



ẢNH HƯỞNG CỦA CẤU TRÚC TÀI CHÍNH ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP ĐƯỢC NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

• ThS. NGUYỄN THỊ THU HIỀN*

Nghiên cứu này phân tích sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp được phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Dựa trên dữ liệu từ 37 công ty trong giai đoạn 2016-2023, mô hình hồi quy được sử dụng để đánh giá tác động của các biến như tỷ lệ nợ ngắn hạn (SHD), tỷ lệ nợ dài hạn (LTA), hệ số nợ (DE), tỷ trọng tài sản cố định (CCTS) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) đến hiệu quả tài chính, đo lường bằng ROA và ROE. Kết quả cho thấy, tỷ lệ nợ dài hạn (LTA) và hệ số nợ (DE) có ảnh hưởng tiêu cực và ý nghĩa thống kê đến ROA và ROE, cho thấy việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao có thể giảm hiệu quả tài chính. Tỷ trọng tài sản cố định (CCTS) có tác động tích cực đến ROE, gợi ý rằng đầu tư vào tài sản cố định có thể nâng cao khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ ngắn hạn (SHD) và quy mô doanh nghiệp (SIZE) không có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính. Dựa trên kết quả, nghiên cứu đề xuất các doanh nghiệp được phẩm nên tái cơ cấu nợ, giảm thiểu đòn bẩy tài chính, tăng cường huy động vốn từ nguồn nội bộ và vốn chủ sở hữu, đầu tư hợp lý vào tài sản cố định và nâng cao quản trị tài chính. Những khuyến nghị này nhằm giúp

*Khoa Kinh tế - Trường Cao đẳng Nghề Kỹ thuật và Nghiệp vụ Hà Nội

doanh nghiệp cải thiện hiệu quả hoạt động và đóng góp vào sự phát triển bền vững của ngành dược phẩm Việt Nam.

Từ khóa: Cấu trúc tài chính; hiệu quả tài chính; doanh nghiệp dược phẩm; tỷ lệ nợ; tài sản cố định; Việt Nam.

Impact of Capital Structure on the Financial Performance of Pharmaceutical Companies Listed on the Vietnamese Stock Exchange

This study analyzes the impact of capital structure on the financial performance of pharmaceutical companies listed on the Vietnamese stock market. Based on data from 37 companies during the 2016-2023 period, a regression model was used to assess the influence of variables such as the short-term debt ratio (SHD), long-term debt ratio (LOD), debt-to-equity ratio (D/E), fixed asset intensity (FAI), and firm size (SIZE) on financial performance, measured by ROA and ROE. The results show that the long-term debt ratio (LOD) and debt-to-equity ratio (D/E) have a negative and statistically significant impact on ROA and ROE, suggesting that using high financial leverage can decrease financial performance. Meanwhile, fixed asset intensity (FAI) has a positive impact on ROE, indicating that investing in fixed assets can improve the return on equity. However, the short-term debt ratio (SHD) and firm size (SIZE) have no significant impact on financial performance. Based on these results, the study recommends that pharmaceutical companies should restructure their debt, reduce financial leverage, strengthen capital mobilization from internal and equity sources, invest appropriately in fixed assets, and improve their financial management. These recommendations are intended to help companies enhance operational efficiency and contribute to the sustainable development of Vietnam's pharmaceutical industry.

Keywords: Capital Structure; Financial Performance; Pharmaceutical Companies; Debt Ratio; Fixed Assets; Vietnam.

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu hóa và sự cạnh tranh ngày càng khốc liệt trên thị trường, việc quản lý cấu trúc tài chính hiệu quả đóng vai trò then chốt trong việc nâng cao hiệu quả tài chính của doanh nghiệp [1]. Đối với các doanh nghiệp dược phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán, điều này càng trở nên quan trọng khi ngành dược phẩm không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến sức khỏe cộng đồng mà còn góp phần đáng kể vào sự phát triển kinh tế quốc gia [2].

Ngành dược phẩm tại Việt Nam đang chứng kiến sự phát triển mạnh mẽ với tiềm năng tăng trưởng cao. Theo báo cáo mới đây, ngành dược phẩm đã có mức tăng trưởng khoảng 10% trong giai đoạn 2020-2023 [3]. Tuy nhiên, các doanh nghiệp trong ngành cũng phải đối mặt với nhiều thách thức như chi phí nghiên cứu và phát triển lớn, yêu cầu khắt

khe về chất lượng sản phẩm và sự biến động của chính sách y tế [4]. Cấu trúc tài chính hợp lý sẽ giúp doanh nghiệp dược tối ưu hóa nguồn lực, giảm thiểu rủi ro và tăng cường khả năng cạnh tranh trên thị trường.

Mặc dù, đã có nhiều nghiên cứu về tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả tài chính trong các ngành công nghiệp khác nhau [5, 6], nhưng vẫn còn thiếu các nghiên cứu chuyên sâu tập trung vào ngành dược phẩm tại Việt Nam. Việc hiểu rõ mối quan hệ này không chỉ giúp các doanh nghiệp dược cải thiện hiệu suất hoạt động mà còn cung cấp cơ sở cho các nhà đầu tư và nhà quản lý trong việc đưa ra quyết định chiến lược.

Xuất phát từ thực tế đó, nghiên cứu này nhằm phân tích sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp dược phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam.

Thông qua việc sử dụng dữ liệu tài chính từ các báo cáo thường niên và áp dụng các phương pháp phân tích định lượng, nghiên cứu kỳ vọng sẽ làm sáng tỏ mức độ và hướng tác động của các yếu tố trong cấu trúc tài chính đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nhiều nghiên cứu trên thế giới đã tập trung vào mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính trong ngành dược phẩm, với kết quả cho thấy sự ảnh hưởng đáng kể của các thành phần nợ và vốn chủ sở hữu đến hiệu suất hoạt động của doanh nghiệp.

Ngành dược phẩm, với tính chất cần vốn lớn, đòi hỏi quản lý cấu trúc vốn một cách cẩn thận để cân bằng rủi ro tài chính và hiệu quả hoạt động. Một nghiên cứu tập trung vào ngành dược phẩm trong thời kỳ đại dịch COVID-19 cho thấy các công ty có tỷ lệ nợ thấp đạt được lợi nhuận và dòng tiền ổn định hơn, gợi ý rằng cách tiếp cận thận trọng đối với nợ có thể giảm thiểu rủi ro hoạt động [7].

Phân tích về công ty dược Hengrui cho thấy tầm quan trọng của cấu trúc vốn hợp lý trong việc giảm chi phí tài chính và cải thiện khả năng sinh lời. Nghiên cứu nhấn mạnh sự cần thiết của việc quản lý điều chỉnh cấu trúc vốn dựa trên điều kiện thị trường để đạt được hiệu quả tài chính tối ưu [8].

Tại Ấn Độ, một nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ cao, bao gồm nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ, đều có tác động tiêu cực đến các chỉ số hiệu quả tài chính như lợi nhuận trên tài sản (ROA), lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) và thu nhập trên mỗi cổ phiếu (EPS). Tuy nhiên, chỉ số Tobin's Q, một thước đo hiệu quả dựa trên thị trường, không cho thấy mối quan hệ đáng kể với tỷ lệ nợ [2].

Tại Nigeria, các nghiên cứu phát hiện mối quan hệ tiêu cực và không đáng kể giữa vốn nợ và lợi nhuận trước thuế, gợi ý rằng việc sử dụng chính sách tài trợ nợ một cách mạnh mẽ có thể không mang lại lợi ích cho các công ty dược phẩm [9]. Trái ngược với nợ, vốn chủ sở hữu được chứng

minh có mối quan hệ tích cực và đáng kể với hiệu quả tài chính trong các công ty dược phẩm. Điều này bao gồm việc cải thiện lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận trên tài sản, cho thấy rằng tài trợ bằng vốn chủ sở hữu có thể là chiến lược hiệu quả hơn để nâng cao khả năng sinh lời [9].

Nghiên cứu về các doanh nghiệp dược phẩm và y tế tại Việt Nam cũng chỉ ra rằng cả tỷ lệ nợ ngắn hạn và dài hạn đều ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Điều này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory), cho rằng các doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn tài trợ nội bộ và coi nợ là lựa chọn kém ưu tiên hơn [4]. Tương tự như vậy, một nghiên cứu khác tại Việt Nam ủng hộ phát hiện này, cho thấy mối liên hệ tiêu cực giữa cấu trúc nợ và hiệu suất của công ty [10].

Mặc dù, có nhiều nghiên cứu quốc tế về tác động của cấu trúc tài chính đến hiệu quả tài chính trong ngành dược phẩm, nhưng hiện nay chưa có nhiều nghiên cứu chuyên sâu tập trung vào các doanh nghiệp dược phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. Sự khác biệt về môi trường kinh doanh, quy mô thị trường và đặc thù ngành tại Việt Nam khiến việc áp dụng kết quả từ các nghiên cứu quốc tế trở nên hạn chế. Do đó, cần thiết có một nghiên cứu cụ thể nhằm phân tích mối quan hệ giữa cấu trúc tài chính và hiệu quả tài chính trong bối cảnh ngành dược phẩm Việt Nam, từ đó cung cấp cơ sở thực tiễn cho các doanh nghiệp và nhà quản lý trong việc tối ưu hóa cấu trúc tài chính để nâng cao hiệu quả hoạt động.

3. Thu thập dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu

Nhằm phân tích sự ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp dược phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam, nghiên cứu sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng với phương pháp ước lượng hồi quy tuyến tính. Mô hình nghiên cứu được xây dựng dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu trước đây,

bao gồm các biến độc lập đại diện cho cấu trúc tài chính và các biến kiểm soát. Mô hình hồi quy tổng quát được đề xuất như sau:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 SHD_{it} + \beta_2 LTA_{it} + \beta_3 DE_{it} + \beta_4 CCTS_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó:

Y_{it} : Hiệu quả tài chính của công ty i tại thời điểm t , đo lường bằng ROA và ROE.

SHD_{it} : Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản.

LTA_{it} : Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản.

DE_{it} : Hệ số nợ (tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu).

$CCTS_{it}$: Tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản.

$SIZE_{it}$: Quy mô doanh nghiệp, đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản.

α : Hệ số chặn.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: Hệ số hồi quy của các biến độc lập.

ε_{it} : Sai số ngẫu nhiên của hàm hồi quy.

3.2. Các biến nghiên cứu và giả thuyết nghiên cứu

Bảng 1. Danh sách các biến trong nghiên cứu

Biến số	Loại biến	Công thức	Cơ sở lựa chọn	Giả thuyết nghiên cứu
ROA	Biến phụ thuộc	ROA = Lợi nhuận sau thuế / Tổng tài sản	Phản ánh khả năng sinh lời trên mỗi đồng tài sản của doanh nghiệp. Là chỉ số quan trọng đo lường hiệu quả tài chính tổng thể [4]	-
ROE	Biến phụ thuộc	ROE = Lợi nhuận sau thuế / Vốn chủ sở hữu	Thể hiện hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu trong việc tạo ra lợi nhuận. Là chỉ số quan trọng để đánh giá khả năng sinh lời cho cổ đông [4]	-
SHD	Biến độc lập	SHD = Nợ ngắn hạn / Tổng tài sản	Nợ ngắn hạn có chi phí thấp nhưng yêu cầu thanh toán nhanh, gây áp lực thanh khoản. Việc sử dụng nợ ngắn hạn quá mức có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính [6]	H1: SHD ảnh hưởng tiêu cực đến ROA và ROE
LTA	Biến độc lập	LTA = Nợ dài hạn / Tổng tài sản	Nợ dài hạn cung cấp nguồn vốn ổn định nhưng tăng chi phí lãi vay và rủi ro tài chính. Có thể hạn chế linh hoạt tài chính và ảnh hưởng đến khả năng sinh lời [5, 6]	H2: LTA ảnh hưởng tiêu cực đến ROA và ROE
DE	Biến độc lập	DE = Nợ phải trả / Vốn chủ sở hữu	Hệ số nợ cao cho thấy doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính lớn, tăng rủi ro phá sản. Có thể ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính. [6]	H3: DE ảnh hưởng tiêu cực đến ROA và ROE
CCTS	Biến độc lập	CCTS = Tài sản cố định / Tổng tài sản	Tỷ trọng tài sản cố định cao có thể làm giảm tính linh hoạt tài chính và tăng chi phí khấu hao. Có thể ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính. [5]	H4: CCTS ảnh hưởng tiêu cực đến ROA và ROE

SIZE	Biên kiểm soát	SIZE = Ln (Tổng tài sản)	Quy mô doanh nghiệp lớn có thể có lợi thế kinh tế quy mô, khả năng tiếp cận vốn và thị trường tốt hơn, cải thiện hiệu quả tài chính [6]	H5: SIZE ảnh hưởng tích cực đến ROA và ROE
-------------	----------------	--------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------

3.3. Dữ liệu và biện pháp thu thập dữ liệu

3.3.1. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của 37 công ty được phẩm niêm yết trên các sàn giao dịch chứng khoán HOSE, HNX và UPCOM trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2023. Các công ty được lựa chọn dựa trên các tiêu chí:

- Liên tục niêm yết và hoạt động trong suốt giai đoạn nghiên cứu.
- Có đầy đủ số liệu tài chính cần thiết cho việc tính toán các biến trong mô hình.
- Không thuộc diện bị cảnh báo, kiểm soát hoặc hủy niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu.

Với cỡ mẫu gồm 37 công ty trong 8 năm, tổng số quan sát tối đa là 296 (37 công ty × 8 năm). Sau khi loại bỏ các quan sát thiếu dữ liệu hoặc bất thường, mẫu nghiên cứu cuối cùng đảm bảo tính đại diện và độ tin cậy cho phân tích.

3.3.2. Phương pháp thu thập dữ liệu

Phương pháp thu thập dữ liệu trong nghiên cứu này dựa trên việc sử dụng các nguồn thông tin chính thức và đáng tin cậy, bao gồm trang web của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước, các Sở Giao dịch Chứng khoán (HOSE, HNX, UPCOM), trang web của các công ty được phẩm niêm yết và các cơ sở dữ liệu tài chính uy tín như Vietstock và CafeF. Quá trình thu thập dữ liệu được thực hiện bằng cách tìm kiếm và tải về báo cáo tài chính hằng năm của 37 công ty được phẩm trong giai đoạn từ năm 2016 đến năm 2023, sau đó kiểm tra và đối chiếu số liệu để đảm bảo tính chính xác và nhất quán. Các chỉ tiêu tài chính cần thiết cho mô hình nghiên cứu được tính toán dựa trên số liệu từ báo cáo tài

chính đã kiểm toán của các công ty, nhằm đảm bảo độ tin cậy và tính hợp lệ cho phân tích tiếp theo.

3.3.3. Phương pháp xử lý và phân tích dữ liệu

Dữ liệu thu thập được sau khi kiểm tra tính chính xác và đầy đủ sẽ được mã hóa và nhập vào phần mềm thống kê chuyên dụng như Stata 16.0 để thuận tiện cho việc phân tích. Trong quá trình nhập liệu, chúng tôi thực hiện kiểm tra và làm sạch dữ liệu, bao gồm việc phát hiện và xử lý các giá trị ngoại lệ, thiếu sót hoặc không hợp lệ. Đối với những quan sát thiếu dữ liệu hoặc có sai lệch lớn, chúng tôi sẽ xem xét loại bỏ hoặc điều chỉnh để đảm bảo tính tin cậy và độ chính xác của kết quả phân tích.

Sau khi dữ liệu đã được chuẩn bị, chúng tôi tiến hành các bước phân tích thống kê cần thiết. Đầu tiên, phân tích thống kê mô tả được thực hiện để hiểu rõ đặc điểm của các biến nghiên cứu, như trung bình, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất và nhỏ nhất. Tiếp theo, chúng tôi kiểm tra các giả định của mô hình hồi quy, bao gồm kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến giữa các biến độc lập thông qua hệ số phóng đại phương sai (VIF), kiểm tra tự tương quan của phần dư bằng kiểm định Durbin-Watson, và kiểm tra hiện tượng phương sai sai số thay đổi bằng kiểm định Breusch-Pagan. Mô hình tác động cố định (Fix-effect model FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (Random-effect model REM) được ước lượng. Kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn mô hình phù hợp giữa FEM và REM. Nếu các giả định của mô hình không được thỏa mãn, chúng tôi sẽ áp dụng các biện pháp khắc phục phù hợp, chẳng hạn như sử dụng phương pháp ước lượng sai số chuẩn vững (Robust Standard Errors) hoặc điều chỉnh mô hình để đảm bảo kết quả ước lượng là tin cậy và không chệch.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Dữ liệu về các biến số trong mô hình nghiên cứu được mô tả ở Bảng 2:

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ROE	296	10,218	18,689	-222,100	49,010
ROA	296	6,598	7,795	-22,000	40,320
SHD	296	0,428	0,235	0,042	0,963
LTA	296	0,469	0,236	0,092	0,983
DE	296	2,124	4,891	0,102	56,830
CCTS	296	0,700	0,180	0,175	0,984
SIZE	296	13,284	1,128	9,924	16,093

ROE (Return on Equity - Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu): Biến ROE có 296 quan sát, đại diện cho 37 công ty được phỏng vấn từ năm 2016 đến 2023. Giá trị trung bình của ROE là 10,218%, cho thấy trung bình các công ty đạt được lợi nhuận sau thuế tương đương 10,218% vốn chủ sở hữu. Độ lệch chuẩn là 18,689%, phản ánh sự biến động lớn về khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu giữa các công ty và các năm. Giá trị nhỏ nhất của ROE là -222,100%, cho thấy có những công ty trong một số năm đã gặp thua lỗ nghiêm trọng. Giá trị lớn nhất là 49,010%, biểu thị mức sinh lời cao nhất đạt được trong mẫu nghiên cứu.

ROA (Return on Assets - Tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản): Biến ROA cũng có 296 quan sát, với giá trị trung bình là 6,598%. Điều này cho thấy trung bình các công ty tạo ra lợi nhuận sau thuế tương đương 6,598% tổng tài sản. Độ lệch chuẩn là 7,795%, cho thấy sự biến động về hiệu quả sử dụng tài sản giữa các công ty và các năm. Giá trị nhỏ nhất của ROA là -22,000%, cho thấy có công ty trong một số năm đã hoạt động kém hiệu quả, gây ra thua lỗ trên tài sản. Giá trị lớn nhất là 40,320%, biểu thị mức hiệu quả sử dụng tài sản cao nhất trong mẫu nghiên cứu.

SHD (Short-term Debt Ratio - Tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản): Biến SHD có 296 quan sát, với giá trị trung bình là 0,428, nghĩa là trung bình

nợ ngắn hạn chiếm 42,8% tổng tài sản của các công ty. Độ lệch chuẩn là 0,235, phản ánh sự khác biệt trong cấu trúc nợ ngắn hạn giữa các công ty. Giá trị nhỏ nhất là 0,042, cho thấy có công ty có nợ ngắn hạn rất thấp, chỉ chiếm 4,2% tổng tài sản. Giá trị lớn nhất là 0,963, nghĩa là có công ty mà nợ ngắn hạn gần như bằng tổng tài sản, cho thấy mức độ sử dụng nợ ngắn hạn rất cao.

LTA (Long-term Debt Ratio - Tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản): Biến LTA cũng có 296 quan sát, với giá trị trung bình là 0,469, cho thấy trung bình nợ dài hạn chiếm 46,9% tổng tài sản. Độ lệch chuẩn là 0,236, phản ánh sự khác biệt trong mức độ sử dụng nợ dài hạn giữa các công ty. Giá trị nhỏ nhất là 0,092, nghĩa là có công ty có nợ dài hạn chỉ chiếm 9,2% tổng tài sản. Giá trị lớn nhất là 0,983, cho thấy có công ty mà nợ dài hạn gần bằng tổng tài sản, thể hiện mức đòn bẩy tài chính dài hạn cao.

DE (Debt to Equity Ratio - Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu): Biến DE có 296 quan sát, với giá trị trung bình là 2,124, nghĩa là trung bình nợ phải trả gấp 2,124 lần vốn chủ sở hữu. Độ lệch chuẩn là 4,891, cho thấy sự biến động lớn trong cấu trúc vốn của các công ty. Giá trị nhỏ nhất là 0,102, cho thấy có công ty có nợ phải trả chỉ chiếm 10,2% vốn chủ sở hữu, phản ánh mức đòn bẩy tài chính thấp. Giá trị lớn nhất là 56,830, nghĩa là có công ty có nợ phải trả gấp 56,83 lần vốn chủ sở hữu, cho thấy

mức đòn bẩy tài chính rất cao và tiềm ẩn rủi ro tài chính đáng kể.

CCTS (Fixed Assets to Total Assets Ratio - Tỷ trọng tài sản cố định trên tổng tài sản): Biến CCTS có 296 quan sát, với giá trị trung bình là 0,700, cho thấy trung bình tài sản cố định chiếm 70% tổng tài sản của các công ty. Độ lệch chuẩn là 0,180, phản ánh sự khác biệt trong cơ cấu tài sản giữa các công ty. Giá trị nhỏ nhất là 0,175, nghĩa là có công ty mà tài sản cố định chỉ chiếm 17,5% tổng tài sản, cho thấy tập trung nhiều vào tài sản lưu động. Giá trị lớn nhất là 0,984, cho thấy có công ty mà tài sản cố định chiếm đến 98,4% tổng tài sản, thể hiện đầu tư lớn vào tài sản dài hạn.

SIZE (Firm Size - Quy mô doanh nghiệp): Biến SIZE có 296 quan sát, với giá trị trung bình là

13,284, được tính bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản. Điều này phản ánh quy mô trung bình của các công ty trong mẫu nghiên cứu. Độ lệch chuẩn là 1,128, cho thấy sự khác biệt về quy mô giữa các công ty. Giá trị nhỏ nhất là 9,924, nghĩa là có công ty có quy mô nhỏ hơn đáng kể so với trung bình. Giá trị lớn nhất là 16,093, cho thấy có công ty có quy mô lớn, sở hữu tổng tài sản cao hơn nhiều so với các công ty khác trong mẫu.

4.2. Kiểm tra độ tương quan và đa cộng tuyến

Bảng ma trận hệ số tương quan (Bảng 3) cho thấy các biến độc lập trong mô hình đều có mối tương quan với biến phụ thuộc, trong đó có một số cặp có hệ số tương quan lớn hơn 0,5. Bảng kết quả cho thấy có đủ điều kiện để tiến hành phân tích hồi quy giữa các biến.

Bảng 3. Tương quan giữa các biến số

	ROE	ROA	SHD	LTA	DE	CCTS	SIZE
ROE	1						
ROA	0,6974	1					
SHD	-0,2200	-0,5231	1				
LTA	-0,3101	-0,6002	0,6452	1			
DE	-0,5546	-0,3484	0,5525	0,5723	1		
CCTS	0,1285	-0,0151	0,4948	0,3269	0,2569	1	
SIZE	0,1064	0,1264	-0,0017	-0,0319	0,1632	0,1677	1

Bảng 4 cho thấy các hệ số trong mô hình < 10 cho thấy không có hiện tượng đa cộng tuyến.

Bảng 4. Tình trạng đa cộng tuyến

Variable	VIF	1/VIF
SHD	2,73	0,3663
LTA	2,97	0,3367
CCTS	1,81	0,5515
DE	1,57	0,6379
SIZE	1,09	0,9205
Mean VIF	2,03	

4.4. Kết quả hồi quy

Tiến hành phân tích mô hình hồi quy FEM và REM cho cả 2 biến phụ thuộc ROE và ROA, sau

đó sử dụng kiểm định Hausman để lựa chọn mô hình. Kết quả cho thấy

- Với biến phụ thuộc ROE: mô hình FEM có

hiệu quả hơn REM, do vậy nhóm nghiên cứu lựa chọn mô hình FEM cho biến ROE.

- Với biến phụ thuộc ROA: mô hình REM có

hiệu quả hơn FEM, do vậy nhóm nghiên cứu lựa chọn mô hình REM cho biến ROA

Bảng 5. Mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là ROE và ROA

Biến độc lập	ROA (mô hình REM)			ROE (mô hình FEM)		
	β (SE)	$p > z $	Chiều hướng ảnh hưởng	β (SE)	$p > z $	Chiều hướng ảnh hưởng
SHD	5,09 (5,92)	0,390	Không ảnh hưởng	2,29 (17,62)	0,897	Không ảnh hưởng
LTA	-19,23 (5,40)	0,000	-	-4,10 (15,25)	0,788	Không ảnh hưởng
DE	-0,18 (0,08)	0,021	-	-3,22 (0,21)	0,000	-
CCTS	4,18 (2,98)	0,160	Không ảnh hưởng	18,76 (8,96)	0,037	+
SIZE	0,50 (0,54)	0,349	Không ảnh hưởng	3,43 (2,07)	0,100	Không ảnh hưởng
Hằng số	4,21 (7,36)	0,568		-40,68 (27,95)	0,147	

Bảng 5 cho thấy Biến LTA có ảnh hưởng tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến ROA, với hệ số hồi quy là -19,23 và p-value = 0,000. Điều này cho thấy khi tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản tăng, hiệu quả sử dụng tài sản của doanh nghiệp giảm đáng kể. Tuy nhiên, LTA không ảnh hưởng đáng kể đến ROE (p-value = 0,788). Kết quả này phù hợp với nghiên cứu của một số tác giả [2, 4], nơi tỷ lệ nợ dài hạn cao ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính. Điều này có thể do chi phí lãi vay tăng và rủi ro tài chính dài hạn, làm giảm khả năng sinh lời trên tài sản.

Hệ số nợ (DE) có ảnh hưởng tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến cả ROA và ROE, với hệ số hồi quy lần lượt là -0,18 (p-value = 0,021) và -3,22 (p-value = 0,000). Điều này cho thấy việc sử dụng đòn bẩy tài chính cao làm giảm hiệu quả tài chính, có thể do chi phí lãi vay tăng và rủi ro phá sản cao hơn. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu tại Nigeria khi cho thấy vốn nợ được tìm thấy có mối quan hệ tiêu cực với hiệu quả tài chính [9]. Kết quả này cũng được quan sát thấy ở một số ngành khác như vận tải, khi nghiên cứu của Đào Văn Thi và cộng sự (2022) cho thấy DE có mối liên quan đáng kể với ROE [5], cho thấy tài trợ bằng nợ chưa chắc đã giúp doanh nghiệp đạt được hiệu quả tài chính bền vững.

Biến CCTS có ảnh hưởng tích cực và có ý nghĩa thống kê đến ROE, với hệ số hồi quy là 18,76 (p-value = 0,037), nhưng không ảnh hưởng đáng kể đến ROA (p-value = 0,160). Điều này cho thấy việc đầu tư vào tài sản cố định có thể cải thiện khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu. Kết quả này tương đồng với nghiên cứu của Deng (2024), nơi việc đầu tư hợp lý vào tài sản cố định giúp giảm chi phí tài chính và cải thiện khả năng sinh lời [8]. Tuy nhiên, nó khác với một số nghiên cứu cho rằng tỷ trọng tài sản cố định cao có thể làm giảm tính linh hoạt tài chính và tăng chi phí khấu hao [5].

5. Các khuyến nghị đề xuất

Dựa trên kết quả nghiên cứu về ảnh hưởng của cấu trúc tài chính đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp được phẩm niêm yết tại Việt Nam, một số khuyến nghị được đề xuất nhằm giúp các doanh nghiệp cải thiện hiệu quả hoạt động và tối ưu hóa cấu trúc tài chính.

Tài cơ cấu nợ, giảm thiểu đòn bẩy tài chính: Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ lệ nợ dài hạn (LTA) và hệ số nợ (DE) có ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính (ROA và ROE). Do đó, các doanh nghiệp nên đánh giá lại cấu trúc nợ hiện tại, xác định mức độ phù hợp của nợ dài hạn và ngắn hạn trong tổng nguồn vốn để đảm bảo tỷ lệ nợ ở mức an toàn và

hợp lý. Việc giảm tỷ lệ nợ dài hạn cần được xem xét thông qua việc trả bớt nợ dài hạn và tái đàm phán các điều khoản vay nhằm giảm chi phí lãi vay và rủi ro tài chính. Đồng thời, doanh nghiệp cần hạn chế sử dụng đòn bẩy tài chính quá mức, tránh việc tăng cường vay nợ mà không có kế hoạch sử dụng vốn hiệu quả, cũng như cân nhắc tác động của nợ đến khả năng thanh toán và lợi nhuận.

Tăng cường huy động vốn từ nguồn nội bộ và vốn chủ sở hữu: Với việc đòn bẩy tài chính cao ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả tài chính, doanh nghiệp nên tăng cường huy động vốn từ nguồn nội bộ và vốn chủ sở hữu. Tối ưu hóa lợi nhuận giữ lại bằng cách sử dụng lợi nhuận sau thuế để tái đầu tư, giúp giảm phụ thuộc vào vốn vay. Việc phát hành thêm cổ phiếu cũng là một giải pháp để tăng vốn chủ sở hữu, thu hút nhà đầu tư chiến lược và đa dạng hóa nguồn vốn. Ngoài ra, cải thiện minh bạch tài chính thông qua việc tăng cường công bố thông tin và nâng cao uy tín sẽ giúp thu hút đầu tư từ các cổ đông hiện hữu và tiềm năng.

Đầu tư hợp lý vào tài sản cố định: Kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ trọng tài sản cố định (CCTS) có ảnh hưởng tích cực đến ROE, do đó doanh nghiệp cần đầu tư hợp lý vào tài sản cố định. Việc đánh giá hiệu quả đầu tư vào tài sản cố định là cần thiết để xác định các dự án mang lại lợi nhuận cao, góp phần nâng cao năng lực sản xuất và cạnh tranh. Doanh nghiệp nên ưu tiên đầu tư vào công nghệ và thiết bị hiện đại nhằm cải thiện chất lượng sản phẩm, tăng năng suất và giảm chi phí vận hành. Quản lý tài sản hiệu quả cũng đóng vai trò quan trọng, giúp tối ưu hóa việc sử dụng tài sản cố định, tránh lãng phí và đảm bảo tài sản đóng góp tích cực vào hoạt động kinh doanh.

Nâng cao quản trị tài chính và rủi ro: Để cải thiện hiệu quả tài chính, doanh nghiệp cần nâng cao quản trị tài chính và quản lý rủi ro. Xây dựng chiến lược tài chính dài hạn, lập kế hoạch tài chính chi tiết, dự báo dòng tiền và quản lý nợ cùng vốn chủ sở hữu một cách cân đối sẽ giúp doanh nghiệp hoạt động hiệu quả hơn. Quản lý rủi ro tài chính

cần được thực hiện bằng cách thiết lập các chính sách quản lý rủi ro, bao gồm rủi ro lãi suất, tỷ giá và thanh khoản, nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực đến hiệu quả kinh doanh. Đồng thời, việc đào tạo và phát triển nguồn nhân lực tài chính là cần thiết để nâng cao năng lực chuyên môn cho đội ngũ quản lý, cập nhật kiến thức và kỹ năng về quản trị tài chính hiện đại.

Tăng cường hiệu quả hoạt động kinh doanh: Ngoài việc quản lý cấu trúc tài chính, doanh nghiệp cần tập trung vào việc tăng cường hiệu quả hoạt động kinh doanh. Đẩy mạnh nghiên cứu và phát triển (R&D) bằng cách đầu tư vào việc tạo ra sản phẩm mới, cải tiến chất lượng, đáp ứng nhu cầu thị trường và tăng doanh thu. Mở rộng thị trường thông qua việc tìm kiếm cơ hội trong và ngoài nước, đa dạng hóa sản phẩm và dịch vụ sẽ giúp doanh nghiệp phát triển bền vững. Tối ưu hóa chi phí vận hành bằng cách rà soát và cắt giảm các chi phí không cần thiết, cải thiện quy trình sản xuất và quản lý cũng góp phần nâng cao hiệu suất hoạt động.

Tận dụng lợi thế quy mô và hợp tác chiến lược: Mặc dù quy mô doanh nghiệp (SIZE) không ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả tài chính trong nghiên cứu này, doanh nghiệp vẫn có thể tận dụng lợi thế quy mô và hợp tác chiến lược để cải thiện vị thế trên thị trường. Hợp tác với các đối tác chiến lược thông qua liên kết với các doanh nghiệp khác sẽ giúp chia sẻ nguồn lực, công nghệ và thị trường, từ đó nâng cao sức cạnh tranh. Thực hiện sáp nhập và mua lại (M&A) cũng là một cách để mở rộng quy mô, tận dụng lợi thế kinh tế và tăng cường năng lực cạnh tranh.

Nâng cao chất lượng quản trị doanh nghiệp: Quản trị doanh nghiệp tốt là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính. Doanh nghiệp cần đảm bảo minh bạch và tuân thủ quy định bằng cách công bố thông tin đầy đủ, tuân thủ các quy định pháp luật và chuẩn mực kế toán. Thiết lập hệ thống kiểm soát nội bộ hiệu quả sẽ giúp giám sát hoạt động kinh doanh, quản lý rủi ro và đảm bảo tính chính xác của báo cáo tài chính. Phát triển văn

hóa doanh nghiệp, xây dựng môi trường làm việc chuyên nghiệp, khuyến khích sáng tạo và trách nhiệm của nhân viên cũng đóng góp vào sự thành công chung.

Đề xuất cho cơ quan quản lý và nhà hoạch định chính sách: Chính phủ và các cơ quan quản lý cần tạo môi trường kinh doanh thuận lợi bằng cách tiếp tục cải thiện môi trường pháp lý và hỗ trợ doanh

nh nghiệp tiếp cận nguồn vốn cũng như công nghệ. Khuyến khích đầu tư vào R&D thông qua việc đưa ra các chính sách ưu đãi thuế và hỗ trợ tài chính sẽ thúc đẩy sự đổi mới trong ngành dược phẩm. Tăng cường giám sát thị trường tài chính để đảm bảo hoạt động của thị trường vốn minh bạch và ổn định, giúp doanh nghiệp huy động vốn hiệu quả và nhà đầu tư an tâm hơn. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. C. P. Das and R. K. Swain, "Influence of Capital Structure on Financial Performance," *Parikalpana Kiit Journal of Management*, vol. 14, no. 1, p. 161, 2018, doi: 10.23862/kiit-parikalpana/2018/v14/i1/173256;
2. N. Prasad, M. K. Verma, N. Tanwar, and M. Kumar, "Capital Structure Impact on Firm Performance: An Empirical Study of the Pharmaceutical Sector in India," vol. 69, pp. 843-848, 06/01 2024;
3. C. k. R. Việt, "Báo cáo chuyên đề - Triển vọng ngành dược 2024: Giai đoạn tăng trưởng ổn định," *Thành phố Hồ Chí Minh*, 2024;
4. T. H. Y. Nguyen, V. N. Vu, and T. T. T. Pham, "Impact of Capital Structure on Financial Performance: An Empirical Analysis of Listed Pharmaceutical and Medical Industry in Vietnam," *Singapore, 2024: Springer Nature Singapore*, in *Proceedings of the 4th International Conference on Research in Management and Technovation*, pp. 643-652;
5. Đ. V. Thi and P. T. H. Mai, "Cấu trúc tài chính và những ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp vận tải," *Tạp chí Tài chính*, vol. 1, 2022;
6. N. C. Tâm, "Tác động của cấu trúc vốn đến hiệu suất tài chính ngành Logistics: trường hợp các công ty trên sàn chứng khoán Việt Nam " *Tạp chí Công Thương - Các kết quả nghiên cứu khoa học và ứng dụng công nghệ*, vol. 19, 2021;
7. L. Chen, "Impact of Capital Structure on the Operating Performance of Listed Companies in the Pharmaceutical Industry," *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, vol. 40, pp. 61-67, 11/10 2023, doi: 10.54254/2754-1169/40/20231995;
8. H. Deng, "Analysis of the capital structure of the pharmaceutical industry - Take Hengrui Pharmaceutical as an example," *MedScien*, vol. 1, 02/19 2024, doi: 10.61173/9rskvq84;
9. S. C. Ezuma, "Effect of Debt Capital on Financial Performance of Listed Pharmaceutical Companies in Nigeria," *International Journal of Economics and Financial Managemen*, vol. 7, no. 5, pp. 99-110, 2022;
10. H. Thoa, H. Nga, and H. Tran, "Debt structure and firm performance in Vietnamese stock market," *Economics, Finance And Management Review*, vol. 15, pp. 49-58, 09/30 2023, doi: 10.36690/2674-5208-2023-3-49-58.

Ngày nhận bài: 14/6/2025
Ngày duyệt đăng: 01/7/2025