

ẢNH HƯỞNG CỦA NĂNG LỰC TÀI CHÍNH ĐẾN GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP CỦA CÁC DOANH NGHIỆP DƯỢC NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

Nguyễn Tiến Trường* - PGS.TS. Phạm Thị Thanh Hòa**

Trên cơ sở tổng hợp các lý thuyết về năng lực tài chính và các kết quả thực nghiệm từ các nghiên cứu trước đó, nghiên cứu cố gắng làm rõ ảnh hưởng của năng lực tài chính đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp Dược niêm yết ở Việt Nam. Mẫu nghiên cứu gồm 16 công ty dược niêm yết trên HNX và HOSE giai đoạn 2015-2022. Kết quả hồi quy chỉ ra rằng năng lực tài chính được thể hiện qua các biến hệ số nợ, quy mô doanh nghiệp, khả năng tự tài trợ, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại và khả năng thanh toán có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp.

• Từ khóa: doanh nghiệp dược, giá trị doanh nghiệp, năng lực tài chính.

Based on summarizing the previous theories of financial capacity and the extant empirical results, the research examines the impact of financial capacity on the firm value of pharmaceutical firms listed on Vietnam's stock exchange. The samples includes 16 firms from 2015-2022. The results indicate that debt ratio, firm size, self funding ability, retained earning ratio and liquidity influence on the firm value.

Key word: pharmaceutical firms, firm value, financial capacity.

JEL codes: G33, G35

Ngày nhận bài: 26/02/2024

Ngày gửi phản biện: 27/02/2024

Ngày nhận và sửa sau phản biện: 24/4/2024

Ngày chấp nhận đăng: 26/4/2024

1. Giới thiệu

Một trong những vấn đề quan trọng mà các nhà quản trị tài chính doanh nghiệp rất quan tâm đó là năng lực tài chính của doanh nghiệp. Năng lực tài chính của doanh nghiệp có ảnh hưởng lớn đến giá trị của doanh nghiệp. Doanh nghiệp ngành Dược phẩm có nhu cầu về vốn lớn để đầu tư cho nghiên cứu phát triển sản phẩm, mức độ cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu lớn. Để có thể đứng vững trên thị trường, đòi hỏi mỗi doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp ngành Dược nói riêng phải có năng lực tài chính đủ mạnh. Việc nâng cao năng lực tài chính sẽ giúp cho các doanh nghiệp ngành dược có thể ứng

dụng khoa học công nghệ, cải thiện điều kiện làm việc, tăng năng suất lao động, tăng khả năng cạnh tranh, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động kinh doanh và nâng cao giá trị doanh nghiệp.

Bài nghiên cứu này tác giả sẽ kiểm định ảnh hưởng của năng lực tài chính đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp dược niêm yết trong giai đoạn 2015-2022. Mục tiêu sử dụng phương pháp định lượng nhằm kiểm định tác động của năng lực tài chính tới giá trị doanh nghiệp nhằm tạo thêm căn cứ đánh giá năng lực tài chính của các doanh nghiệp dược niêm yết. Đồng thời để thấy rõ sự cần thiết phải nâng cao năng lực tài chính của các doanh nghiệp dược niêm yết, góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp Dược niêm yết.

Bài nghiên cứu bao gồm năm phần. Phần tiếp theo sẽ khái quát cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm. Phần thứ ba đề cập đến dữ liệu, mô hình và phương pháp phân tích. Phần thứ tư là kết quả và bình luận. Phần thứ năm là kết luận và kiến nghị.

2. Tổng quan cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu

Năng lực tài chính của doanh nghiệp thể hiện khả năng tài chính của doanh nghiệp, được phản ánh thông qua khả năng về vốn gồm huy động, quản lý sử dụng vốn của doanh nghiệp trong quá trình hoạt động của doanh nghiệp nhằm đạt được mục tiêu của doanh nghiệp. Năng lực tài chính không chỉ thể hiện khả năng tài chính của doanh nghiệp đang diễn ra mà còn thể hiện khả năng tài chính tiềm năng, triển vọng và cả trong tương lai. Năng lực tài chính của doanh

* Cục Thuế TP. Hà Nội

** Học viện Tài chính

ngành là khả năng đảm bảo nguồn lực tài chính cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, đồng thời là khả năng khai thác, quản lý và sử dụng các nguồn lực đó để đảm bảo hoạt động kinh doanh hiệu quả và an toàn. Doanh nghiệp có năng lực tài chính tốt sẽ khiến cho dòng tiền thu được trong tương lai của doanh nghiệp tốt hơn, tốc độ tăng trưởng dòng tiền trong tương lai cao từ đó làm tăng giá trị doanh nghiệp. Đồng thời doanh nghiệp có năng lực tài chính tốt cũng sẽ khiến cho mức độ rủi ro của doanh nghiệp thấp, dẫn đến tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư thấp, từ đó khiến cho giá trị doanh nghiệp tăng lên.

Trên góc độ nghiên cứu thực nghiệm, nhiều nghiên cứu thực nghiệm về năng lực tài chính ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Như phần trên đã đề cập đến các chỉ tiêu đánh giá năng lực tài chính được chia thành 3 nhóm: chỉ tiêu đánh giá năng lực huy động vốn, chỉ tiêu đánh giá năng lực quản lý sử dụng vốn và chỉ tiêu đánh giá mức độ an toàn. Để xây dựng mô hình nghiên cứu tác động của năng lực tài chính đến giá trị doanh nghiệp, tác giả lựa chọn một số chỉ tiêu đại diện cho từng nhóm đã nêu ở trên để đo lường năng lực tài chính; gồm quy mô doanh nghiệp, cơ cấu nguồn vốn, khả năng tự tài trợ, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư đại diện cho năng lực huy động vốn; cơ cấu tài sản và tốc độ tăng trưởng đại diện cho năng lực quản lý sử dụng tài sản; khả năng thanh toán hiện thời đại diện cho mức độ an toàn vốn.

(1) Khả năng thanh toán

Erwin, Umaiyah và Salim (2018) cho rằng khả năng thanh toán có tác động tích cực không đáng kể đến giá trị doanh nghiệp. Jacob và Taslim (2017) lập luận rằng khả năng thanh toán có ảnh hưởng đáng kể đến giá trị doanh nghiệp. Hệ số khả năng thanh toán hiện hành càng lớn càng chứng tỏ năng lực của công ty càng cao, khả năng thực hiện nghĩa vụ trong thời gian ngắn và từ đó tăng giá trị doanh nghiệp.

(2) Cơ cấu nguồn vốn

Để phản ánh cơ cấu nguồn vốn, các nghiên cứu trước đây đều sử dụng tỷ lệ đòn bẩy (leverage ratio). Tỷ lệ đòn bẩy là tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu trong cấu trúc vốn của một doanh nghiệp, dùng để đo lường tỷ lệ huy động nợ trong tổng tài sản. Tỷ lệ này cũng được sử dụng như một công cụ đo lường rủi ro hoạt động và rủi ro tài chính của doanh nghiệp đó.

Theo nghiên cứu của Alexander Andersson và Joel Minnema (2018) về mối quan hệ giữa tỷ lệ đòn bẩy và giá trị của doanh nghiệp tại Thụy Điển đã đưa ra kết luận rằng tồn tại mối quan hệ tuyến tính đối

ngược giữa tổng nợ và mức sinh lời. Những doanh nghiệp sử dụng mức đòn bẩy thấp và chủ yếu sử dụng nguồn vốn nội tại để tài trợ cho hoạt động của doanh nghiệp sẽ ghi nhận mức lợi nhuận cao hơn. Nghiên cứu này cũng phù hợp với thuyết pecking-order của Myers và Majluf (1984). Theo đó, khoản nợ ngắn hạn và dài hạn cũng cho thấy mối quan hệ đối nghịch với giá trị doanh nghiệp, trong đó nợ dài hạn không gây tác động đáng kể lên lợi nhuận khi áp dụng mô hình robust.

(3) Quy mô doanh nghiệp (firm size)

Nhiều nghiên cứu đã tiến hành nghiên cứu mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp. Các kết quả nghiên cứu chỉ ra những hướng trái ngược nhau. Suffah và Riduwan (2016) cho rằng quy mô doanh nghiệp không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Khumairo và các cộng sự (2016) lại cho rằng quy mô doanh nghiệp có tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Một số nghiên cứu khác lại cho rằng quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đáng kể đến giá trị doanh nghiệp (Gill và Obradovich 2012). Quy mô của doanh nghiệp có một vai trò quan trọng trong việc tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Doanh nghiệp có quy mô lớn hiếm khi đối mặt với những khó khăn về tài chính và thường có tốc độ tăng trưởng tốt. Priya và các cộng sự (2015) chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp có ảnh hưởng tích cực đến khả năng huy động vốn do tạo ra được sự tin tưởng của các nhà đầu tư.

(4) Cơ cấu tài sản

Một số nghiên cứu cho thấy việc nâng cao đầu tư tài sản cố định có tác động tích cực, một số nghiên cứu khác lại cho thấy chiều hướng ngược lại. Gaud và các cộng sự (2003) cho rằng doanh nghiệp càng sở hữu nhiều tài sản hữu hình thì khả năng nó có thể được sử dụng làm tài sản thế chấp cao, và nếu các yếu tố khác không đổi, thì doanh nghiệp sẽ vay nợ được nhiều hơn. Các nghiên cứu của Vo và Ellis (2017) cho thấy cơ cấu nguồn vốn có ảnh hưởng đến giá trị công ty. Có vẻ như tài sản hữu hình càng lớn thì càng thể hiện tốt hơn năng lực của công ty để huy động được vốn vay, từ đó làm gia tăng giá trị công ty.

(5) Tốc độ tăng trưởng

Tăng trưởng giúp cho doanh nghiệp tích lũy về nguồn vốn và cơ sở vật chất để đầu tư mở rộng sản xuất. Tăng trưởng còn giúp doanh nghiệp nâng cao khả năng cạnh tranh trên thị trường nhằm đảm bảo sự tồn tại và phát triển trong điều kiện cạnh tranh khốc liệt như hiện nay. Các nghiên cứu cũng cho thấy tốc độ tăng trưởng có tác động đến giá trị của

doanh nghiệp, bởi khả năng tạo ra lợi nhuận của các doanh nghiệp càng lớn thì giá trị của doanh nghiệp càng tăng lên. Ardina và Isnalita (2018) trong nghiên cứu của mình đã chỉ ra rằng sự tăng trưởng của doanh nghiệp có ảnh hưởng đáng kể đến giá trị của doanh nghiệp.

(6) Khả năng tự tài trợ: phản ánh khả năng huy động vốn chủ sở hữu để tài trợ cho các tài sản của doanh nghiệp. Chỉ tiêu này càng cao thể hiện năng lực tài chính của doanh nghiệp càng cao, từ đó giúp nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp và giá trị doanh nghiệp.

(7) Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại: phản ánh khả năng huy động vốn chủ sở hữu từ lợi nhuận của doanh nghiệp. Lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư là bộ phận năng lực tài chính nội sinh của doanh nghiệp. Chỉ tiêu này càng thể hiện khả năng tích lũy từ nguồn vốn nội sinh của doanh nghiệp lớn, từ đó ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Harkavy (1953) nghiên cứu về mối quan hệ giữa lợi nhuận để lại và giá trị doanh nghiệp chỉ ra rằng giá cổ phiếu có mối quan hệ thuận chiều với tỷ lệ lợi nhuận giữ lại. Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy những doanh nghiệp nào có tỷ lệ lợi nhuận giữ lại lớn có giá cổ phiếu cao hơn so với những doanh nghiệp có tỷ lệ lợi nhuận giữ lại thấp. Wright (2014) cũng đồng quan điểm và cho rằng lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư trở thành vốn chủ sở hữu, nó được thể hiện trên bảng cân đối kế toán như một thành phần của vốn chủ sở hữu bao gồm vốn đầu tư ban đầu và vốn góp bổ sung. Tác giả cho rằng doanh nghiệp nên sử dụng nguồn vốn này để thúc đẩy đầu tư và tăng thu nhập cho doanh nghiệp.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập và xử lý dữ liệu

Dữ liệu được tác giả sử dụng là dữ liệu thứ cấp, được thu thập từ báo cáo tài chính của 16 doanh nghiệp được niêm yết trên hai sàn chứng khoán HOSE và HNX trong giai đoạn 2015-2022. Các biến được thể hiện theo dạng dữ liệu bảng với hai chiều: chiều thời gian (2015-2022) và chiều doanh nghiệp (16 doanh nghiệp). Như vậy dữ liệu gồm 128 quan sát.

3.2. Xây dựng các giả thuyết và thiết lập mô hình nghiên cứu

Lựa chọn các biến trong mô hình nghiên cứu

Trên góc độ nghiên cứu thực nghiệm, nhiều nghiên cứu thực nghiệm về năng lực tài chính ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Năng lực tài chính của doanh nghiệp được thể hiện thông qua các chỉ

tiêu: khả năng thanh toán, quy mô doanh nghiệp, khả năng tự tài trợ, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại để tái đầu tư, cơ cấu nguồn vốn, cơ cấu tài sản, tốc độ tăng trưởng. Các giả thuyết sau đây được phát triển dựa trên cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm đã được thực hiện:

H1: Có mối quan hệ đáng kể giữa hệ số nợ và giá trị của doanh nghiệp.

H2: Có mối quan hệ đáng kể giữa khả năng thanh toán và giá trị của doanh nghiệp.

H3: Có mối quan hệ đáng kể giữa quy mô doanh nghiệp và giá trị của doanh nghiệp.

H4: Có mối quan hệ đáng kể giữa cơ sở vật chất, máy móc thiết bị và giá trị của doanh nghiệp.

H5: Có mối quan hệ đáng kể giữa tốc độ tăng trưởng và giá trị của doanh nghiệp.

H6: Có mối quan hệ đáng kể giữa khả năng tự tài trợ và giá trị của doanh nghiệp.

H7: Có mối quan hệ đáng kể giữa tỷ lệ lợi nhuận giữ lại và giá trị của doanh nghiệp.

Nghiên cứu xây dựng mô hình hồi quy dựa trên nền tảng phương trình tuyến tính. Mô hình hồi quy có dạng như sau:

$$P_{it} = \alpha + \beta F_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

P_{it} là giá trị của công ty i năm t

F_{it} là tập hợp các nhân tố đại diện cho năng lực tài chính ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp quan sát tại công ty i năm t .

Xây dựng các biến cho mô hình:

Biến phụ thuộc

Chỉ số M/B (Market value to Book value) là tỷ lệ được sử dụng để so sánh giá trị của một cổ phiếu với giá trị ghi sổ của một cổ phiếu, giá trị này được tính bằng cách lấy giá đóng cửa của cổ phiếu tại thời điểm cuối năm chia cho giá trị ghi sổ của cổ phiếu tại thời điểm cuối năm. Chỉ tiêu này được sử dụng làm biến phụ thuộc trong nghiên cứu này.

Các biến độc lập

Các biến độc lập bao gồm hệ số nợ đại diện cho cơ cấu nguồn vốn, khả năng thanh toán hiện thời đại diện cho khả năng thanh toán, logarit tổng tài sản đại diện cho quy mô doanh nghiệp, cơ cấu tài sản cố định đại diện cho nhân tố cơ sở vật chất, máy móc thiết bị và công nghệ, tăng trưởng doanh thu đại diện cho sự tăng trưởng của doanh nghiệp.

Bảng 1: Mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Biến độc lập		
M/B	Chỉ số giá trị thị trường/ giá trị sổ sách	= Giá trị thị trường một cổ phiếu/giá trị ghi sổ của một cổ phiếu
Biến giải thích		
SIZE	Quy mô	= Logarithm của tổng tài sản
TDTA	Hệ số nợ	= Tổng nợ/Tổng tài sản
GROWTH	Tăng trưởng	= $(DTT_1 - DTT_0) / DTT_0$
LIQUID	Khả năng thanh toán	= TSNH/ Nợ ngắn hạn
TANG	Cơ cấu tài sản cố định	= TSCĐ/Tổng tài sản
RER	Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại	= LN giữ lại để tái đầu tư/LN sau thuế
SFA	Khả năng tự tài trợ	= Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản
Biến kiểm soát		
AGE	Thời gian hoạt động	
COVID	COVID	

Phương pháp nghiên cứu

Tác giả sử dụng phần mềm STATA 15 để phân tích lựa chọn mô hình hồi quy, kiểm định và ước lượng mô hình hồi quy dữ liệu bảng. Đối với dữ liệu bảng, có thể tiến hành hồi quy theo 3 phương pháp: Hồi quy bình phương nhỏ nhất (Pooled Ordinary Least Square), hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model - FEM), hồi quy tác động ngẫu nhiên (Random Effects Model -REM); thực hiện kiểm định để lựa chọn mô hình. Sau khi lựa chọn được mô hình phù hợp, tác giả thực hiện các kiểm định để kiểm tra các khuyết tật của mô hình và tiến hành khắc phục đối với mô hình có các khuyết tật. Đồng thời, do trong giai đoạn nghiên cứu có sự ảnh hưởng của đại dịch Covid-19, tác giả thực hiện nghiên cứu thêm sự ảnh hưởng của Covid-19 chia làm hai giai đoạn trước và sau Covid-19.

Các chỉ số thống kê mô tả mẫu được giới thiệu trong bảng sau:

Bảng 2: Thống kê mô tả của các biến sử dụng trong mô hình

Variable	N	MEAN	SD	MIN	MAX	CV
MB	128	4.836	4.132	0.486	17.919	0.854
SIZE	128	11.854	0.429	10.894	12.713	0.036
SFA	128	0.641	0.170	0.203	0.898	0.265
RER	128	3.256	8.698	-7.744	51.484	2.671
TDTA	128	0.323	0.161	0.101	0.796	0.497
LD	128	2.614	1.393	0.887	8.406	0.533
AGE	128	3.515	0.387	2.398	4.094	0.110
GROWTH	128	0.056	0.158	-0.386	0.461	2.849
TANG	128	0.428	0.402	0.073	2.050	0.937

Bảng 2 báo cáo số liệu thống kê các biến được sử dụng trong bài nghiên cứu. Kết quả cho thấy số mẫu được thống kê cho mỗi biến là 128 mẫu. Như vậy, không có giá trị nào bị khuyết trong phân thống kê.

Dựa vào số liệu ở bảng 2, có thể thấy độ lệch chuẩn của biến RER, MB, LD tương đối cao. Điều này cho thấy tính biến động của các dữ liệu được liệt kê đối với ba biến này tương đối lớn. Trong đó, các biến còn lại bao gồm SFA, TDTA, GROWTH, SIZE,

AGE và TANG có tính biến động không đáng kể do độ lệch chuẩn thấp.

Bảng 3: Hệ số ma trận tương quan của các biến trong mô hình

	MB	Lsize	SFA	RER	TDTA	LD	AGE	GROWTH	TANG
MB	1								
SIZE	0.4252*	1							
SFA	0.7087*	0.3426*	1						
RER	-0.2619*	0.106	0.0861	1					
TDTA	-0.6271*	-0.2959*	-0.9307*	-0.093	1				
LD	0.6580*	0.3867*	0.7553*	0.068	-0.7404*	1			
AGE	0.4173*	0.2250*	0.4934*	-0.047	-0.5563*	0.3117*	1		
GROWTH	-0.009	-0.011	0.018	0.006	-0.005	-0.029	0.154	1	
TANG	0.922	0.901	0.842	0.948	0.956	0.749	0.083		1

Bảng 3 cung cấp hệ số tương quan của các biến trong mô hình. Kết quả cho thấy sig kiểm định t tương quan Pearson giữa các biến độc lập SIZE, SFA, RER, TDTA, LD, AGE với biến phụ thuộc MB đều nhỏ hơn 0.05. Như vậy có mối liên hệ tuyến tính giữa các biến độc lập này với biến phụ thuộc. Trong khi đó, giá trị sig của AGE và GROWTH lớn hơn 0.05 nên không có mối quan hệ tuyến tính giữa các biến độc lập này với biến phụ thuộc MB.

Bảng 4: Đa cộng tuyến

Variable	VIF	1/VIF
STDTA	9.97	0.071561
SFA	9.37	0.106706
LD	4.21	0.237438
TANG	3.60	0.277674
SIZE	2.14	0.467394
AGE	1.63	0.614582
RER	1.12	0.889639
GROWTH	1.04	0.958540
Mean VIF	4.64	

Kết quả bảng 4 cho thấy không có hệ số phóng đại phương sai VIF nào > 10, nói cách khác mô hình vẫn có thể kết luận rằng không có hiện tượng đa cộng tuyến.

4. Kết quả và thảo luận

Bảng 5: Kết quả phân tích định lượng

MB	Coef.	Robust Std. Err.	z	P > z	[95% Conf. Interval]
SIZE	2.791757	1.160461***	2.41	0.016	.5172946 5.06622
SFA	16.09476	3.124435***	5.15	0.000	9.970975 22.21854
RER	-.0707686	.0094731***	-7.47	0.000	-.0893354 -.0522017
TDTA	6.907141	3.960615*	1.74	0.081	-.8555206 14.6698
LD	.7704933	.3561116**	2.16	0.030	.0725274 1.468459
AGE	.0955068	.8397913	0.11	0.909	-1.550454 1.741468
GROWTH	.7043571	.8204914	0.86	0.391	-.9037766 2.312491
TANG	1.353759	.9354442	1.45	0.148	-.479678 3.187196
_cons	-43.54353	15.84904***	-2.75	0.006	-74.60708 -12.47999
sigma_u	1.687815				
sigma_e	1.7827738				
rho	.47265946	(fraction of variance due to u_i)			

*, **, ***, chỉ ra sự có ý nghĩa tại các mức 10%, 5% và 1%, tương ứng.

Bảng 5 trình bày kết quả ước lượng tác động của năng lực tài chính đến giá trị doanh nghiệp. Dựa trên kết quả đã được ước lượng với mức ý nghĩa 1%, khả năng tự tài trợ của các doanh nghiệp - SFA có mức ảnh hưởng lớn nhất (3.12) đối với biến phụ thuộc MB. Điều này là phù hợp với tính chất của ngành Dược khi cơ cấu nguồn vốn chủ yếu là từ vốn chủ sở hữu và có xu hướng ngày càng tăng (năm 2022 hệ số vốn chủ sở hữu lên tới 71%). Các doanh nghiệp Dược cần đầu tư lớn vào nghiên cứu và phát triển (R&D) để tạo ra sản phẩm mới và cải thiện sản phẩm hiện tại. Có khả năng tự tài trợ giúp họ có nguồn lực tài chính để đầu tư vào các dự án nghiên cứu mới mà không phải phụ thuộc hoàn toàn vào vốn vay. Ngoài ra, khả năng huy động vốn chủ sở hữu cũng là nguyên nhân dẫn đến tỷ lệ lợi nhuận giữ lại (RER) cũng có mức ý nghĩa thống kê 1% và mức độ ảnh hưởng là 0.01 tới biến MB.

Với mức ý nghĩa 1%, biến quy mô doanh nghiệp (SIZE) cũng có mức tác động dương đáng kể (1.16) đến giá trị doanh nghiệp. Doanh nghiệp Dược lớn thường có khả năng sản xuất hàng loạt các sản phẩm, giảm chi phí đơn vị sản phẩm và tăng lợi nhuận bằng chứng là khả năng sinh lời của các công ty Large có mức tăng trưởng ổn định và luôn dương, còn các doanh nghiệp SMEs có mức biến động lớn, không ổn định. Hơn nữa, những doanh nghiệp lớn có thể có khả năng thanh toán cao vượt trội. Ngược lại các doanh nghiệp SMEs có hệ số khả năng thanh toán thấp hơn trung bình ngành, điều này ảnh hưởng trực tiếp đến thương hiệu, uy tín của doanh nghiệp.

Với mức ý nghĩa 5%, biến khả năng thanh toán (LD) cũng có mức tác động dương (0.356) tới giá trị của doanh nghiệp. Điều này phù hợp với giả thuyết của Erwin, Umaiyah và Salim (2018): khả năng thanh toán có tác động tích cực không đáng kể đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, không thể phủ nhận rằng khả năng thanh toán vẫn ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp, vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến những rủi ro tài chính của các doanh nghiệp và có thể làm giảm giá trị của doanh nghiệp.

Cuối cùng với mức ý nghĩa 10%, hệ số nợ (TDTA) có mức tác động đáng kể (3.96) đến giá trị của doanh nghiệp (MB). Mặc dù các doanh nghiệp ngành Dược tại Việt Nam duy trì một mức vốn chủ sở hữu lớn, việc tận dụng nguồn vay nợ từ bên ngoài vẫn rất quan trọng để có thể tối ưu hóa nguồn vốn, từ đó giảm chi phí sử dụng vốn bình quân và nâng cao giá trị của doanh nghiệp.

Chấp nhận giả thuyết

H1: Có mối quan hệ đáng kể giữa hệ số nợ và giá trị của doanh nghiệp.

H2: Có mối quan hệ đáng kể giữa khả năng thanh toán và giá trị của doanh nghiệp.

H3: Có mối quan hệ đáng kể giữa quy mô doanh nghiệp và giá trị của doanh nghiệp.

H6: Có mối quan hệ đáng kể giữa khả năng tự tài trợ và giá trị của doanh nghiệp.

H7: Có mối quan hệ đáng kể giữa tỷ lệ lợi nhuận giữ lại và giá trị của doanh nghiệp.

Bác bỏ giả thuyết

H4: Có mối quan hệ đáng kể giữa cơ sở vật chất, máy móc thiết bị và giá trị của doanh nghiệp.

H5: Có mối quan hệ đáng kể giữa tốc độ tăng trưởng và giá trị của doanh nghiệp.

Nhằm phân tích và đánh giá mức độ ảnh hưởng của đại dịch Covid-19 đến các Doanh nghiệp ngành Dược tại Việt Nam, tác giả sử dụng biến giả Dummy Covid-19 kết hợp với các biến độc lập (như bảng 6).

Bảng 6: Tác động của biến Covid-19 đến giá trị của doanh nghiệp

MB	Coef.	Std. Err.	z	P> z
Covid19_Lsize_dum	.0533138	.0098137***	5.43	0.000
Covid19_SFA_dum	.2402685	.1193871**	2.01	0.044
Covid19_RER_dum	.000519	.000237**	2.19	0.029
Covid19_TDTA_dum	.3720789	.1038667***	3.58	0.000
Covid19_LD_dum	.0074717	.0045803***	1.63	0.013
Covid19_AGE_dum	.0121998	.012359	0.99	0.324
Covid19_GROWTH_dum	-.0240743	.014077*	-1.71	0.087
Covid19_TANG_dum	.0645519	.014252***	4.53	0.000
_Cons	.000195	.0000466***	4.18	0.000

*, **, ***, chỉ ra sự có ý nghĩa tại các mức 10%, 5% và 1%, tương ứng.

Kết quả từ bảng 6 cho thấy, với mức ý nghĩa 1%, các biến độc lập SIZE, TDTA, LD và TANG dưới tác động của Covid-19 có tác động đến giá trị của doanh nghiệp. Cụ thể, sự tác động của Covid 19 làm cho hệ số nợ ảnh hưởng lớn đến MB ở mức 0.103. Bên cạnh đó, lần lượt là cơ sở vật chất (TANG), quy mô doanh nghiệp (Lsize) và khả năng thanh khoản (LD) có tác động đến giá trị của doanh nghiệp (trong và sau thời kỳ Covid-19).

Với mức ý nghĩa 5%, dưới sự tác động của Covid 19, khả năng tài trợ của các doanh nghiệp (SFA) có tác động đến giá trị doanh nghiệp ở mức 0.12 và tỷ lệ hoàn vốn giữ lại cũng có tác động, tuy nhiên ở mức rất thấp (0.00024). Cuối cùng, với mức ý nghĩa 10%, tốc độ tăng trưởng (GROWTH) có khả năng tác động đến giá trị doanh nghiệp (trong và sau Covid-19) ở mức độ 0.14.

Chứng minh cho kết quả trên, tác giả đã chia Model 1 thành Model 1.1 phản ánh các biến trước Covid-19 và Model 1.2 phản ánh các biến sau Covid-19 thông qua biến kiểm soát Covid19_DUM.

Sau khi phân chia giai đoạn, kết quả thu được Model 1.1 có 80 quan sát và Model 1.2 có 48 quan sát (như bảng 7).

Bảng 7: Tác động của năng lực tài chính đến giá trị doanh nghiệp (trước và sau Covid-19)

Models	Biến phụ thuộc: MB	
	Model 1.1 Trước Covid-19	Model 1.2 Sau Covid-19
SIZE	1.338542* (0.089)	2.014858 (0.106)
SFA	3.280922*** (0.000)	8.440702** (0.028)
RER	0.016637*** (0.000)	0.022681*** (0.002)
TDTA	4.613836* (0.088)	9.090902* (0.057)
LD	0.558391 (0.490)	0.268608*** (0.000)
AGE	0.947927 (0.364)	1.762588 (0.455)
GROWTH	1.484987 (0.698)	2.011071 (0.864)
TANG	1.237433 (0.865)	2.053269* (0.058)
Constant	19.0517** (0.035)	28.93474** (0.032)
Adjusted R ²	0.6945	0.6596
N	80	48

Bảng 7 trình bày kết quả ước lượng tác động của năng lực tài chính đến giá trị doanh nghiệp trước và sau đại dịch Covid-19

N là số lượng quan sát

P được báo cáo trong dấu ngoặc đơn

*, **, ***, chỉ ra sự có ý nghĩa tại các mức 10%, 5% và 1%, tương ứng.

Kết quả từ bảng 7 cho thấy các biến độc lập có sự thay đổi trước và sau đại dịch Covid-19. Cụ thể, mức tác động của biến SFA đến biến phụ thuộc MB có sự tăng mạnh từ 3.28 đến 8.44 với mức ý nghĩa 1% và 5%. Điều này cho thấy các doanh nghiệp ngành Dược lựa chọn việc tái cấu trúc nguồn vốn (sử dụng chủ yếu nguồn vốn chủ) sau Covid-19 sẽ khiến mức tác động đến giá trị của công ty trở nên đáng kể. Dẫn tới tỷ lệ lợi nhuận giữ lại (RER) cũng có sự tăng lên trong mức độ ảnh hưởng từ 1.7% tới 2.3% (mức ý nghĩa 1%). Như vậy, quản trị nguồn vốn là yếu tố quan trọng trong việc cải thiện giá trị doanh nghiệp, đặc biệt sau khi trải qua đại dịch Covid-19, các doanh nghiệp ngành dược tại Việt Nam cần chú trọng tối ưu hóa nguồn vốn để nâng cao năng lực tài chính của mình.

Trước Covid-19, khả năng thanh toán (LD) không có ý nghĩa thống kê nhưng trải qua đại dịch Covid-19, biến LD trở nên có nghĩa ở mức 1% với sự tác động 27% tới giá trị của doanh nghiệp. Điều này phản ánh mức độ quan trọng trong việc thanh toán

của các doanh nghiệp ngành Dược sau Covid-19. Sau năm 2020, nền kinh tế bị ảnh hưởng nặng nề, việc giữ được khả năng thanh toán cho doanh nghiệp là yếu tố quan trọng trong việc nâng cao giá trị của doanh nghiệp. Đặc biệt, các doanh nghiệp Dược lớn vẫn giữ được hệ số khả năng thanh toán ổn định sau đại dịch, chứng tỏ năng lực của doanh nghiệp cao, tăng khả năng thực hiện nghĩa vụ trong thời gian ngắn và từ đó tăng giá trị doanh nghiệp.

5. Kết luận

Bài nghiên cứu đã thực hiện kiểm định ảnh hưởng của năng lực tài chính đến giá trị doanh nghiệp Dược niêm yết ở Việt Nam trong giai đoạn 2015-2022. Đồng thời bài nghiên cứu cũng đã thực hiện kiểm nghiệm sự ảnh hưởng năng lực tài chính đến giá trị doanh nghiệp trước và sau đại dịch Covid-19. Kết quả của nghiên cứu là cơ sở để giúp các doanh nghiệp Dược niêm yết có thể đề xuất các giải pháp nhằm nâng cao năng lực tài chính của mình từ đó góp phần nâng cao giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên bài nghiên cứu vẫn còn điểm hạn chế về mẫu số liệu. Mẫu của bài nghiên cứu không thể mở rộng hơn về mặt thời gian (các năm) và không gian (các công ty). Do vậy, rất cần có những nghiên cứu mở rộng hơn của các doanh nghiệp Dược với chất lượng của mẫu tốt hơn trong thời gian tới để kết quả đạt được mang tính đại diện hơn.

Tài liệu tham khảo:

- Alexander Andersson và Joel Minnema (2018), *The relationship between leverage and profitability A quantitative study of consulting firms in Sweden*, International Business Program.
- Báo cáo tài chính và Báo cáo thường niên của các doanh nghiệp Dược niêm yết trong giai đoạn 2015-2022.
- Erwin, Umadiyah, and M. Noor Salim, "Financial Ratio, Firm Size, Capital Structure and The Impact on the Firm Value Non Perbankan Kategori LQ45", *Journal Ilmiah management and Bisnis* Vol. 2 No. 3, 2018.
- Gaud p, Jani E, Hoesli M, Bender A (2003), *The capital structure of Swiss Companies: An empirical analysis using dynamic panel data*, European Financial Management.
- Gill, A., & Obradovich, J., "The impact of corporate governance and financial leverage on the value of American firms", *International Research Journal of Finance and Economics*, 91, 46-51, 2012.
- Harkavy, O. (1953), *The relation between retained earnings and common stock prices for large listed corporations*, *Journal of Finance*, Vol. 8, Issue, 3, pp. 283-297.
- Jacob, Jufri and Taslim, Fadli Ali., *The Impacts of The Ratio of Liquidity, Activity And Profitability Towards Company Value With Dividend Policy As Intervening Variables*. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*. ISSN: 2319-7668. Volume 19, Issue 10. Ver. IV. (October 2017), PP 01-07, 2017.
- Khumairoh, H. Mulyati, dan N. Kalbuana, "Pengaruh Leverage, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Garment dan Textile yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015)", *Seminar Nasional dan The 3rd Call for Syaria Paper*, 2016.
- Myers SC, Majluf, NS (1984), *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, *Journal of Financial Economics*, Vol.3 No.2, 1984, pp. 187-222.
- Priya, K, Nirmalathan B, and Piratheepan T., "Impact of Capital Structure on the Firm Value Case Study of Listed Manufacturing Companies in Sri Lanka", *Scholar World-IRMJCR*. Volume. III, Issue I, 2015.
- Suffah, R. & Riduwan, A., "Effect of Profitability, Leverage, Company Size and Dividend Policy on Firm Value", *Ilmudan Journal of Accounting Research*, Vol. 5, No. 2, 1-17, 2016.
- Võ XT, Ellis C (2017), *An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam*, *Finance Research Letters* 22: 90-94.
- Wright, T.C. (2014). *Difference of Profit and Retained Profit*. <http://www.azcentral.com>.