

CÁC NHÂN TỐ ẢNH HƯỞNG ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP NGÀNH Y DƯỢC NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

• VŨ LỆ HƯỜNG¹ - TRẦN THẾ NỮ²

¹Viện Thành viên Hội đồng Quản trị Việt Nam

²Trường Quốc tế, Đại học Quốc gia Hà Nội

TÓM TẮT:

Trong bối cảnh nhu cầu ngành y dược ngày càng gia tăng, việc đánh giá hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành có ý nghĩa quan trọng đối với nhà quản trị, nhà đầu tư và các nhà hoạch định chính sách. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của 25 doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2017-2025. Kết quả hồi quy cho thấy chi phí lãi vay và đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Quy mô doanh nghiệp cũng có mối quan hệ âm với tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE), hàm ý rằng việc mở rộng quy mô có thể làm gia tăng chi phí quản lý và vận hành, từ đó làm giảm hiệu quả sử dụng vốn. Ngược lại, doanh thu có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động, cho thấy tăng trưởng doanh thu đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện khả năng sinh lời của các doanh nghiệp ngành Y Dược. Kết quả nghiên cứu cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết tại Việt Nam và gợi ý một số hàm ý quản trị nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Từ khóa: doanh nghiệp ngành Y Dược, hiệu quả hoạt động, đòn bẩy tài chính, chi phí lãi vay, doanh thu, Việt Nam.

1. Đặt vấn đề

Hiệu quả hoạt động là một chỉ tiêu trung tâm trong nghiên cứu tài chính doanh nghiệp, phản ánh mức độ doanh nghiệp sử dụng nguồn lực để tạo ra lợi nhuận và kết quả kinh doanh. Trong các nghiên cứu thực nghiệm về doanh nghiệp niêm yết, hiệu quả hoạt động thường được đo lường bằng các chỉ tiêu kế toán như tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) và ROE. Trong bối cảnh Việt Nam, (Vu et al., 2019) cũng sử dụng ROA và ROE để đánh giá hiệu quả

hoạt động của các công ty niêm yết, cho thấy đây là các thước đo phổ biến và phù hợp ở cấp độ doanh nghiệp.

Trong những năm gần đây, việc nghiên cứu hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp dược phẩm và thiết bị y tế niêm yết tại Việt Nam ngày càng có ý nghĩa thực tiễn. Việt Nam đã bước vào giai đoạn già hóa dân số từ năm 2015 và được dự báo trở thành xã hội dân số già vào năm 2035, kéo theo nhu cầu ngành y dược gia tăng. Đồng thời, độ bao phủ bảo

hiếm y tế đã đạt khoảng 94,2% dân số vào năm 2024, trong khi chi tiêu y tế duy trì ở mức khoảng 4,6% GDP (World Bank Group, 2023). Những yếu tố này tạo điều kiện cho sự mở rộng nhu cầu đối với thuốc, vật tư và thiết bị y tế, đồng thời đặt ra yêu cầu nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành.

Về phương diện lý thuyết, nghiên cứu hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thường gắn với các lý thuyết về cấu trúc vốn và quyết định tài trợ. (Modigliani & Miller, 1958) cho rằng trong thị trường hoàn hảo, giá trị doanh nghiệp không phụ thuộc vào cấu trúc vốn; trong khi (Kraus & Litzenberger, 1973) phát triển lập luận đánh đổi giữa lợi ích lá chắn thuế của nợ và chi phí kiệt quệ tài chính. (Myers, 1984) tiếp tục nhấn mạnh lý thuyết trật tự phân hạng, theo đó doanh nghiệp ưu tiên sử dụng vốn nội bộ trước khi huy động nợ hoặc phát hành cổ phần. Những khuôn khổ lý thuyết này gợi ý rằng, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể chịu ảnh hưởng bởi cấu trúc vốn và các đặc điểm nội tại của doanh nghiệp.

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp tại Việt Nam, phần lớn các nghiên cứu tập trung vào doanh nghiệp niêm yết nói chung hoặc doanh nghiệp phi tài chính. Các nghiên cứu chuyên biệt đối với nhóm doanh nghiệp ngành y dược niêm yết còn khá hạn chế, trong khi đây là ngành có những đặc trưng riêng về mức độ điều tiết, cường độ đầu tư và yêu cầu duy trì chất lượng sản phẩm, dịch vụ.

2. Cơ sở lý luận và tổng quan tình hình nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý luận

Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thường được đo lường bằng các chỉ tiêu kế toán như ROA và ROE. Trong nghiên cứu về doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, (Vu et al., 2019) sử dụng ROA và ROE như hai thước đo hiệu quả hoạt động. Với riêng ngành Y Dược, (Scafarto et al., 2023) cũng đo lường hiệu quả tài chính bằng ROA và kiểm tra độ vững bằng ROE, cho thấy đây là cách tiếp cận phù hợp khi nghiên cứu hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết.

Về nền tảng lý thuyết, (Modigliani & Miller, 1958) khởi đầu tranh luận hiện đại về cấu trúc

vốn khi chỉ ra rằng, dưới các giả định chặt của thị trường hoàn hảo, giá trị doanh nghiệp không phụ thuộc vào cách thức tài trợ. Trên cơ sở đó, (Kraus & Litzenberger, 1973) phát triển hướng tiếp cận đánh đổi, theo đó doanh nghiệp lựa chọn mức nợ bằng cách cân bằng lợi ích của lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính. (Myers, 1984) tiếp tục hệ thống hóa “bài toán cấu trúc vốn”, đối chiếu logic của lý thuyết đánh đổi với lý thuyết trật tự phân hạng. Trong khi đó, (Jensen & Meckling, 1976) cho rằng nợ và vốn chủ sở hữu gắn với chi phí đại diện, từ đó ảnh hưởng đến hành vi quản trị và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Từ các tiếp cận trên, có thể lập luận rằng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng bởi ít nhất hai nhóm nhân tố. Nhóm thứ nhất, là các nhân tố tài chính như đòn bẩy và thanh khoản, vì chúng liên quan trực tiếp đến chi phí vốn, rủi ro tài chính và khả năng duy trì hoạt động. Nhóm thứ hai, là các đặc điểm nội tại của doanh nghiệp như quy mô, tuổi doanh nghiệp và tăng trưởng. (Titman & Wessels, 1988) phân tích sức giải thích của các lý thuyết cấu trúc vốn thông qua nhiều đặc điểm doanh nghiệp, còn (Rajan & Zingales) cho thấy những biến thường dùng để giải thích đòn bẩy tại Hoa Kỳ cũng có ý nghĩa ở các nước công nghiệp lớn khác. Điều này gợi ý rằng khi nghiên cứu hiệu quả hoạt động, không nên chỉ xem xét riêng cấu trúc vốn mà cần đặt nó trong mối liên hệ với đặc điểm doanh nghiệp.

Đối với ngành Y Dược, (Scafarto et al., 2023) mô tả khu vực này bao gồm các doanh nghiệp thiết bị và dịch vụ y tế, dược phẩm, công nghệ sinh học và khoa học sự sống; đồng thời nhấn mạnh đây là nhóm ngành thâm dụng tri thức. Nghiên cứu này cũng cho thấy chuyển đổi số có tác động dương đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ngành y dược trong mẫu EU, và tác động đó được quan sát với ROA cũng như kiểm tra độ bền bằng ROE. Vì vậy, khi xây dựng khung lý thuyết cho doanh nghiệp ngành Y Dược, ngoài các biến tài chính truyền thống, cần lưu ý thêm tính đặc thù của ngành và năng lực tổ chức vận hành.

2.2. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Ở bình diện quốc tế, các nghiên cứu về doanh nghiệp ngành Y Dược cho thấy hiệu quả hoạt động

thường được phân tích gắn với thanh khoản, đòn bẩy, khả năng sinh lời và các yếu tố vận hành. (Cinaroglu & Pirgaip, 2024), trong nghiên cứu về các công ty ngành y dược trên một thị trường chứng khoán mới nổi, sử dụng các tỷ số thanh khoản, đòn bẩy và khả năng sinh lời để phân tích hiệu quả tài chính. Trong khi đó, (Scafarto et al., 2023) cho thấy chuyển đổi số có liên hệ tích cực với hiệu quả tài chính của doanh nghiệp ngành y dược niêm yết tại EU. Nhìn chung, bằng chứng quốc tế gợi ý rằng với doanh nghiệp ngành y dược, hiệu quả hoạt động không chỉ phụ thuộc vào cấu trúc tài chính mà còn gắn với năng lực thích ứng công nghệ và khai thác nguồn lực tri thức.

Nghiên cứu về Việt Nam, bằng chứng thực nghiệm hiện có chủ yếu tập trung vào doanh nghiệp niêm yết nói chung hoặc doanh nghiệp phi tài chính. (Le & Phan, 2017), sử dụng dữ liệu bảng không cân bằng của các doanh nghiệp phi tài chính niêm yết giai đoạn 2007-2012, cho thấy các tỷ lệ nợ đều có quan hệ âm có ý nghĩa thống kê với hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. (Vu et al., 2019), nghiên cứu 693 doanh nghiệp niêm yết năm 2015, sử dụng ROA và ROE để đo lường hiệu quả hoạt động và ghi nhận quy mô doanh nghiệp có quan hệ dương với hiệu quả hoạt động, trong khi tuổi doanh nghiệp có quan hệ âm đối với một số nhóm doanh nghiệp tài chính.

Các nghiên cứu gần hơn cũng tiếp tục nhấn mạnh vai trò của thanh khoản, nợ và đặc điểm doanh nghiệp. (Nguyen et al., 2023) cho thấy trên mẫu 300 doanh nghiệp Việt Nam giai đoạn 2012-2018, lợi nhuận đo bằng ROA và ROE có quan hệ dương với thanh khoản, quan hệ âm với nợ dài hạn, và trong bối cảnh Việt Nam nợ ngắn hạn có thể đi kèm tác động dương đến lợi nhuận. Tuy nhiên, (Nguyen et al., 2024), khi nghiên cứu các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE/HSX) trong giai đoạn có cú sốc COVID-19, lại ghi nhận thanh khoản có tác động âm và có ý nghĩa đến hiệu quả hoạt động. (Hò et al.) cũng xây dựng mô hình với ROA là biến phụ thuộc cho các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), trong đó các biến giải thích gồm quy mô, tăng trưởng, tuổi doanh nghiệp, thanh khoản và thuế thu nhập doanh nghiệp. Các kết quả này cho thấy chiều tác động của từng nhân

tố có thể thay đổi theo mẫu nghiên cứu, thời kỳ nghiên cứu và điều kiện thị trường.

Ngoài các biến tài chính, quản trị doanh nghiệp cũng được ghi nhận là một nhóm nhân tố liên quan đến kết quả hoạt động. (Vu et al., 2018), với 557 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam, cho thấy số lượng thành viên hội đồng quản trị, mức độ tập trung sở hữu trong hội đồng quản trị và sở hữu của CEO có tác động dương đến ROA, trong khi sự ổn định của hội đồng quản trị tác động âm đến cả ROA và ROE. Điều này cho thấy khi phân tích hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp niêm yết, cần cân nhắc không chỉ các biến tài chính mà cả đặc điểm quản trị.

Từ các nghiên cứu đã rà soát, có thể thấy bằng chứng ở Việt Nam hiện chủ yếu tập trung vào doanh nghiệp niêm yết nói chung, doanh nghiệp phi tài chính, hoặc các mẫu theo HSX và HNX; trong khi các nghiên cứu tách riêng nhóm doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết còn khá hạn chế. Đây là một khoảng trống nghiên cứu đáng chú ý, bởi doanh nghiệp ngành Y Dược có đặc trưng ngành riêng về mức độ điều tiết, cường độ tri thức và yêu cầu duy trì chất lượng sản phẩm, dịch vụ. Vì vậy, việc nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành y dược niêm yết tại Việt Nam là cần thiết cả về mặt học thuật lẫn thực tiễn. Nhận định về “khoảng trống” này là suy ra từ nhóm công trình vừa rà soát.

3. Phương pháp và mô hình nghiên cứu

3.1. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm liên quan, nghiên cứu xây dựng mô hình nhằm phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết tại Việt Nam.

H1: Chi phí lãi vay (IE) có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết tại Việt Nam.

H2: Đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết tại Việt Nam.

H3: Quy mô doanh nghiệp (SIZE) có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết tại Việt Nam.

H4: Doanh thu (REV) có tác động cùng chiều

đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết tại Việt Nam.

Mô hình nghiên cứu được đề xuất như sau:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1IE + \beta_2LEV + \beta_3SIZE + \beta_4REV + \varepsilon$$

Trong đó:

- ROE: Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, đo lường bằng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu;
- IE: Chi phí lãi vay của doanh nghiệp;
- LEV: Đòn bẩy tài chính, phản ánh tỷ lệ nợ của doanh nghiệp;
- SIZE: Quy mô doanh nghiệp, được đo bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản;
- REV: Doanh thu của doanh nghiệp;
- β_0 : Hệ số chặn của mô hình;
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Các hệ số hồi quy của các biến độc lập;
- ε : Sai số ngẫu nhiên.

Các biến trong mô hình được đo lường như sau:

3.2. Phương pháp ước lượng

Nghiên cứu sử dụng phương pháp hồi quy tuyến tính nhằm đánh giá tác động của các biến độc lập đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Mô hình được ước lượng bằng phương pháp bình phương

tối thiểu (OLS) trên bộ dữ liệu bảng của các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu. Bên cạnh đó, một số kiểm định cần thiết cũng được thực hiện nhằm đánh giá độ tin cậy của mô hình, bao gồm kiểm định đa cộng tuyến, kiểm định phương sai sai số thay đổi và kiểm định tự tương quan phần dư.

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp được thu thập từ báo cáo tài chính đã kiểm toán của các doanh nghiệp ngành y dược niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mẫu nghiên cứu bao gồm 25 doanh nghiệp thuộc ngành Y Dược niêm yết trên HOSE và HNX trong giai đoạn 2017-2025. Sau khi loại bỏ các quan sát thiếu dữ liệu, bộ dữ liệu nghiên cứu bao gồm 223 quan sát và được xây dựng dưới dạng dữ liệu bảng, cho phép phân tích sự biến động của các biến theo cả chiều thời gian và giữa các doanh nghiệp.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Bảng 3 trình bày thống kê mô tả của các biến được sử dụng trong mô hình nghiên cứu, bao gồm

Bảng 1: Tổng hợp các giả thuyết nghiên cứu

Giả thuyết	Nội dung giả thuyết	Kỳ vọng dấu
H1	Chi phí lãi vay (IE) tác động đến ROE	(-)
H2	Đòn bẩy tài chính (LEV) tác động đến ROE	(-)
H3	Quy mô doanh nghiệp (SIZE) tác động đến ROE	(+)
H4	Doanh thu (REV) tác động đến ROE	(+)

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp và đề xuất

Bảng 2: Mô tả các biến và cách đo lường trong mô hình nghiên cứu

Biến	Ký hiệu	Diễn giải	Cách đo lường
Biến phụ thuộc	ROE	Hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp	Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu
Biến độc lập	IE	Chi phí lãi vay của doanh nghiệp	Chi phí lãi vay
Biến độc lập	LEV	Đòn bẩy tài chính	Tổng nợ/Tổng tài sản
Biến độc lập	SIZE	Quy mô doanh nghiệp	Ln (Tổng tài sản)
Biến độc lập	REV	Doanh thu của doanh nghiệp	Ln (Doanh thu thuần)

Nguồn: nhóm tác giả tổng hợp và xây dựng

hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (ROE), chi phí lãi vay (IE), đòn bẩy tài chính (LEV), quy mô doanh nghiệp (SIZE) và doanh thu (REV).

Kết quả thống kê mô tả cho thấy hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết tại Việt Nam có sự khác biệt đáng kể. Giá trị trung bình của ROE đạt khoảng 14,41%, với độ lệch chuẩn 0,1271, phản ánh sự phân tán tương đối của hiệu quả sinh lời giữa các doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu.

Đối với các biến độc lập, đòn bẩy tài chính (LEV) có giá trị trung bình 0,356, cho thấy các doanh nghiệp trong ngành có xu hướng sử dụng nợ ở mức tương đối. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) và doanh thu (REV) có mức độ phân tán vừa phải, phản ánh sự khác biệt về quy mô hoạt động giữa các doanh nghiệp.

4.2. Ma trận tương quan giữa các biến

Bảng 4 trình bày ma trận tương quan Pearson giữa các biến trong mô hình. Kết quả cho thấy ROE

có tương quan âm với IE (-0.308) và tương quan dương với REV (0.168). Điều này gợi ý rằng doanh thu có thể có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, trong khi chi phí lãi vay có thể làm giảm khả năng sinh lời. Ngoài ra, hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều nhỏ hơn 0,9, cho thấy không có dấu hiệu đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến trong mô hình.

4.3. Kết quả hồi quy

Bảng 5 trình bày kết quả tóm tắt của mô hình hồi quy. Kết quả cho thấy hệ số xác định $R^2 = 0,313$, nghĩa là khoảng 31,3% sự biến động của ROE được giải thích bởi các biến độc lập trong mô hình. Sau khi điều chỉnh theo số lượng biến, R^2 hiệu chỉnh đạt 0,300, cho thấy mô hình có mức độ giải thích tương đối phù hợp.

4.4. Kiểm định độ phù hợp của mô hình

Bảng 6 trình bày kết quả kiểm định ANOVA cho mô hình hồi quy. Kết quả kiểm định cho thấy giá trị $F = 24.775$ với mức ý nghĩa $p < 0.01$, chứng tỏ

Bảng 3. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Số quan sát	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
ROE	223	-0.3456	0.7959	0.1441	0.1271
IE	223	0	18.3454	14.1319	4.9227
LEV	223	0.013	0.965	0.3565	0.2061
SIZE	223	18.1781	23.0003	20.6389	1.0535
REV	223	17.4857	23.6268	20.3604	1.0964

Nguồn: tổng hợp từ kết quả nghiên cứu

Bảng 4. Ma trận tương quan Pearson

Biến	ROE	IE	LEV	SIZE	REV
ROE	1				
IE	-0.308**	1			
LEV	-0.114	0.339**	1		
SIZE	-0.082	0.322**	-0.021	1	
REV	0.168*	0.224**	0.242**	0.823**	1

Ghi chú: * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$

Nguồn: tổng hợp từ kết quả nghiên cứu

Bảng 5. Tóm tắt mô hình hồi quy

R	R ²	R ² hiệu chỉnh	Std.Error	Durbin-Watson
0.559	0.313	0.3	0.1063	0.951

Nguồn: tổng hợp từ kết quả nghiên cứu

Bảng 6. Kiểm định ANOVA

Nguồn biến	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	1.121	4	0.28	24.775	0
Residual	2.465	218	0.011		
Total	3.586	222			

Nguồn: tổng hợp từ kết quả nghiên cứu

Bảng 7. Kết quả hồi quy

Biến	B	Beta	t	Sig.
Constant	0.068		0.465	0.642
IE	-0.004	-0.149	-2.24	0.026
LEV	-0.194	-0.315	-4.453	0.000
SIZE	-0.101	-0.835	-7.011	0.000
REV	0.112	0.965	8.295	0.000

Nguồn: tổng hợp từ kết quả nghiên cứu

mô hình hồi quy là phù hợp và có ý nghĩa thống kê.

4.5. Kết quả ước lượng mô hình

Phương trình hồi quy ước lượng có dạng:

$$ROE = 0.068 - 0.004IE - 0.194LEV - 0.101SIZE + 0.112REV$$

Kết quả cho thấy: Chi phí lãi vay (IE) có tác động âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, cho thấy chi phí lãi vay cao có thể làm giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động âm và có ý nghĩa thống kê mạnh, cho thấy việc sử dụng nợ cao có thể làm gia tăng rủi ro tài chính và làm giảm khả năng sinh lời. Quy mô doanh nghiệp (SIZE) có tác động âm đến ROE, cho thấy khi quy mô doanh nghiệp tăng lên, hiệu quả sử dụng vốn có thể giảm do chi phí quản lý và vận hành lớn hơn. Doanh thu (REV) có tác động dương và mạnh nhất đến ROE, phản ánh vai trò quan trọng của tăng trưởng doanh thu đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong ngành Y Dược.

4.6. Kiểm định đa cộng tuyến

Bảng 8 trình bày kết quả kiểm định đa cộng tuyến thông qua hệ số VIF. Tất cả các giá trị VIF đều nhỏ hơn 5, cho thấy hiện tượng đa cộng tuyến không nghiêm trọng và các biến độc lập có thể được giữ lại trong mô hình hồi quy.

5. Thảo luận kết quả và hàm ý chính sách

Bảng 8. Kiểm định đa cộng tuyến

Biến	Tolerance	VIF
IE	0.71	1.408
LEV	0.629	1.589
SIZE	0.222	4.494
REV	0.233	4.293

Nguồn: tổng hợp từ kết quả nghiên cứu

Kết quả hồi quy cho thấy các yếu tố tài chính có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết tại Việt Nam. Trong đó, chi phí lãi vay, đòn bẩy tài chính và quy

mô doanh nghiệp có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động, trong khi doanh thu có tác động tích cực. Thứ nhất, chi phí lãi vay (IE) có tác động âm và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Điều này cho thấy khi chi phí lãi vay tăng lên, lợi nhuận của doanh nghiệp có xu hướng giảm do chi phí tài chính làm giảm phần lợi nhuận còn lại cho cổ đông. Đối với các doanh nghiệp trong lĩnh vực ngành Y Dược, việc đầu tư vào cơ sở vật chất, thiết bị và công nghệ thường đòi hỏi nguồn vốn lớn, vì vậy chi phí lãi vay có thể trở thành yếu tố làm giảm hiệu quả hoạt động nếu doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào vốn vay. Thứ hai, đòn bẩy tài chính (LEV) cũng có tác động âm và có ý nghĩa thống kê đến ROE. Kết quả này cho thấy việc sử dụng tỷ lệ nợ cao có thể làm gia tăng rủi ro tài chính và làm suy giảm hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Khi mức nợ tăng, doanh nghiệp phải đối mặt với áp lực thanh toán lãi vay và nghĩa vụ tài chính lớn hơn, từ đó ảnh hưởng đến khả năng sinh lời. Thứ ba, quy mô doanh nghiệp (SIZE) có tác động âm đến hiệu quả hoạt động. Điều này cho thấy khi quy mô doanh nghiệp mở rộng, chi phí quản lý và vận hành có thể gia tăng, làm giảm hiệu quả sử dụng vốn. Thứ tư, doanh thu (REV) có tác động dương và có ý nghĩa thống kê mạnh đến ROE. Kết quả này phản ánh rằng sự gia tăng doanh thu đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Trong bối cảnh nhu cầu ngành Y Dược ngày càng tăng, việc mở rộng thị trường và nâng cao doanh thu có thể góp phần cải thiện hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành.

5.1. Hàm ý quản trị

Từ kết quả nghiên cứu, một số hàm ý quản trị có thể được rút ra nhằm giúp các doanh nghiệp ngành y dược niêm yết tại Việt Nam nâng cao hiệu quả hoạt động.

Thứ nhất, doanh nghiệp cần kiểm soát tốt chi phí lãi vay. Việc sử dụng vốn vay cần được cân nhắc kỹ lưỡng nhằm tránh tình trạng chi phí tài chính quá cao. Doanh nghiệp có thể đa dạng hóa các nguồn vốn như phát hành cổ phiếu, tăng vốn chủ sở hữu hoặc sử dụng lợi nhuận giữ lại để giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn vay.

Thứ hai, doanh nghiệp cần quản lý hợp lý cấu trúc vốn và mức độ đòn bẩy tài chính. Việc duy trì

tỷ lệ nợ ở mức phù hợp sẽ giúp doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro tài chính và nâng cao khả năng sinh lời. Các nhà quản trị cần xây dựng chính sách tài chính thận trọng, đồng thời thường xuyên đánh giá khả năng thanh toán và mức độ rủi ro tài chính của doanh nghiệp.

Thứ ba, các doanh nghiệp cần nâng cao hiệu quả quản trị khi mở rộng quy mô hoạt động. Khi quy mô doanh nghiệp tăng lên, việc tổ chức và quản lý các hoạt động kinh doanh trở nên phức tạp hơn. Do đó, doanh nghiệp cần cải thiện hệ thống quản trị, nâng cao năng lực quản lý và tối ưu hóa quy trình hoạt động nhằm đảm bảo hiệu quả sử dụng nguồn lực.

Thứ tư, doanh nghiệp cần tập trung vào chiến lược tăng trưởng doanh thu bền vững. Trong bối cảnh nhu cầu ngành Y Dược ngày càng tăng, các doanh nghiệp có thể mở rộng danh mục sản phẩm, nâng cao chất lượng dịch vụ và đầu tư vào nghiên cứu phát triển nhằm gia tăng doanh thu và cải thiện hiệu quả hoạt động.

5.2. Hàm ý đối với nhà hoạch định chính sách

Bên cạnh các hàm ý quản trị đối với doanh nghiệp, kết quả nghiên cứu cũng mang lại một số gợi ý cho các cơ quan quản lý nhà nước nhằm hỗ trợ sự phát triển bền vững của các doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết tại Việt Nam.

Thứ nhất, cơ quan quản lý cần tiếp tục hoàn thiện khung pháp lý và môi trường kinh doanh nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp trong lĩnh vực ngành Y Dược phát triển. Việc xây dựng các chính sách ổn định và minh bạch sẽ giúp doanh nghiệp yên tâm đầu tư, đồng thời góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành.

Thứ hai, kết quả nghiên cứu cho thấy đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Vì vậy, các cơ quan quản lý cần tăng cường giám sát và hướng dẫn doanh nghiệp trong việc quản lý cấu trúc vốn và rủi ro tài chính, đồng thời nâng cao yêu cầu minh bạch thông tin tài chính trên thị trường chứng khoán.

Thứ ba, cơ quan quản lý cần tạo điều kiện để doanh nghiệp tiếp cận các nguồn vốn với chi phí hợp lý. Việc phát triển thị trường tài chính và đa dạng hóa các kênh huy động vốn sẽ giúp doanh

ngành giảm áp lực chi phí tài chính và nâng cao khả năng cạnh tranh.

Thứ tư, các chính sách khuyến khích đổi mới sáng tạo và ứng dụng công nghệ trong lĩnh vực ngành Y Dược cũng cần được thúc đẩy nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong ngành.

6. Kết luận

Nghiên cứu này phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ngành y dược niêm yết tại Việt Nam thông qua mô hình hồi quy với biến phụ thuộc là ROE và các biến độc lập bao gồm chi phí lãi vay, đòn bẩy tài chính, quy mô doanh nghiệp và doanh thu. Kết quả nghiên cứu cho thấy mô hình có ý nghĩa thống kê và giải thích được một phần đáng kể sự biến động của hiệu quả hoạt động doanh nghiệp.

Kết quả thực nghiệm cho thấy chi phí lãi vay và đòn bẩy tài chính có tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, phản ánh rằng việc sử dụng nguồn vốn vay ở mức cao có thể làm gia tăng chi phí tài chính và rủi ro tài chính, từ đó làm giảm khả năng sinh lời. Bên cạnh đó, quy mô doanh nghiệp cũng có tác động âm đến ROE, cho thấy khi

doanh nghiệp mở rộng quy mô hoạt động, hiệu quả sử dụng nguồn lực có thể bị ảnh hưởng bởi các chi phí quản lý và vận hành gia tăng. Ngược lại, doanh thu có tác động tích cực và mạnh đến hiệu quả hoạt động, cho thấy việc gia tăng doanh thu đóng vai trò quan trọng trong việc cải thiện khả năng sinh lời của các doanh nghiệp trong ngành Y Dược.

Mặc dù đã đạt được một số kết quả nhất định, nghiên cứu vẫn tồn tại một số hạn chế.

Thứ nhất, phạm vi nghiên cứu chỉ tập trung vào các doanh nghiệp ngành Y Dược niêm yết tại Việt Nam, do đó kết quả nghiên cứu có thể chưa phản ánh đầy đủ đặc điểm của toàn bộ ngành.

Thứ hai, mô hình nghiên cứu chỉ xem xét một số biến tài chính cơ bản, trong khi hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp có thể còn chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố khác như môi trường kinh doanh, năng lực quản trị hay yếu tố vĩ mô. Do đó, các nghiên cứu trong tương lai có thể mở rộng phạm vi dữ liệu, bổ sung thêm các biến giải thích khác, hoặc áp dụng các phương pháp phân tích nâng cao, nhằm đánh giá toàn diện hơn các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

- Cinaroglu, S., & Pirgaip, B. (2024). Financial efficiency of healthcare companies in an emerging market. *Managerial and Decision Economics*, 45(5), 3283-3296. Available at <https://doi.org/10.1002/mde.4196>
- Glinskaya, E. E., De Kleine Feige, A. I., Vu, T. L. H., Long, G. T., Hoang, T., Viet, C. N., Larson, B. R., Sen, S., Palacios, R. J., Bales, S., Masaki, E., & Nguyen, N. N. (n.d.). Vietnam: Adapting to an aging society (Vol. 1 of 2). World Bank Group. <http://documents.worldbank.org/curated/en/544371632385243499>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. Available at [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922. Available at <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01415.x>
- Le, T., & Phan, T. (2017). Capital structure and firm performance: Empirical evidence from a small transition country. *Research in International Business and Finance*, 42(C), 710-726. Available at <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.012>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), Available at <https://www.jstor.org/stable/1809766>, 261-297.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>Digital Object Identifier (DOI)
- Nguyen, K., Phan, T., & Hang, N. (2024). The effect of liquidity on firm's performance: Case of Vietnam. *Journal of Eastern European and Central Asian Research*, 11(1), 176-187. Available at <https://doi.org/10.15549/jecar.v11i1.1344>
- Nguyen, S., Pham, C., Truong, T., Phi, T., Le, L., & Vu, T. (2023). Relationship between Capital Structure and Firm Profitability: Evidence from Vietnamese Listed Companies. *International Journal of Financial Studies*, 11(1), 45. Available at <https://doi.org/10.3390/ijfs11010045>

Rajan, R., & Zingales, L. (n.d.). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

Scafarto, V., Dalwai, T., Ricci, F., & Corte, G. (2023). Digitalization and Firm Financial Performance in Healthcare: The Mediating Role of Intellectual Capital Efficiency. *Sustainability*, 15(5), 4031. Available at <https://doi.org/10.3390/su15054031>

Thùy, H., Hiếu, Đình, Danh, D., Đạt, P., Ngọc, N., & Ngọc, P. (2020). The factors affect financial performance of companies listed on Hanoi stock exchange. *VNUHCM Journal of Economics - Law and Management*, 4(3), 948-962. Available at <https://doi.org/https://doi.org/10.32508/stdjelm.v4i3.663>

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. Available at <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>Digital Object Identifier (DOI)

Vu, M.-C., Phan, T., & Le, N. (2018). Relationship between board ownership structure and firm financial performance in transitional economy: The case of Vietnam. *Research in International Business and Finance*, 45, 512-528. Available at <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.09.002>

Vu, T.-H., Nguyen, V.-D., Ho, M.-T., & Vuong, Q.-H. (2019). Determinants of Vietnamese Listed Firm Performance: Competition, Wage, CEO, Firm Size, Age, and International Trade. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(2), 62. Available at <https://doi.org/10.3390/jrfm12020062>

Ngày nhận bài: 5/1/2026

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 26/01/2026

Ngày chấp nhận đăng bài: 10/2/2026

FACTORS AFFECTING THE PERFORMANCE OF LISTED PHARMACEUTICAL AND HEALTHCARE FIRMS IN VIETNAM

● **VU LE HUONG¹**

● **TRAN THE NU²**

¹Vietnam Institute of Directors

²International School, Vietnam National University - Hanoi

ABSTRACT:

Amid rising demand in the pharmaceutical industry, evaluating firm performance is essential for managers, investors, and policymakers. This study employs panel data from 25 pharmaceutical companies listed on the Vietnamese stock market over the period 2017–2025 to examine the financial determinants of business performance. The regression results indicate that interest expenses and financial leverage exert a statistically significant negative impact on performance. Firm size is also negatively associated with return on equity (ROE), suggesting that expansion may lead to higher management and operating costs, thereby diminishing capital efficiency. In contrast, revenue demonstrates a positive effect, underscoring the critical role of revenue growth in enhancing profitability. These findings contribute empirical evidence on the financial drivers of performance in Vietnam's listed pharmaceutical sector and offer insights into improving corporate financial outcomes.

Keywords: pharmaceutical and medical businesses, operational efficiency, financial leverage, interest expense, revenue, Vietnam.