của biến phụ thuộc WAGE là MEAN dependent var = 0.053766.

Chỉ số R-squared = 0.365423 là khá hợp lý. Hệ số này cho thấy, biến động chung của các nhân tố ảnh hưởng giải thích được hơn 36.54% hiệu quả hoạt động DN Dược tương ứng với chỉ tiêu ROA.

Về chỉ số Prob(F-statistic), nhận thấy Prob(F-statistic) = 0.000000 < 0.05 (mức ý nghĩa 5%). Do đó, mô hình hồi quy phụ này tồn tại. Như vậy, thực sự có hiện tượng cộng tuyến giữa 2 biến độc lập. R-squared = 0.365423 = 36.5423% cho thấy 36.5423% sự thay đổi của biến này do biến kia giải thích; sự cộng tuyến giữa 2 biến độc lập này ở mức chấp nhận được. Do đó, có thể bác bỏ giả thuyết khả năng đồng thời các biến độc lập đều không tác động đến mô hình.

Bảng 3. Kết quả hồi quy theo mô hình ROE

Dependent Variable: ROE Method: Least Squares Date: 03/22/24 Time: 14:03 Sample: 1 501 Included observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.156093	0.127775	-1.213332	0.2253
TLNTS	-0.089591	0.031812	-2.818011	0.0052
HSLNR	0.115867	0.011231	10.37575	0.0000
QMDT	0.096752	0.013022	6.940788	0.0000
QMTS	-0.070303	0.014271	-4.919972	0.0000
R-squared	0.326936	Mean dependent var		0.106562
Adjusted R-squared	0.318013	S.D. dependent var		0.140580
S.E. of regression	0.115876	Akaike info criterion		-1.45461
Sum squared resid	5.237722	Schwarz criterion		-1.406045
Log likelihood	290.7153	Hannan-Quinn criter.		-1.423647
F-statistic	46.69611	Durbin-Watson stat		1.000768
Prob(F-statistic)	0.000000			

Nguồn: Nghiên cứu của nhóm tác giả

Kết quả kiểm định ở bảng 3 cho thấy, chỉ số $Prob < 0.05$, chứng tỏ mô hình và các biến có ý nghĩa thống kê, thể hiện sự tồn tại mối quan hệ tuyến tính giữa hiệu quả hoạt động của DN Dược niêm yết đo lường Lợi nhuận sau thuế trên Vốn chủ sở hữu bình quân (ROE) với biến độc lập. Sai số tiêu chuẩn S.E. of regression = 0.115926, giá trị trung bình của biến phụ thuộc WAGE là MEAN dependent var = 0.1063474.

Chỉ số R-squared = 0.326936 là khá hợp lý; cho thấy biến động chung của các nhân tố ảnh hưởng giải thích được hơn 32,69% hiệu quả hoạt động của DN tương ứng với chỉ tiêu ROE. Phần mô hình hồi quy không đo lường được ở đây là khoảng gần 67,31% đối với chỉ tiêu ROE chính là những nhân tố ảnh hưởng quan trọng khác đến hiệu quả hoạt động của DN. Song, vì không định lượng được nên không thể đưa vào mô hình hồi quy này.

Về chỉ số Prob(F-statistic) = 0.000000 < 0,05 nên mô hình hồi quy phụ này tồn tại. Do đó, thực sự có hiện tượng cộng tuyến giữa 2 biến độc lập. R-squared = 0.326936 = 32.6936% cho thấy 32.6936% sự thay đổi của biến này do biến kia giải thích; sự cộng tuyến giữa 2 biến độc lập này ở mức chấp nhận được. Như vậy, có thể bác bỏ giả thuyết khả năng đồng thời các biến độc lập đều không ảnh hưởng đến mô hình.

Từ kết quả tính toán thể hiện trên bảng 2 và bảng 3, nghiên cứu phân tích kết quả của từng biến như sau:

- Biến thứ nhất: Có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của DN ngành Dược niêm yết là biến DBTC (được xác định bằng Tổng nợ chia cho Tổng tài sản-TLNTS). Biến này, có ảnh hưởng đến cả chỉ tiêu ROA và ROE. Nợ vay của DN, đặc biệt là các khoản nợ vay tại ngân hàng hiện đang ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các DN này. Kết quả nghiên cứu cho thấy, tỷ lệ đòn bẩy tài chính ảnh hưởng ngược chiều với khả năng sinh lời của DN. Như vậy, giả thuyết H1 được chấp nhận.

- Biến thứ hai: Có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của DN là biến HSLNR được xác định bằng Lợi nhuận sau thuế chia cho Tổng doanh thu. Biến này, có ảnh hưởng tích cực đến cả chỉ tiêu ROA và ROE. Có nghĩa là, lợi nhuận sau thuế so với doanh thu của DN càng cao thì hiệu quả hoạt động của DN sẽ hiệu quả cao. Điều này, cho thấy, hệ số lợi nhuận ròng ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Như vậy, giả thuyết H2 được chấp nhận.

- Biến thứ ba là QMDT: biến này cũng có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả hoạt động của DN ngành Dược niêm yết. Khi quy mô doanh thu tăng, khả năng sinh lời của DN sẽ tăng lên. Điều này, có nghĩa là DN

có mức doanh thu càng cao, chứng tỏ sản phẩm và dịch vụ của DN được người tiêu dùng tín nhiệm và lựa chọn, làm tăng khả năng sinh lời của DN. Kết quả nghiên cứu cho thấy, quy mô theo doanh thu có ảnh hưởng cùng chiều đến khả năng sinh lời của DN. Như vậy, giả thuyết H3 được chấp nhận.

- Biến thứ tư là QMTS: biến này cũng có tác động đến hiệu quả hoạt động của DN ngành Dược niêm yết. Khi quy mô tài sản của DN tăng lên, khả năng sinh lời của DN giảm đi. DN đầu tư vào tài sản càng nhiều sẽ có thể có những tài sản khai thác không hiệu quả; chi phí hoạt động tăng lên, do đó làm giảm khả năng sinh lời. Kết quả nghiên cứu cho thấy, quy mô tài sản tác động ngược chiều đến khả năng sinh lời của DN. Do vậy, giả thuyết H4 được chấp nhận.

Tóm lại, kết quả từ mô hình cho thấy, bốn biến: Đòn bẩy tài chính (DBTC), Hệ số lợi nhuận ròng (HSLNR), quy mô doanh nghiệp theo doanh thu (QMDT) và quy mô doanh nghiệp theo tài sản (QMTS) đều có ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của DN ngành Dược niêm yết ở cả hai chỉ tiêu là ROE và ROA.

Từ kết quả ước lượng phân tích trên, mô hình hồi quy đo lường sự ảnh hưởng của đòn bẩy tài chính và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành Dược được xác định như sau:

$$ROA = -0.163245 * TLNTS + 0.047672 * HSLNR + 0.049634 * QMDT - 0.038216 * QMTS \quad (1)$$

Kết quả nghiên cứu cho thấy, theo mô hình hồi quy (1), đòn bẩy tài chính ảnh hưởng ngược chiều với khả năng sinh lời của DN. Hệ số lợi nhuận ròng ảnh hưởng cùng chiều với khả năng sinh lời của DN. Quy mô theo doanh thu ảnh hưởng cùng chiều với khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Quy mô theo tài sản ảnh hưởng ngược chiều với khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

$$ROE = -0.089591 * TLNTS + 0.115867 * HSLNR + 0.096752 * QMDT - 0.070303 * QMTS \quad (2)$$

Theo mô hình hồi quy (2), khi tỷ lệ đòn bẩy tài chính giảm 1% thì khả năng sử dụng vốn của DN giảm 0.089591%. Kết quả nghiên cứu cho thấy, đòn bẩy tài chính ảnh hưởng ngược chiều với khả năng sử dụng vốn của DN.

Khi hệ số lợi nhuận ròng tăng 1%, khả năng sinh lời của DN tăng 0.115867% và ảnh hưởng cùng chiều với khả năng sử dụng vốn của DN. Khi quy mô doanh thu tăng 1% thì khả năng sinh lời tăng 0.096752% và có ảnh hưởng cùng chiều với khả năng sử dụng vốn của doanh nghiệp. Khi quy mô theo tài sản giảm 1% thì khả năng sinh lời của DN giảm 0.070303% và có ảnh hưởng ngược chiều với khả năng sử dụng vốn của

doanh nghiệp.

6. Kết luận và khuyến nghị

Qua kết quả phân tích mô hình hồi quy và thực tiễn đặc điểm đặc thù về hoạt động kinh doanh của các DN ngành Dược niêm yết của Việt Nam, tác giả đưa ra một số khuyến nghị giúp các DN ngành này nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh cao hơn.

Một là, khi quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính, cần đánh giá một cách toàn diện và thận trọng để đảm bảo nâng cao hiệu quả hoạt động SXKD.

Trước khi đưa ra quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính để đầu tư hay kinh doanh, các nhà đầu tư, doanh nghiệp cần có sự phân tích kỹ lưỡng để đánh giá chính xác, khách quan những biến động của chính sách vĩ mô của Nhà nước như: chính sách phát triển kinh tế, chính sách thuế, chính sách cung-cầu; các khung pháp lý có liên quan đến đầu tư, chính sách thị trường và nhu cầu của người tiêu dùng...

Trước khi đưa ra quyết định sử dụng đòn bẩy tài chính để đầu tư thực hiện các chương trình mở rộng SXKD, doanh nghiệp cần đánh giá đúng nguồn lực tài chính hiện có của mình; khả năng đảm bảo nguồn lực tài chính cho hoạt động của DN nhằm đạt được mục tiêu đề ra; đánh giá khả năng huy động vốn để đáp ứng các hoạt động SXKD và khả năng đảm bảo an toàn tài chính. Từ đó, có thể lựa chọn đòn bẩy tài chính phù hợp với đặc điểm cụ thể của DN.

Hai là, cơ cấu lại hoạt động sản xuất kinh doanh để nâng cao hiệu quả hoạt động. Từ kết quả mô hình nghiên cứu đã cho thấy hoạt động của DN sẽ đạt hiệu quả cao khi tỷ lệ vay nợ thấp và ngược lại. Vì thế, cơ cấu lại tỷ lệ vốn vay, giảm tỷ lệ này xuống mức thấp nhất có thể là một trong những giải pháp tích cực để nâng cao hiệu quả hoạt động của DN.

Ba là, thực hiện chiến lược kinh doanh hợp lý để nâng cao hiệu quả hoạt động. Một chiến lược kinh doanh hợp lý được các DN Dược lựa chọn là sản xuất và bán sản phẩm có chất lượng cao, phù hợp với nhu cầu của người bệnh trong từng bối cảnh cụ thể. Các doanh nghiệp Dược niêm yết nên đầu tư cho việc cải tiến quy trình sản xuất, đổi mới phương thức sản xuất và tiêu thụ sản phẩm để gia tăng hiệu quả hoạt động và nâng cao chất lượng sản phẩm và giá cả hợp lý.

Tài liệu tham khảo:

- Trần Thị Tuấn Anh & Đặng Thị Thu Thủy (2017), "Tác động của đòn bẩy tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp Việt Nam: tiếp cận bằng hồi quy phân vị", Tạp chí Khoa học Đại học Mở Thành phố Hồ Chí Minh, 56(5), 3-12.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and Capital structure", Journal of Financial Economics, 3, 305-60.
- Fwps.fju.edu.vn/2023/05/31/tac-dong-cua-don-bay-tai-chinh-toi-hieu-qua-hoat-dong-cua-don-nghiep-nganh-dich-vu... công bố ngày 31/5/2023. Tác giả Nguyễn Thị Thủy và Lê Thị Trà My (2003);
- Shi & M. (2019), The impact of financial leverage on the performance of pharmaceutical enterprises, European journal of Business and Management, 8(6), 68-79.