

# PHÂN TÍCH VỀ TÁC ĐỘNG HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN TRÍ TUỆ ĐẾN KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

## ANALYZING THE EFFECIENCY OF INTELLECTUAL CAPITAL ON FIRM PERFORMANCE OF ENTERPRISES LISTED ON VIETNAM STOCK EXCHANGE

Lê Hà Như Thảo

*Trường Cao đẳng Công nghệ Thông tin, Đại học Đà Nẵng; lhnthao@cit.udn.vn*

**Tóm tắt** - Xu hướng chung của toàn cầu là sự chuyển hướng mạnh mẽ từ khu vực sản xuất truyền thống sang nền kinh tế tri thức. Do đó, vốn trí tuệ đang ngày càng trở thành một tài sản quan trọng đóng góp vào kết quả hoạt động của các doanh nghiệp trong nền kinh tế tri thức. Vì vậy, phân tích tác động của hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là cần thiết. Nghiên cứu này đã phân tích mối quan hệ giữa 2 đại lượng này dựa trên số liệu các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn từ 2010 đến 2015. Kết quả cho thấy hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ có tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

**Từ khóa** - vốn trí tuệ; phương pháp VAIC của Pulic 2000; kinh tế tri thức; hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ; tài sản vô hình.

**Abstract** - There is a movement from the manufacturing sector to the knowledge economy in the world trend. Therefore, the intellectual capital is increasingly becoming an important intangible asset contributing to the performance of enterprises in the knowledge economy. Thus, analyzing the impact of the efficiency of intellectual capital on the firm performance is essential. The paper has analyzed the relationship between the two quantities based on data from companies listed on Vietnam stock market in the period from 2010 to 2015. Results show that effective use of intellectual capital has positive impact on the efficiency of business operations.

**Key words** - intellectual capital; VAIC approach of Pulic 2000; the knowledge economy; efficiency of using intellectual capital; intangible assets.

### 1. Đặt vấn đề

Nền kinh tế toàn cầu nói chung, kinh tế Việt Nam nói riêng, đang có bước chuyển hướng mạnh mẽ từ khu vực sản xuất truyền thống sang ngành nghề kinh doanh đòi hỏi có hàm lượng khoa học kỹ thuật và nguồn nhân lực chất lượng cao. Đi theo xu hướng đó, giá trị của các doanh nghiệp ngày càng được đánh giá dựa trên giá trị tài sản vô hình, ví dụ giá trị về nguồn nhân lực, quan hệ khách hàng, hoặc quản trị kiến thức. Trong đó, nguồn nhân lực hay nói cách khác là vốn trí tuệ của một tổ chức đóng vai trò then chốt trong việc nâng cao giá trị của doanh nghiệp. Chính vì vậy, nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ đang trở thành một đề tài hấp dẫn thu hút quan tâm của không chỉ các nhà lãnh đạo doanh nghiệp mà cả các nhà nghiên cứu kinh tế.

Thực tiễn cho thấy, đã có nhiều bài nghiên cứu về tác động của hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ đối với kết quả tài chính của các doanh nghiệp ở nhiều quốc gia khác nhau trên thế giới như Anh, Úc, Mỹ... Tuy nhiên, chưa có bài nghiên cứu nào đi sâu phân tích về mối quan hệ giữa vốn trí tuệ và tình hình hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp ở Việt Nam. Do đó, việc khảo sát, nghiên cứu về sự tác động và mối quan hệ giữa vốn trí tuệ đến các kết quả tài chính của các doanh nghiệp ở Việt Nam là một vấn đề cần thiết.

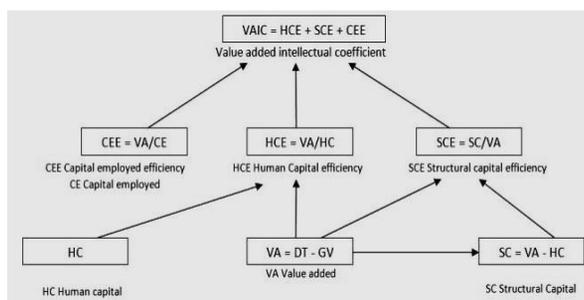
### 2. Tổng quan tài liệu và giả thuyết nghiên cứu

#### 2.1. Định nghĩa vốn trí tuệ

Sự bùng nổ và phát triển của nền kinh tế tri thức đã thu hút nhiều bài nghiên cứu về vốn trí tuệ - một trong những tài sản vô hình quan trọng trong nguồn lực của công ty [1]. Hầu hết các bài nghiên cứu này đều dựa trên cơ sở lý thuyết kế toán tài chính, nhằm tìm ra được ý nghĩa và giải thích tầm quan trọng của vốn trí tuệ trong việc tạo ra những giá trị cao hơn tổng giá trị tài sản mà các doanh nghiệp hiện có [6].

#### 2.2. Đo lường hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ

Thực tế cho thấy, đã có nhiều phương pháp đo lường được sử dụng như “Giá trị kinh tế tăng thêm - Economic Value Added (EVA)” hay là “Thẻ điểm cân bằng -Balanced ScoreCard (BSC)”. Một trong những phương pháp đo lường vốn trí tuệ và hiệu quả sử dụng vốn này rất hữu dụng và đơn giản, thường được áp dụng trong việc đánh giá mối quan hệ giữa kết quả tài chính và hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ là phương pháp hệ số giá trị tăng thêm của vốn trí tuệ (VAIC: Value Added Intellectual Coefficient) của Pulic. Theo phương pháp này, hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ được dựa trên giá trị tăng thêm tạo ra từ nguồn vốn trí tuệ và vốn tài chính của doanh nghiệp. VAIC sẽ bao gồm hiệu quả sử dụng vốn nhân lực (HCE: Human Capital Efficiency), hiệu quả sử dụng vốn cấu trúc (SCE), hiệu quả sử dụng vốn tài chính (CEE: Capital Employed Efficiency). Biến độc lập cần phải sử dụng là VAIC, HCE, SCE, và CEE.



**Hình 1.** Mô tả quy trình đo lường hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ theo phương pháp VAIC của Pulic

Hình 1 mô tả quy trình tính toán được thực hiện theo 5 bước sau:

**Bước 1:** Đánh giá kết quả hoạt động của doanh nghiệp bằng cách đo lường giá trị tăng thêm (VA): Value Added.

VA chính là sự chênh lệch giữa doanh thu của hoạt động bán hàng và cung cấp dịch vụ (DT) trừ đi giá vốn hàng bán (GV).

$$VA = DT - GV$$

*Bước 2:* Đo lường hiệu quả sử dụng vốn nhân lực (HCE)

$$HCE = VA/HC$$

Trong đó: HC là tiền lương trả cho nhân viên trong công ty.

*Bước 3:* Đo lường hiệu quả sử dụng vốn cấu trúc (SCE)

$$SCE = SC/VA$$

Trong đó: SC = VA – HC, SC là vốn cấu trúc.

*Bước 4:* Đo lường hiệu quả sử dụng vốn tài chính (CEE)

$$CEE = VA/CE$$

Trong đó: CE: tổng tài sản, CE là vốn tài chính.

*Bước 5: Tính giá trị của VAIC*

$$VAIC = HCE + SCE + CEE$$

### 2.3. Những nghiên cứu trước đây về mối quan hệ giữa vốn trí tuệ và kết quả hoạt động của doanh nghiệp

Đã có rất nhiều nghiên cứu sử dụng phương pháp VAIC để đo lường hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ và mối quan hệ của nó với kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Những nghiên cứu này đã phân tích ảnh hưởng của VAIC cũng như HCE, CEE và SCE đến khả năng tạo ra lợi nhuận thông qua một số chỉ tiêu phổ biến như khả năng sinh lời của tài sản (ROA): Return on Asset, giá trị thị trường (MB): Market Benefit, khả năng sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE): Return on Equity...

Chen và Cheng đã điều tra về mối liên kết giữa VAIC, giá trị thị trường, lợi nhuận và hiệu quả đầu tư dựa trên số liệu của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Đài Loan trong khoảng thời gian từ năm 1992 đến 2002 [2]. Bài nghiên cứu này đã nhấn mạnh tầm quan trọng của vốn trí tuệ trong việc nâng cao doanh thu và lợi nhuận của các công ty ở Đài Loan, các tác giả cũng tìm ra mối quan hệ tích cực giữa VAIC và các nhân tố của vốn trí tuệ là 4 chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (ROA, ROE, MB, tăng trưởng doanh thu).

Tương tự như vậy, Shiu đã phát hiện ra mối quan hệ giữa VAIC trong năm hiện tại và năm liền trước có mối quan hệ cùng chiều với ROA của hơn 100 công ty ở Đài Loan [6].

Clarke và Seng cũng đã tìm ra VAIC và HCE có tác động cùng chiều đến ROA và ROE. Hơn thế nữa, các tác giả này đã chứng minh rằng VAIC, HCE và SCE có hiệu ứng thời gian, tức là những hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ trong năm trước có tác động đến tỉ suất sinh lời của tài sản và nguồn vốn của công ty [3].

Tuy nhiên, mối quan hệ cùng chiều của VAIC đến hiệu quả hoạt động của công ty không phải được công nhận ở tất cả các nghiên cứu. Một số nghiên cứu lại nhận thấy vốn trí tuệ và các yếu tố của nó có tác động ngược chiều đối với tình hình hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Ví dụ, trong nghiên cứu về trường hợp của các công ty ở Anh, Zeghal và Maaloul đã không thành công trong việc khảo sát về mối quan hệ của hiệu quả sử dụng tài sản, khả năng sinh lời của công ty và hiệu quả sử dụng

vốn trí tuệ [7]. Ngoài ra, các tác động của từng thành phần vốn trí tuệ đến kết quả tài chính cũng rất khác nhau trong từng nghiên cứu.

+ HCE được tìm thấy có ảnh hưởng trái chiều đến ROA và MB trong bài nghiên cứu của Firer và Williams, Shiu và Chan. Điều này thể hiện rằng hiệu quả sử dụng vốn nhân lực không có tác dụng cải thiện hiệu quả hoạt động của công ty [4].

+ SCE rất hiếm khi có tác động đến khả năng sinh lợi của doanh nghiệp. Tuy nhiên, Firer và William, Chan cũng đã thể hiện mối gắn kết tích cực với ROA [4].

+ CEE có ảnh hưởng tích cực và đáng kể đến ít nhất một chỉ tiêu tài chính của doanh nghiệp.

### 2.4. Giả thuyết nghiên cứu

Các câu hỏi nghiên cứu có thể đặt ra như sau:

- Hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ có mối quan hệ cùng chiều hay ngược chiều với hiệu quả hoạt động?

- Hiệu quả sử dụng các nguồn vốn cấu thành nên vốn trí tuệ có mối quan hệ cùng chiều hay ngược chiều với hiệu quả hoạt động?

- Hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ trong năm nay có mối quan hệ cùng chiều hay ngược chiều với hiệu quả hoạt động trong năm sau?

- Hiệu quả sử dụng các nguồn vốn cấu thành nên vốn trí tuệ trong năm nay có mối quan hệ cùng chiều hay ngược chiều với hiệu quả hoạt động trong năm sau?

Bài nghiên cứu này đặt ra 2 giả thuyết chính để kiểm định:

Giả thuyết H1: Hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ tác động tỉ lệ thuận với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Giả thuyết H2: Hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ trong năm nay tác động tỉ lệ thuận với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp trong năm sau.

## 3. Thiết kế nghiên cứu

### 3.1. Mẫu dữ liệu

Nghiên cứu đã phân tích số liệu của các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam (ở 2 thị trường TP. Hồ Chí Minh và Hà Nội). Bài báo chỉ thu thập số liệu của các công ty thuộc 5 ngành, thuộc các lĩnh vực công nghệ truyền thông, dịch vụ du lịch, giáo dục, ngân hàng bảo hiểm, dược phẩm/ y tế. Thông tin liên quan đến tình hình tài chính của các công ty từ tháng 01 năm 2010 cho đến tháng 12 năm 2015 được thu thập từ nguồn dữ liệu Datastream.

**Bảng 1.** Mẫu điều tra của bài nghiên cứu

Ngành	Số lượng công ty được lựa chọn	Số lượng công ty bị thiếu dữ liệu	Số lượng công ty đầy đủ số liệu	Phần trăm trong mẫu
Công nghệ viễn thông	24	4	20	29%
Dịch vụ du lịch	14	4	10	15%
Giáo dục	14	6	8	12%
Ngân hàng bảo hiểm	16	4	12	18%
Dược phẩm/Y tế	21	3	18	26%
<b>Tổng cộng</b>	<b>89</b>	<b>21</b>	<b>68</b>	<b>100%</b>

### 3.2. Biến nghiên cứu

#### 3.2.1. Biến phụ thuộc

Để phân tích tác động của hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ đến kết quả hoạt động của công ty, biến phụ thuộc sẽ là những chỉ số phản ánh tình hình hoạt động tài chính của doanh nghiệp.

**Bảng 2.** Các biến phụ thuộc sử dụng trong bài nghiên cứu

Chỉ tiêu	Định nghĩa	Công thức tính
Hiệu suất sinh lời của tài sản (ROA)	Phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản, đo lường một đồng tài sản bỏ ra mang lại bao nhiêu đồng lợi nhuận cho doanh nghiệp	Lợi nhuận trước thuế/tổng tài sản
Hiệu suất sinh lời của nguồn vốn (ROE)	Phản ánh hiệu quả sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu, đo lường một đồng vốn chủ sở hữu bỏ ra mang lại bao nhiêu đồng lợi nhuận cho doanh nghiệp	Lợi nhuận sau thuế/tổng vốn chủ sở hữu
Giá trị thị trường (MB)	Đo lường giá trị được thị trường đánh giá của một công ty so sánh với giá trị tổng tài sản của công ty đó	Giá trị thị trường/tổng tài sản
Năng suất của nhân viên (EP)	Thể hiện năng lực lao động của nhân viên bằng cách tính toán một nhân viên trong công ty có thể tạo ra được bao nhiêu đồng lợi nhuận	Lợi nhuận trước thuế/tổng số nhân viên

#### 3.2.2. Biến độc lập

Nghiên cứu này áp dụng phương pháp Hệ số giá trị tăng thêm VAIC của Pulic để đánh giá hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ. Theo phương pháp này, hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ được dựa trên giá trị tăng thêm tạo ra từ nguồn vốn trí tuệ và vốn tài chính của doanh nghiệp. VAIC sẽ bao gồm hiệu quả sử dụng vốn nhân lực (HCE), hiệu quả sử dụng vốn cấu trúc (SCE), hiệu quả sử dụng vốn tài chính (CEE). Do đó, để phân tích mối quan hệ giữa hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp thì biến độc lập cần sử dụng phải là VAIC, HCE, SCE, và CEE.

#### 3.2.3. Biến điều khiển

Nhằm giảm thiểu tác động của các nhân tố khác có thể ảnh hưởng đến việc phân tích mối quan hệ giữa các chỉ số đánh giá tình hình hoạt động của doanh nghiệp, 6 biến điều khiển sẽ được đưa vào mô hình hồi quy, bao gồm:

(1) Quy mô doanh nghiệp: Tổng giá trị tài sản của doanh nghiệp sẽ phản ánh biến này.

(2) Tỷ suất nợ phải trả/tổng tài sản: Theo Clarke và Seng, một công ty mà trong đó tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản quá cao sẽ phản ánh tình hình tài chính của công ty không chủ động, phụ thuộc nhiều vào bên ngoài [3].

(3) Ngành nghề: Các biến giả biểu hiện các ngành nghề khác nhau của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Mỗi biến sẽ được thiết lập với giá trị 1, và các biến còn lại mang giá trị 0.

(4) Tuổi của công ty: Số năm công ty thành lập có ảnh hưởng đến sản lượng của nó.

### 3.3. Mô hình nghiên cứu

#### Mô hình 1:

$$Y_{it} = a_0 + a_1VAIC_{it} + a_2VAIC_{it-1} + a_3QUYMO + a_4NPT/TTS + a_5TUOI + a_6NGANH + e$$

#### Mô hình 2:

$$Y_{it} = a_0 + a_1HCE_{it} + a_2SCE_{it} + a_3CEE_{it} + a_4HCE_{it-1} + a_5SCE_{it-1} + a_6CEE_{it-1} + a_7QUYMO + a_8NPT/TTS + a_9TUOI + a_{10}NGANH + e$$

Trong đó:

+ Y: lần lượt là ROA, ROE, EP, MB;

+ VAIC: Tổng hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ;

+ HCE: Hiệu quả sử dụng vốn nhân lực;

+ SCE: Hiệu quả sử dụng vốn cấu trúc;

+ CEE: Hiệu quả sử dụng vốn tài chính;

+ QUYMO: Tổng tài sản;

+ NPT/TTS: Tỷ suất nợ phải trả/tổng tài sản;

+ TUOI: Số năm thành lập của công ty;

+ NGANH: Ngành;

+  $a_0$ : Hằng số, i: Công ty, t: năm (từ 2010 đến 2015).

### 4. Kết quả nghiên cứu

#### 4.1. Phân tích mô tả

**Bảng 3.** Kết quả phân tích mô tả

	ROA	ROE	MB	EP	VAIC <sub>t</sub>	HCE <sub>t</sub>	SCE <sub>t</sub>	CEE <sub>t</sub>
Mean	5,6056	12,6554	,8809	15,9436	2,2685	1,6355	,0158	,3625
Std. Deviation	6,27792	11,12972	,57894	15,07949	1,07275	1,05658	,63379	,20985
Minimum	-15,82	-15,52	,18	-13,35	,79	,15	-,88	,01
Maximum	38,31	39,49	2,95	69,29	6,74	5,27	2,58	1,01

Các chỉ số tài chính sử dụng trong bài phân tích (ROA, ROE, MB và EP) đều bao gồm các giá trị từ âm sang dương, ngoại trừ MB. Giá trị cao nhất của ROA và ROE đều thuộc về Công ty Cổ phần Công viên nước Đầm Sen thuộc ngành Dịch vụ du lịch năm 2015. Đối với giá trị thị trường MB, giá trị thấp nhất và cao nhất đều lớn hơn 0.

#### 4.2. Phân tích tương quan

VAIC tương quan đáng kể và cùng chiều với tất cả các chỉ số tài chính. Điều này minh chứng rằng hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ VAIC sẽ có tác động cùng chiều với các chỉ số tài chính ROA, ROE, và MB. Kết quả này dự đoán cho việc biến độc lập VAIC sẽ có thể giải thích cho sự biến động của biến phụ thuộc ROA, ROE, và MB trong mô hình. Bên cạnh đó, sự tương quan của VAIC với ROA mạnh hơn sự tương quan giữa VAIC với ROE và MB.

Trong 3 thành phần của VAIC, CEE có mối quan hệ mạnh nhất với tất cả các biến phụ thuộc. CEE tương quan chặt chẽ với ROA với hệ số là 0,389 (độ tin cậy 99%) có nghĩa là hiệu quả sử dụng vốn tài chính có mối quan hệ cùng chiều với hiệu quả sử dụng tài sản của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Tương tự CEE, HCE có sự tương quan cùng chiều và đáng kể với ROA, ROE và MB, trong đó mối quan hệ với ROA là mạnh mẽ nhất (xấp xỉ 0,4). Điều này có nghĩa là nếu doanh nghiệp sử dụng càng hiệu quả vốn nhân lực thì hiệu quả hoạt động nói chung và hiệu quả sử dụng tài sản nói riêng của doanh nghiệp đó càng được nâng cao. Mặt khác, SCE thể hiện mối tương quan yếu với 3 chỉ số tài chính yếu hơn so với HCE và CEE. Hệ số tương quan của SCE và các chỉ số tài chính chỉ gần 0,1.

**Bảng 4. Kết quả phân tích tương quan**

Independent variables	Dependent											
	ROA			ROE			MB			EP		
	Coefficient	t-statistic	Sig.									
Constant	.025	.028	.978	-25.743	-4.651	.000	.265	1.064	.287	-11.019	-4.153	.000
HCE <sub>t</sub>	8.375	4.975	.000	3.502	10.845	.000	.183	6.809	.000	18.358	22.662	.000
SCE <sub>t</sub>	5.207	6.312	.001	1.332	3.428	.000	.040	2.986	.003	6.946	6.167	.000
CEE <sub>t</sub>	15.606	7.896	.000	5.409	4.990	.000	.573	5.483	.000	11.310	3.682	.000
TTS	1.039	1.268	.005	6.813	1.355	.176	3.873	.294	.769	4.379	1.798	.073
NPT/TTS	-.046	-2.931	.003	.103	1.080	.280	-.007	-4.529	.000	-.192	-4.290	.000
TUOI	.006	1.848	.065	.106	5.489	.000	.000	.875	.382	-.007	-.785	.433
Adjusted R <sup>2</sup>	.311			.266			.281			.594		
F-value	8.019	.000 <sup>b</sup>		6.302	.000 <sup>b</sup>		6.862	.000 <sup>b</sup>		41.030	.000 <sup>b</sup>	
Durbin-Watson	1.959			1.709			1.596			1.676		

### 4.3. Phân tích hồi quy

Kết quả phân tích đã chỉ ra rằng, giá trị F-value của mô hình ứng với biến ROA, ROE, MB và EP lần lượt là 8,019; 6,302; 6,862; và 41,030 (và p-value nhỏ hơn 0,01). Tuy nhiên, ảnh hưởng của từng biến HCE, SCE và CEE đến các hệ số phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là khác nhau. Hệ số R<sup>2</sup> hiệu chỉnh trong mô hình của biến EP là 0,594 gấp đôi giá trị R<sup>2</sup> hiệu chỉnh trong mô hình ROA (0,311); ROE (0,266) và MB (0,281). Từ đó cho thấy 3 thành phần vốn của vốn trí tuệ có ảnh hưởng đáng kể đến EP của các công ty cổ phần trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Đặc biệt hơn nữa, qua 4 mô hình tương ứng với 4 biến phụ thuộc, giá trị R<sup>2</sup> hiệu chỉnh đều tăng khi VAIC được chia nhỏ thành các thành phần, và cao nhất là trong mô hình với biến EP (R<sup>2</sup> hiệu chỉnh tăng 20% từ 0,391 đến 0,594).

Vốn nhân lực HCE có tác động cùng chiều đến cả 4 chỉ số tài chính. Trong 4 chỉ số thể hiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, EP được giải thích nhiều nhất bởi HCE với hệ số hồi quy 18,35. Kết quả đưa ra một nhận định là doanh nghiệp càng đầu tư nhiều vào nguồn nhân lực, đặc biệt là tiền lương, thì năng suất lao động của các nhân viên sẽ được nâng cao đáng kể.

SCE có ý nghĩa thống kê trong cả 4 mô hình, tức là, SCE có ảnh hưởng tích cực đến kết quả tài chính của doanh nghiệp. Tương tự với HCE, mối quan hệ của SCE với EP là mạnh nhất, tuy nhiên vẫn còn thấp hơn so với HCE và EP. Hơn nữa, SCE cũng là nhân tố có ít ảnh hưởng nhất so với 2 thành phần HCE và CEE.

Vốn tài chính CEE có tác động cùng chiều đối với cả 4 biến phụ thuộc, có nghĩa là doanh nghiệp sử dụng vốn tài chính hiệu quả sẽ dẫn đến khả năng tạo ra lợi nhuận cao hơn. Khác với HCE và SCE, CEE lại thể hiện mối quan hệ cùng chiều mạnh nhất đối với biến ROA với hệ số hồi quy 15,606; có nghĩa là 1% hiệu quả sử dụng vốn tài chính tăng lên dẫn đến 15% tăng lên trong hiệu quả sử dụng tài sản của công ty. Bên cạnh đó, hệ số hồi quy trong mô hình với EP lại rất thấp, chỉ xấp xỉ dưới 1, do đó vốn tài chính không ảnh hưởng nhiều đến biến động của năng suất lao động của nhân viên.

Giả thuyết 2: Hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ trong năm này có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của

công ty trong năm sau.

Vì mô hình 1 và mô hình 2 không thỏa mãn giả thuyết để thực hiện hồi quy tuyến tính, việc loại bỏ biến VAIC<sub>t-1</sub> trong mô hình 1; biến HCET<sub>t-1</sub>, SCET<sub>t-1</sub>, và CEET<sub>t-1</sub> trong mô hình 2 để giảm bớt sự tác động của hiện tượng đa cộng tuyến trong mô hình là cần thiết. Chính vì thế, nghiên cứu đã không thể kiểm định giả thuyết 2. Nói cách khác, giả thuyết 2 không được thừa nhận trong phạm vi nghiên cứu của bài báo. Kết quả này cũng đồng nhất với kết quả nghiên cứu của Chen và Cheng vào năm 2005 [2].

### 5. Bàn luận kết quả nghiên cứu

Kết quả tìm được có thể tóm tắt những điểm chính như sau:

Thứ nhất, hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động (ROA, ROE, MB và EP) của các CTCP trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

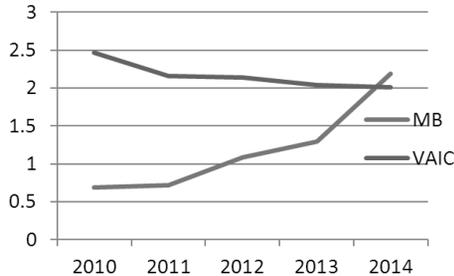
Trước hết, xét đến hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ VAIC, bài nghiên cứu đã tìm thấy VAIC có ảnh hưởng cùng chiều đến cả 4 chỉ số đánh giá hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp là ROA, ROE, MB và EP. Kết quả này đồng nhất với ý kiến của các tác giả Chen và Cheng trong bài nghiên cứu về mối quan hệ của VAIC với ROA, ROE, MB và EP; tuy nhiên họ lại sử dụng các biến điều khiển khác như là chi phí phát triển, quảng cáo sản phẩm, giá trị thị trường của cổ phiếu công ty [2]. Một nghiên cứu khác của Zeghal và Maaloul lại chỉ tìm thấy mối quan hệ cùng chiều của VAIC và ROA dựa trên số liệu của các công ty ở Anh [7]. Ngoài ra, nghiên cứu cũng đã nhận thấy mức độ tác động của VAIC đến các chỉ số tài chính cũng khác nhau, cụ thể là VAIC tác động mạnh mẽ nhất đến EP.

Thứ hai, hiệu quả sử dụng các loại vốn cấu thành nên vốn trí tuệ (HCE, SCE và CEE) có ảnh hưởng tỉ lệ thuận đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

HCE ảnh hưởng tích cực đến ROA, ROE, MB và EP. Clarke và Seng cũng đã tìm ra cùng kết quả như vậy trong bài nghiên cứu trước đây [2]. Tuy nhiên, những kết quả này lại không đồng nhất với kết luận của Shiu và Ting và Lean [6]. Họ đã thừa nhận rằng HCE có quan hệ trái chiều với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Mặt khác, HCE cũng được nhận thấy có mối quan hệ mạnh mẽ nhất với EP. Thực

tế cho thấy, tình hình sử dụng nguồn nhân lực của các doanh nghiệp ở Việt Nam trong những năm qua đã có nhiều bước tiến và cải thiện rõ rệt, thể hiện rõ nhất ở việc mức lương trung bình cho cán bộ, công nhân không ngừng tăng lên. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp Việt Nam còn quan tâm nhiều hơn đến các chế độ đãi ngộ, quan tâm đến đời sống của cán bộ nhân viên. Nhờ đó, giúp họ tăng cao năng suất lao động.

Tương tự như HCE, SCE cũng có tác động cùng chiều với cả 4 chỉ số, đặc biệt mạnh nhất với EP. Những nghiên cứu trước đó của Chen và Cheng, Chan cũng cho ra kết quả tương tự.



**Hình 2.** Biểu đồ so sánh biến động của MB và VAIC các công ty trên thị trường chứng khoán Việt Nam

CEE được tìm thấy có mối quan hệ tỉ lệ thuận với ROA, ROE, MB và EP; trong đó CEE tác động mạnh mẽ nhất đến ROA và ROE, yếu nhất đến EP. Kết quả tương tự được tìm thấy trong khảo sát của Clarke và Seng [5]. Như vậy, mức độ tác động của CEE đến các chỉ số phản ánh hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp khác với HCE và SCE. Trong khi HCE và SCE tác động mạnh nhất đến EP thì mức độ ảnh hưởng của CEE đến EP lại rất thấp.

Thứ ba, sự tác động thuận chiều của VAIC đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam không thực sự mạnh mẽ. Dựa vào kết quả của hồi quy tuyến tính, mức độ giải thích của mô hình chỉ từ 20% đến 40%. Do đó, hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ chưa có tác động đáng kể đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

## 6. Kết luận

Vốn trí tuệ ngày càng đóng vai trò quan trọng trong hoạt động của doanh nghiệp, đặc biệt trong nền kinh tế đang có sự chuyển hướng mạnh mẽ từ khu vực sản xuất truyền thống

sang khu vực kinh tế tri thức. Chính vì vậy, đánh giá hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ của công ty, đồng thời phân tích ảnh hưởng hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ đến hiệu quả hoạt động của công ty thực sự cần thiết không chỉ đối với nhà quản lý doanh nghiệp mà còn các nhà đầu tư cũng như các nhà kinh tế học. Trên thế giới đã có nhiều bài nghiên cứu về vốn trí tuệ và các phương pháp đo lường hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ. Trong số đó, phương pháp Hệ số tăng thêm của vốn trí tuệ (VAIC) do Pulic phát triển năm 2000 được sử dụng rộng rãi nhất. Tác giả đã vận dụng phương pháp VAIC để đo lường hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ của các CTCP niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Kết quả phân tích cho thấy, vốn trí tuệ và các thành phần cấu thành nên vốn này có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp ở Việt Nam. Tuy nhiên ảnh hưởng của vốn trí tuệ đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp vẫn chưa cao. Vấn đề này đặt ra nhiều thách thức đối với các doanh nghiệp cần có những giải pháp nâng cao hiệu quả sử dụng vốn trí tuệ để góp phần thúc đẩy hiệu quả hoạt động của tổ chức.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- [1] Bontis, N, "Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital", *International journal of management reviews*, 3 (1), 2001, pp. 41-60.
- [2] Chen, M., Cheng, S. and Hwang, Y, "An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance", *Journal of Intellectual capital*, 6 (2), 2005, pp. 159-176.
- [3] Clarke, M., Seng, D. and Whiting, R. H, "Intellectual capital and firm performance in Australia", *Journal of Intellectual Capital*, 12 (4), 2012, pp. 505-530.
- [4] Firer, S. and Williams, S.M. (2003), "Intellectual capital and traditional measures of corporate performance", *Journal of Intellectual Capital*, Vol.4, No.3, pp.348-60.
- [5] Pulic, A, "VAIC™ - an accounting tool for IC management", *International journal of technology management*, 20 (5), 2000, pp. 702-714.
- [6] Shiu, H, "The Application of the Value Added Intellectual Coefficient to Measure Corporate Performance: Evidence from Technological Firms", *International Journal of Management*, 2006, 23 (2).
- [7] Zeghal, D. and Maaloul, A, "Analysing value added as an indicator of intellectual capital and its consequences on company performance", *Journal of Intellectual capital*, 11 (1), 2010, pp. 39-60.

(BBT nhận bài: 02/03/2017, hoàn tất thủ tục phản biện: 22/03/2017)