



ISSN 1859-3666
E-ISSN 2815-5726

Tạp chí KHOA HỌC THƯƠNG MẠI

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI





khoa học thương mại

TẠP CHÍ CỦA TRƯỜNG ĐẠI HỌC THƯƠNG MẠI
BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

PHỤ TRÁCH TẠP CHÍ:

NGUYỄN ĐỨC NHUẬN

PHÓ TỔNG BIÊN TẬP:

TRƯỞNG BAN TRỊ SỰ

NGUYỄN THỊ QUỲNH TRANG

❑ Tòa soạn

Phòng 202 nhà T
Trường Đại học Thương mại
Số 79 đường Hồ Tùng Mậu
Mai Dịch, Cầu Giấy, Hà Nội

❑ **Điện thoại:** 024.37643219 máy lẻ 2102

❑ **Fax:** 024.37643228

❑ **Email:** tckhtm@tmu.edu.vn

❑ **Website:** tckhtm.tmu.edu.vn

❑ GP hoạt động báo chí:

Số 195/GP-BTTTT ngày 05/6/2023

❑ Chế bản tại: Tòa soạn

Tạp chí Khoa học Thương mại

❑ **In tại:** Cty TNHH In & TM Hải Nam

❑ **Nộp lưu chiểu:** 3/2026

HỘI ĐỒNG KHOA HỌC BIÊN TẬP

Đinh Văn Sơn - Đại học Thương mại (Chủ tịch)

Phạm Vũ Luận - Đại học Thương mại (Phó Chủ tịch)

Nguyễn Bách Khoa - Đại học Thương mại (Phó chủ tịch)

Phạm Minh Đạt - Đại học Thương mại (Ủy viên thư ký)

Các ủy viên

- **Vũ Thành Tự Anh** - ĐH Fulbright Việt Nam (Hoa Kỳ)

- **Lê Xuân Bá** - Viện QLKT TW

- **Hervé B. Boismery** - Đại học Reunion (Pháp)

- **H. Eric Boutin** - Đại học Toulon Var (Pháp)

- **Nguyễn Thị Doan** - Hội Khuyến học Việt Nam

- **Haasis Hans** - Đại học Bremenr (Đức)

- **Lê Quốc Hội** - Đại học Kinh tế quốc dân

- **Nguyễn Thị Bích Loan** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Hoàng Long** - Đại học Thương mại

- **Nguyễn Mai** - Chuyên gia kinh tế độc lập

- **Dương Thị Bình Minh** - ĐH Kinh tế Tp Hồ Chí Minh

- **Hee Cheon Moon** - Hội Nghiên cứu TM Hàn Quốc

- **Bùi Xuân Nhàn** - Đại học Thương mại

- **Lương Xuân Quỳ** - Hội Khoa học kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Văn Song** - Học viện Nông nghiệp Việt Nam

- **Nguyễn Thanh Tâm** - Đại học California (Hoa Kỳ)

- **Trương Bá Thanh** - ĐH Kinh tế - Đại học Đà Nẵng

- **Đinh Văn Thành** - Viện Nghiên cứu thương mại

- **Đỗ Minh Thành** - Đại học Thương mại

- **Lê Đình Thắng** - Đại học Québec (Canada)

- **Trần Đình Thiên** - Viện Kinh tế Việt Nam

- **Nguyễn Quang Thuấn** - Viện Hàn lâm KHXH Việt Nam

- **Washio Tomoharu** - ĐH Kwansey Gakuin (Nhật Bản)

- **Lê Như Tuyền** - Grenoble École de Managment (Pháp)

- **Zhang Yujie** - Đại học Tsinghua (Trung Quốc)

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Bùi Thị Hằng, Đào Trường Thành và Phan Thế Công** - Tiêu chí đánh giá mức độ thực hiện FDI theo định hướng phát triển xanh của doanh nghiệp tại Việt Nam. **Mã số: 211.1TrEM.11** 3
Criteria for Evaluating the Implementation Level of Green-Oriented Foreign Direct Investment (Fdi) By Enterprises in Vietnam
- 2. Đỗ Mai Phương** - Vai trò của nguồn nhân lực xanh đối với chiến lược kinh doanh xanh và hiệu quả xuất khẩu của doanh nghiệp. **Mã số: 211.1HRMg.11** 13
The Role of Green Human Resources in Green Business Strategy and Export Performance of Enterprises

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 3. Trần Thị Hoàng Hà** - Tác động của lãnh đạo truyền cảm hứng đến hành vi đổi mới và hiệu quả làm việc của nhân viên với vai trò trung gian của văn hóa tổ chức tại các doanh nghiệp kinh doanh lưu trú ở Việt Nam. **Mã số: 211.2HRMg.21** 22
Impact of Inspirational Leadership on Employees' Innovative Behavior and Job Performance: the Mediating Role of Organizational Culture in Vietnam's Hospitality Industry
- 4. Trần Ngọc Trang Ninh, Hoàng Phương Dung và Vũ Huy Thông** - Từ bỏ giỏ hàng khi mua sắm trực tuyến: Các yếu tố ảnh hưởng và định hướng nghiên cứu. **Mã số: 211.2BMkt.21** 38
Online Shopping Cart Abandonment: Determinants And Future Research Agenda

- 5. Đặng Thị Lan Phương, Trần Thúy Hiền, Phạm Thị Phương Thảo, Phạm Hồng Mai, Hoàng Ánh Tuyết và Bùi Thị Ngọc Hà** - Lan truyền biến động và mạng lưới kết nối giữa giá dầu thô WTI, giá vàng quốc tế và chỉ số giá cổ phiếu các ngành trên thị trường chứng khoán Việt Nam (2018-2024). *Mã số: 211.2FiBa.21* 50
Volatility Spillovers and Network Connectedness among WTI Crude Oil Prices, International Gold Prices, and Sectoral Stock Price Indices on the Vietnam Stock Market (2018-2024)
- 6. Nguyễn Thanh Hiếu** - Vai trò của vốn trí tuệ và giá trị doanh nghiệp: bằng chứng từ các công ty niêm yết tại Việt Nam. *Mã số: 211.2BAcc.21* 62
The Role of Intellectual Capital in Firm Value: Evidence from Vietnamese Listed Companies
- 7. Nguyễn Tuấn Anh, Vương Nguyên Hạ, Hoàng Yến Nhi và Đinh Minh Thu** - Ảnh hưởng của rủi ro địa chính trị tới tỷ lệ an toàn vốn của ngân hàng thương mại Việt Nam: vai trò của dự phòng rủi ro tín dụng. *Mã số: 211.2FiBa.21* 76
The Impact of Geopolitical Risk on Capital Adequacy Ratio of Vietnamese Commercial Banks: Role of Loan Loss Reserve
- 8. Mai Thanh Thủy và Đặng Thị Việt Đức** - Chuyển đổi số nâng cao kết quả kinh doanh: nghiên cứu trường hợp các doanh nghiệp ICT Việt Nam. *Mã số: 211.2DEco.21* 92
Digital Transformation Enhances Economic Performance: A Study of Vietnamese ICT Enterprises

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 9. Đỗ Thị Hồng Vân** - Nghiên cứu các yếu tố ảnh hưởng đến hành vi tiêu dùng bền vững: Trường hợp giảm sử dụng nhựa một lần của thế hệ Gen Z Việt Nam. *Mã số: 211.3BAdm.31* 106
Determinants of sustainable consumption behavior: A case study on Generation Z's reduction of single-use plastic in Vietnam

VAI TRÒ CỦA VỐN TRÍ TUỆ VÀ GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP: BẰNG CHỨNG TỪ CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Thanh Hiếu
Đại học Kinh tế Quốc dân
Email: hieu39ktqd@gmail.com

Ngày nhận: 27/06/2025

Ngày nhận lại: 05/09/2025

Ngày duyệt đăng: 09/09/2025

Nghiên cứu này xem xét tác động của vốn trí tuệ (IC) và các thành phần của vốn trí tuệ, bao gồm: năng lực sử dụng vốn con người (HCE), vốn cấu trúc (SCE) và vốn vật chất (CEE) đến giá trị công ty. Mẫu nghiên cứu gồm 209 công ty con phân thuộc ngành công nghiệp và ngành dịch vụ ở thị trường chứng khoán Việt Nam (TTCKVN) từ năm 2014 đến năm 2023. Bằng việc áp dụng các mô hình hồi quy tác động ngẫu nhiên (REM), mô hình tác động có định (FEM) và mô hình bình phương tối thiểu tổng quát (FGLS), kết quả chỉ ra rằng: vốn trí tuệ (VTT) nói chung và vốn cấu trúc (VCT) nói riêng có tác động tích cực đến giá trị công ty (GTCTy). Ngược lại, năng lực sử dụng vốn con người (VCN) chưa được khai thác hiệu quả nên chưa tạo ra ảnh hưởng đạt mức ý nghĩa thống kê, trong khi vốn vật chất (VVC) có tác động đối ngược, trở thành rào cản cho sự gia tăng giá trị công ty (GTCTy) trên TTCKVN. Đồng thời, khi so sánh giữa các ngành, nghiên cứu chỉ ra rằng tác động của vốn trí tuệ (VTT) đến GTCTy thể hiện rõ rệt hơn ở nhóm ngành công nghiệp so với ngành dịch vụ.

Từ khóa: Con người, chi phí, giá trị, trí tuệ, vốn.

JEL Classifications: G32, L25, M41, O34.

DOI: 10.54404/JTS.2026.211V.06

1. Giới thiệu

VTT là các yếu tố vô hình, có liên quan đến con người, đồng thời kết hợp với nguồn vốn vật chất khác sẽ tạo ra thế mạnh và lợi nhuận cho doanh nghiệp. VTT không có hình thái vật chất, nhưng gắn liền với người lao động trong doanh nghiệp. Đầu tư VTT, nâng cao chất lượng nhân sự, tăng cường tổ chức các chương trình đào tạo và áp dụng hệ thống quản lý thông minh, xây dựng mối quan hệ tốt với khách hàng, nhà cung cấp, các bên có liên quan nhằm duy trì sự phát triển dài hạn và gia tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường là những nhiệm vụ quan trọng cho tất cả các đơn vị kinh tế ngày nay. Trước kia, các tài sản cố định như nhà cửa, máy móc thường được coi là các động lực chính cho sự phát triển của doanh nghiệp thì ngày nay VTT đã nổi lên như một yếu tố quyết định cho thành công lâu dài của doanh nghiệp.

Các học giả đã đưa ra hai mô hình đo lường VTT là: mô hình VAIC (Value added

Intellectual Capital) và mô hình MVAIC (Modified Value added Intellectual Capital). Mô hình VAIC thể hiện hệ số giá trị gia tăng của VTT được xây dựng bởi (Pulic, 2000), (Nazari, Bontis, & Herremans, 2007). Theo (Pulic, 2000), trị số VAIC được tính dựa trên tổng hợp trên ba thành phần chính: hiệu suất/năng lực sử dụng VCN (Human Capital Efficiency - HCE), hiệu suất/năng lực sử dụng vốn cấu trúc (Structural Capital Efficiency - SCE) và hiệu suất/năng lực sử dụng VVC (Capital Employed Efficiency - CEE).

Các nghiên cứu về ảnh hưởng của VTT tới GTCTy (Chen, Cheng, & Hwang, 2005); (Hussinki, Ritala, Vanhala, & Kianto, 2017); (A. H. Nguyen & Doan, 2020), (Aybars & Oner, 2022); (Do, Thanh Tam, & Kim-Duc, 2022) khá đa dạng nhưng đều là những nghiên cứu trước năm 2020, gần đây ít được nghiên cứu. Đây là một thiếu sót lớn do trong bối cảnh nền kinh tế toàn cầu đang chuyển dịch mạnh mẽ sang kinh tế xanh, kinh tế số.

Các nghiên cứu thực nghiệm đã cung cấp bằng chứng thuyết phục về tác động tích cực của vốn trí thức đến doanh nghiệp trên nhiều khía cạnh, bao gồm hiệu quả tài chính, giá trị thị trường, và khả năng đổi mới của doanh nghiệp. (Ginesti, Caldarelli, & Zampella, 2018) phân tích dữ liệu từ các doanh nghiệp công nghệ hàng đầu châu Âu trong khi (A. H. Nguyen & Doan, 2020) nghiên cứu các doanh nghiệp ngành công nghiệp tại Việt Nam. Bên cạnh đó, VTT có thể được nghiên cứu như một nhân tố chung (Subaida, Nurkholis, & Mardiati, 2018) hoặc được tách ra thành 3 cấu phần: VCN, VCT, VHH (A. H. Nguyen & Doan, 2020) hoặc 4 cấu phần (VCN, VCT, VHH, vốn quan hệ (Aybars & Oner, 2022); (Do et al., 2022)). Khi nghiên cứu ảnh hưởng riêng biệt của từng nhân tố VTT tới GTCTy, kết quả nghiên cứu giữa các tác giả còn thiếu sự thống nhất. Chẳng hạn (Aybars & Oner, 2022) chỉ ra rằng chỉ có vốn hữu hình mới có ảnh hưởng cùng chiều tới GTCTy, còn 3 cấu phần vốn còn lại của VTT (VCN, VCT, vốn quan hệ) không có ảnh hưởng tới GTCTy. Tuy nhiên, (A. H. Nguyen & Doan, 2020) lại cho rằng cả 3 thành phần của VTT nói trên đều có ảnh hưởng tích cực tới GTCTy.

Trong bối cảnh toàn cầu hóa, doanh nghiệp nào quản trị và khai thác hiệu quả VTT sẽ có khả năng tạo ra giá trị vượt trội và duy trì vị thế cạnh tranh. Đồng thời, các nhà đầu tư, nhà quản trị và cơ quan quản lý ngày càng quan tâm đến những yếu tố phi tài chính, thúc đẩy sự ra đời của các chuẩn mực nhằm minh bạch hóa giá trị VTT. Chính vì vậy, việc nghiên cứu mối quan hệ giữa VTT và GTCTy không chỉ mang ý nghĩa lý luận, mà còn có giá trị thực tiễn sâu sắc đối với quản trị doanh nghiệp, hoạch định chiến lược cũng như xây dựng chính sách trong bối cảnh kinh tế hiện nay.

Kết cấu bài viết sau phân mở đầu sẽ gồm các mục: cơ sở lý luận - mục 2, tổng quan các công trình đã nghiên cứu trước đây và giả thuyết khoa học - mục 3, phương pháp nghiên cứu - mục 4. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm và thảo luận kết quả nghiên cứu sẽ được trình bày ở mục 5 và 6.

2. Cơ sở lý luận về vốn trí thức

Vốn trí thức (VTT) được đo lường qua tổng của vốn con người, vốn cấu trúc, vốn vật chất và được đo lường như sau:

$$VTT (VAIC) = HCE + SCE + CEE$$

Trong đó: HCE - Human capital efficiency là năng lực sử dụng vốn con người, SCE - Structural capital efficiency là năng lực sử dụng vốn cấu trúc, CEE - Capital Employed Efficiency là năng lực sử dụng vốn vật chất. HCE, SCE và CEE được tính toán lần lượt như sau:

Thứ nhất, Năng lực sử dụng vốn con người (Human capital efficiency - HCE) (Pulic, 2000) nhấn mạnh vai trò của người lao động trong doanh nghiệp. Tác giả cũng cho rằng chi phí cho người lao động chính là khoản đầu tư tạo nên GTCTy và tạo điều kiện phát triển doanh nghiệp. Chỉ số này thể hiện mức độ đóng góp vào giá trị gia tăng của người lao động ở mức độ nào.

HCE được tính như sau: $HCE = VA/HC$ (1)

Trong đó: VA là giá trị gia tăng của doanh nghiệp, còn HC là chi phí nhân viên.

Để tính VA, kê thừa quan điểm của Pulic (2004), giá trị gia tăng của công ty sẽ được đo lường theo công thức sau:

$$VA = Output - Input$$

Trong đó: Output = Doanh thu (tổng thu nhập từ hoạt động kinh doanh, bao gồm cả doanh thu lãi/lô khác). Input = Chi phí hoạt động (toàn bộ chi phí hoạt động trừ chi phí lương và khấu hao, vì chi phí nhân sự được xem là một phần của giá trị tạo ra, còn khấu hao được xử lý riêng trong vốn vật chất).

Nói cách khác, VA là giá trị mà doanh nghiệp thực sự tạo thêm sau khi đã trang trải cho các chi phí mua ngoài. Đây chính là “thặng dư” tạo ra nhờ vào sự đóng góp của nguồn lực con người và VTT. Từ quan điểm trên, VA có thể triển khai cụ thể như sau:

$$VA = OP + EC + D + A$$

Trong đó: OP (Operating Profit): lợi nhuận hoạt động; EC (Employee Cost): chi phí nhân viên; D và A (Depreciation & Amortization): chi phí khấu hao tài sản cố định hữu hình và tài sản cố định vô hình; VA = Tổng Lợi nhuận kế toán trước thuế + Chi phí lãi vay + Chi phí nhân viên + Chi phí khấu hao tài sản cố định hữu hình và vô hình.

Thứ hai, năng lực sử dụng vốn cấu trúc (Structural capital efficiency - SCE) Chỉ số SCE phản ánh mức độ đóng góp của vốn cấu trúc trong việc tạo giá trị gia tăng của doanh nghiệp. Nó cho biết các quy trình tổ chức quản lý đóng góp như thế nào cho giá trị DN (VA). Theo quan điểm của (Do et al.,

2022) $SCE = SC/VA$ (2), trong đó: $SC = VA - HC$; VA đã được tính toán như ở bước 1; HC là chi phí nhân lực được đo lường bằng chi phí lương và các khoản thù lao cho nhân viên.

Thứ ba, năng lực sử dụng vốn vật chất (Capital Employed Efficiency - CEE)

Theo mô hình của Pulic (2004), năng lực sử dụng vốn vật chất (VVC) được xem là một thành phần đóng góp vào giá trị gia tăng của doanh nghiệp. CEE là chỉ số cho biết giá trị gia tăng được tạo ra bởi một đơn vị VVC. Việc sử dụng VVC tốt cũng phản ánh phần nào năng lực VTT của doanh nghiệp và $CEE = VA/CE$ (3) trong đó: $CE = \text{Tổng tài sản} - \text{Tài sản cố định vô hình}$.

3. Tổng quan các công trình nghiên cứu đã thực hiện và giả thuyết nghiên cứu

3.1. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu của (Subaida et al., 2018) dựa trên lý thuyết sử dụng nguồn lực và lý thuyết các bên liên quan để khảo sát mối quan hệ giữa VTT, công bố thông tin VTT, hiệu quả tài chính doanh nghiệp và GTCTy tại các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Indonesia giai đoạn 2011-2015. Nghiên cứu sử dụng mẫu gồm 365 công ty từ tổng số 525 doanh nghiệp và phân tích dữ liệu thông qua hồi quy, tuyến tính đa biến. VTT được đo lường bằng chỉ số VAICTM (bao gồm VCN, VCT, VVC), công bố VTT được đo lường bằng chỉ số công bố dựa trên 44 mục trong báo cáo, hiệu quả tài chính được đo lường bằng ROA và GTCTy được đo lường bằng Tobin's Q. Kết quả nghiên cứu cho thấy VTT không có ảnh hưởng đáng kể đến GTCTy, công bố VTT có tác động tích cực đến GTCTy. Hiệu quả tài chính doanh nghiệp cũng có tác động tích cực đến GTCTy. Các tác giả lý giải rằng, việc công khai thông tin về VTT đóng vai trò quan trọng trong việc tạo niềm tin và gia tăng nhận định giá trị từ phía nhà đầu tư, trong khi bản thân VTT nội tại chưa thực sự được thị trường đánh giá đầy đủ.

Nghiên cứu của (Ni, Cheng, & Huang, 2021) nhằm làm rõ ảnh hưởng của các thành phần VTT - bao gồm nhận lực, đổi mới, khách hàng và quy trình - đến GTCTy tại Đài Loan, bổ sung bằng chứng cho lĩnh vực vẫn thiếu tính đồng thuận về vai trò của VTT. GTCTy đo bằng Tobin's Q là biến phụ thuộc trong mô hình. Các biến độc lập bao gồm: VCN đo lường bằng lợi nhuận trung bình trên

mỗi nhân viên và doanh thu hoạt động trung bình trên mỗi nhân viên; Vốn đổi mới (Innovation capital) đo lường bằng giá trị tài sản vô hình, tỷ lệ chi phí R&D; Vốn quan hệ (Customer capital) đo lường tốc độ tăng trưởng doanh thu, tỷ lệ chi phí hoạt động; Vốn cấu trúc (Structure capital) đo lường bằng số vòng quay tài sản lưu động, số vòng quay hàng tồn kho. Kết quả nghiên cứu cho thấy: VCN và vốn đổi mới làm GTCTy tăng lên rõ rệt, có ảnh hưởng mạnh mẽ tới GTCTy. Các loại vốn còn lại có ảnh hưởng tới GTCTy nhưng kém hơn.

Nghiên cứu của (Battisti, Nirino, Christofi, & Vrontis, 2022) phân tích tác động của VTT đến chính sách cổ tức trong các công ty thuộc CSI 100 Index (Trung Quốc) với số liệu từ năm 2016 - 2018 với phương pháp phân tích hồi quy FEM để kiểm định tác động của VTT lên chính sách cổ tức (dividend policy), đồng thời kiểm tra vai trò điều tiết của các đặc điểm CEO như giới tính, tuổi tác và trình độ học vấn. Kết quả nghiên cứu cho thấy, VTT có ảnh hưởng tích cực đến chính sách cổ tức, tạo tín hiệu tích cực cho nhà đầu tư và qua đó góp phần nâng cao GTCTy.

(A. H. Nguyen & Doan, 2020) đã làm rõ tác động của VTT đến GTCTy trong bối cảnh thị trường Việt Nam. Nghiên cứu gồm 61 doanh nghiệp ngành sản xuất niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2013-2018. VTT được đo bằng ba thành phần: Năng lực sử dụng VCN, Năng lực sử dụng VCT và Năng lực sử dụng VVC. GTCTy được đo lường thông qua giá trị Tobin's Q. Các biến kiểm soát được sử dụng là: tỷ lệ nợ/vốn chủ, quy mô doanh nghiệp, tốc độ tăng trưởng và tỷ lệ vốn nhà nước. Phương pháp phân tích sử dụng mô hình hồi quy OLS, REM và FEM nhằm tăng độ chính xác của các hệ số ước lượng. Kết quả thực nghiệm cho thấy, VAIC có ảnh hưởng tích cực và đạt mức ý nghĩa thống kê đến GTCTy, từ đó khẳng định tầm quan trọng của VTT trong việc định giá và nâng cao GTCTy tại Việt Nam.

Nghiên cứu của (Abba, Hamidu, Kakanda, & Hanga, 2023) khảo sát mối quan hệ giữa VTT và hiệu quả tài chính và GTCTy tại các công ty kỹ thuật niêm yết tại Nigeria trong giai đoạn 2012-2020, mẫu nghiên cứu ngành kỹ thuật, nơi vốn tri thức đóng vai trò then chốt.

Các tác giả sử dụng chỉ số VAIC (gồm VCN, VCT, VVC) để đo lường VTT và các chỉ số ROA, ROI để đánh giá hiệu quả tài chính. Kết quả cho thấy VTT và tỷ lệ nợ/vốn chủ có tác động ngược chiều đến GTCTy, trong khi các yếu tố như ROI, quy mô doanh nghiệp và cường độ VVC có ảnh hưởng cùng chiều.

Nghiên cứu của (Wang, Zhang, & Zhang, 2024) tập trung phân tích mối quan hệ giữa VTT, vốn đầu tư mạo hiểm và GTCTy tại Trung Quốc bằng cách sử dụng dữ liệu bảng từ các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 2009-2019. Tác giả sử dụng mô hình hồi quy fixed-effects để kiểm định các GTNC. Kết quả chính là VTT có tác động tích cực, đáng kể lên GTCTy, còn VVC có tác động trực tiếp tích cực đến GTCTy, nhưng khi xem xét vai trò điều tiết (moderation) giữa VVC và GTCTy, hiệu ứng chuyển sang âm.

Một số nhận xét về các nghiên cứu đã thực hiện và khoảng trống nghiên cứu:

Thứ nhất, chủ đề nghiên cứu về vai trò của VTT tới hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lợi (Dancaková & Glova, 2024); (Reyes, Ciptani, & Fahmi, 2025)) chiếm đa số, tuy nhiên vai trò của VTT, vai trò của từng cấu phần của VTT như VCN, vốn cấu trúc và VVC tới GTCTy còn khá ít nghiên cứu trong những năm gần đây ((Chen et al., 2005); (A. H. Nguyen & Doan, 2020)). Do vậy, rất cần các nghiên cứu thực nghiệm về vấn đề này đặc biệt trong thời đại nền kinh tế trí thức.

Thứ hai, các nhà nghiên cứu ((Ni et al., 2021), (Battisti et al., 2022)) đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm về quan hệ giữa VTT và GTCTy và công nhận vai trò của VTT là hết sức quan trọng trong nền kinh tế tri thức hiện nay. Tuy nhiên, các nghiên cứu hầu hết sử dụng mẫu dữ liệu của các doanh nghiệp nói chung trong nền kinh tế, nghiên cứu ảnh hưởng của VTT tới GTCTy có sự phân chia theo ngành, lĩnh vực còn chưa nhiều. Việc nghiên cứu ảnh hưởng của VTT đối với GTCTy ở các ngành nghề kinh doanh khác nhau cũng rất hữu ích cho các nhà quản lý, các cơ quan quản lý nhà nước bởi các ngành khác nhau có cấu trúc hoạt động, yêu cầu nhân lực và mô hình quản lý kinh doanh khác nhau và vì vậy việc phân bổ nguồn lực, ngân sách vào các lĩnh vực cũng cần phải có sự tính toán trọng tâm, trọng điểm nhằm mang lại hiệu quả, lợi ích to lớn.

Thứ ba, các nghiên cứu về tác động của VTT đến GTCTy trên thế giới hiện đã khá nhiều - chẳng hạn như nghiên cứu của (Ni et al., 2021) tại Đài Loan và (Subaida et al., 2018) tại Indonesia. Tuy nhiên, trong bối cảnh Việt Nam, các nghiên cứu gần đây vẫn còn khá hạn chế, tiêu biểu là công trình của (A. H. Nguyen & Doan, 2020) và (Do et al., 2022). Vì Việt Nam là quốc gia đang chuyển sang nền kinh tế thị trường và liên tục có những đổi mới về tư duy quản trị và lãnh đạo, nên việc tiên hành các nghiên cứu cập nhật về VTT trong bối cảnh này là cần thiết. Những nghiên cứu mới có thể mang lại các phát hiện mới có giá trị thực tiễn trong việc hoạch định chính sách, phân bổ nguồn lực, cũng như hỗ trợ nâng cao hiệu quả quản trị doanh nghiệp tại Việt Nam hiện nay.

3.2. Xây dựng giả thuyết nghiên cứu

- Hiệu quả VTT

Các nghiên cứu đã thực hiện trước đây như: (Berzkalne & Zelgalve, 2014), (Deniswara, Uyuun, Lindawati, & Willnaldo, 2019), (Ni et al., 2021) khẳng định tầm quan trọng của VTT trong việc nâng cao GTCTy nhưng ở các bối cảnh nghiên cứu, không gian, thời gian nghiên cứu khác nhau.

Vì vậy, nghiên cứu này tác giả đề xuất:

GTNC 1 (H1): Năng lực sử dụng VTT có môi quan hệ tích cực tới GTCTy.

- Năng lực sử dụng VCN

VCN là nguồn vốn đặc thù của doanh nghiệp được đo lường thông qua trình độ học vấn, kinh nghiệm làm việc và khả năng có tác động tích cực đến sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Đặc biệt, khi sự kết hợp giữa VCN với chiến lược doanh nghiệp hiệu quả sẽ giúp doanh nghiệp tạo ra giá trị gia tăng. Nghiên cứu thực nghiệm về ảnh hưởng của năng lực sử dụng VCN tới GTCTy còn chưa thông nhất. Khi (Abba et al., 2023) cho rằng năng lực sử dụng VCN có ảnh hưởng ngược chiều với GTCTy thì các nghiên cứu khác như (Ni et al., 2021) lại cho rằng VCN có ảnh hưởng tích cực tới GTCTy.

Vì vậy, tác giả đề xuất:

GTNC 2 (H2): Năng lực sử dụng VCN có môi quan hệ tích cực tới GTCTy

- Vốn cấu trúc

Vốn cấu trúc được hiểu là hệ thống quy trình quản lý chuẩn hóa và cơ sở hạ tầng công nghệ vững mạnh tạo điều kiện cho sự mở

rộng nhanh chóng và bền vững, từ đó nâng cao GTCTy. Các tác giả nghiên cứu trước đây đã nhận định rằng năng lực sử dụng vốn cấu trúc giúp doanh nghiệp tối ưu hóa chuỗi giá trị (Scafarto, Ricci, & Scafarto, 2016), giảm thiểu rủi ro và tăng cường khả năng đáp ứng thị trường ảnh hưởng tích cực đến danh tiếng doanh nghiệp (Ginesti et al., 2018).

Dựa trên tổng hợp các lập luận lý thuyết vững chắc và bằng kết quả thực nghiệm từ nhiều thị trường và lĩnh vực khác nhau, tác giả đề xuất:

GTNC 3 (H3): Năng lực sử dụng vốn cấu trúc có mối quan hệ tích cực tới GTCTy.

- *Vốn vật chất (VVC)*

Theo quan điểm lý thuyết về nguồn lực (Resource-Based View), VVC là một trong những yếu tố cơ bản tạo ra lợi thế cạnh tranh cho doanh nghiệp, thông qua việc đảm bảo năng lực sản xuất, chất lượng sản phẩm và hiệu quả hoạt động. Nghiên cứu thực nghiệm của (Maji & Goswami, 2016) đã chứng minh rằng năng lực sử dụng VVC là yếu tố then chốt trong việc tối ưu hóa đầu tư vào tài sản cố định, đặc biệt trong các ngành công nghiệp đòi hỏi vốn lớn. Tương tự, (Sardo & Serrasqueiro, 2018) khẳng định rằng năng lực sử dụng VVC có tác động đáng kể đến khả năng sinh lời của doanh nghiệp, nhất là trong lĩnh vực sản xuất và dịch vụ. Thực tiễn hiện nay cũng cho thấy, trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt và áp lực đổi mới công nghệ, những doanh nghiệp sử dụng VVC hiệu quả không chỉ giảm thiểu chi phí mà còn nâng cao năng suất, từ đó gia tăng giá trị thị trường.

Vì vậy, ở nghiên cứu này, tác giả đề xuất:

GTNC 4 (H4): Năng lực sử dụng VVC có mối quan hệ tích cực với GTCTy.

- *Quy mô công ty*

Theo lý thuyết kinh tế học truyền thống về lợi thế quy mô (economies of scale), khi doanh nghiệp mở rộng sản xuất và cung ứng dịch vụ với số lượng lớn hơn, chi phí trung bình cho mỗi đơn vị sản phẩm có xu hướng giảm, từ đó gia tăng hiệu quả hoạt động. Các doanh nghiệp có quy mô lớn thường sở hữu những lợi thế về vốn, thị phần và nguồn lực, giúp họ không chỉ tối ưu hóa hoạt động mà còn nâng cao năng lực cạnh tranh so với doanh nghiệp nhỏ. Thực tiễn nghiên cứu cũng củng cố nhận định này: nhiều công trình thực nghiệm như của (Siahaan, Ragil, & Solimon,

2014), (Lumapow & Tumiwa, 2017), (Husna & Satria, 2019), đều cho thấy quy mô công ty có tác động tích cực tới GTCTy. Điều đó hàm ý rằng, quy mô lớn hơn giúp doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận thị trường vốn, mở rộng quan hệ kinh doanh và tăng cơ hội thu hút các nhà đầu tư.

Vì vậy, ở nghiên cứu này, tác giả đề xuất:

GTNC 5 (H5): Quy mô công ty có tác động cùng chiều đến GTCTy.

- *Doanh thu/nhân viên*

Theo quan điểm kinh tế học cổ điển và lý thuyết tăng trưởng, Doanh thu/nhân viên được xem là yếu tố thể hiện năng lực sử dụng nguồn nhân lực, thể hiện khả năng tạo ra giá trị gia tăng của NLĐ. Chỉ số này phản ánh mức độ tối ưu hóa lao động để tạo ra sản phẩm hoặc dịch vụ nhiều hơn với cùng một lượng nguồn lực, hoặc duy trì sản lượng với chi phí thấp hơn. Về mặt lý thuyết, Doanh thu/nhân viên cao giúp doanh nghiệp đạt được lợi thế cạnh tranh, cải thiện hiệu quả hoạt động. Thực tiễn tại Việt Nam và nhiều quốc gia khác cũng cho thấy Doanh thu/nhân viên là thước đo quan trọng trong hoạch định chính sách kinh tế và quản trị doanh nghiệp. Trong bối cảnh toàn cầu hóa và cách mạng công nghiệp 4.0, việc tối ưu hóa Doanh thu/nhân viên càng trở nên cấp thiết nhằm nâng cao năng lực cạnh tranh trên thị trường.

Vì vậy, ở nghiên cứu này, tác giả đề xuất:

GTNC 6 (H6): Doanh thu/nhân viên có mối quan hệ tích cực với GTCTy.

- *Tỷ suất sinh lời của tài sản*

Tỷ suất sinh lời trên tài sản (Return on Assets - ROA) là một chỉ số tài chính quan trọng, thường được sử dụng để đánh giá hiệu quả hoạt động và khả năng tạo lợi nhuận từ nguồn tài sản hiện có của doanh nghiệp. Về mặt lý thuyết, ROA cao phản ánh việc doanh nghiệp sử dụng hiệu quả các nguồn lực, từ đó kỳ vọng sẽ góp phần nâng cao GTCTy. Tuy nhiên, thực tiễn nghiên cứu lại cho thấy bức tranh phức tạp hơn. (Kodongo, Mokoaleli-Mokoteli, & Maina, 2015) phát hiện mối quan hệ ngược chiều giữa ROA và GTCTy khi đo lường bằng Tobin's Q, với lập luận rằng các công ty có ROA vượt trội thường đã bước vào giai đoạn trưởng thành: hoạt động ổn định nhưng triển vọng tăng trưởng hạn chế, khiến thị trường ít kỳ vọng vào sự gia tăng giá trị trong tương lai. Tương tự, nghiên cứu của

(Mondal & Ghosh, 2012) tại Ấn Độ trong ngành phần mềm và được phẩm cũng chỉ ra sự vắng mặt của mối liên hệ trực tiếp giữa ROA và GTCTy. Điều này hàm ý rằng, thay vì chỉ dựa trên hiệu quả hiện tại đo bằng ROA, các nhà đầu tư có xu hướng quan tâm nhiều hơn đến tiềm năng tăng trưởng, khả năng đổi mới và vị thế cạnh tranh.

Vi vậy, ở nghiên cứu này, tác giả đề xuất:
GTNC 7 (H7): Tỷ suất sinh lời trên tài sản có mối quan hệ, cùng chiều với GTCTy.

- Tỷ lệ nợ/vốn chủ (Debt-to-Equity Ratio - DE)

Tỷ lệ nợ/vốn chủ (Debt-to-Equity Ratio - D/E) là chỉ số quan trọng phản ánh mức độ sử dụng nợ so với vốn chủ sở hữu. Về mặt lý thuyết, tỷ lệ nợ/vốn chủ có thể mang lại hai tác động trái chiều. Một mặt, việc sử dụng nợ hợp lý có thể giúp doanh nghiệp tận dụng “lá chắn thuế”, gia tăng lợi nhuận cho cổ đông và mang lại hiệu quả sử dụng chi phí lãi vay. Mặt khác, khi tỷ lệ nợ quá cao, doanh nghiệp phải đối mặt với rủi ro tài chính, áp lực trả lãi vay và nguy cơ mất cân bằng tài chính, từ đó làm suy giảm GTCTy. Thực tiễn nghiên cứu cũng ghi nhận những kết quả trái chiều: (Berger & Ofek, 1996) cho rằng D/E có thể tác động tích cực hoặc tiêu cực tùy thuộc vào mức độ quản trị; trong khi đó các tác giả khác lại chứng minh tác động tiêu cực của D/E tới GTCTy. Sự thiếu thống nhất này cho thấy mối quan hệ giữa tỷ lệ nợ/vốn chủ và GTCTy vẫn còn gây tranh luận, nhưng phần lớn thực tiễn cho thấy rủi ro từ nợ vay cao thường lấn át lợi ích.

Vi vậy, ở nghiên cứu này, tác giả đề xuất:
GTNC 8 (H8): Chỉ số tỷ lệ nợ/vốn chủ có tác động cùng chiều đến GTCTy.

- Tính thanh khoản

Tính thanh khoản (Liquidity - LIQ) là một chỉ số tài chính quan trọng, phản ánh khả năng doanh nghiệp đáp ứng kịp thời các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn mà không gặp khó khăn. Về mặt lý thuyết, tính thanh khoản cao thường được coi là tín hiệu tích cực, giúp doanh nghiệp duy trì ổn định tài chính và giảm rủi ro mất khả năng thanh toán. Tuy nhiên, việc duy trì mức thanh khoản quá lớn có thể dẫn đến hiệu ứng ngược, khi nguồn vốn nhàn rỗi không được sử dụng hiệu quả cho các cơ hội đầu tư sinh lợi, làm hạn chế tăng trưởng và ảnh hưởng tiêu cực đến GTCTy. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

cũng chưa thống nhất. Một số công trình như (Zeghal & Maaloul, 2010) cho rằng thanh khoản dư thừa có tác động ngược chiều đến GTCTy. Ngược lại, (Siahaan et al., 2014), và (N. P. A. Nguyen & Dao, 2022) lại chỉ ra rằng tính thanh khoản cao có thể mang lại hiệu quả tích cực thông qua việc giảm thiểu rủi ro tài chính và gia tăng niềm tin của nhà đầu tư. Mặc dù vậy, nhiều bằng chứng cho thấy việc duy trì thanh khoản quá mức thường khiến doanh nghiệp đánh mất cơ hội đầu tư sinh lời, dẫn đến suy giảm giá trị.

Vi vậy, ở nghiên cứu này, tác giả đề xuất:
GTNC 9 (H9): Tính thanh khoản có mối quan hệ cùng chiều với GTCTy.

4. Phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu được thu thập từ báo cáo của 209 công ty niêm yết trên TTCK Việt Nam (gồm 113 công ty ngành công nghiệp và 96 công ty ngành dịch vụ) trong khoảng thời gian 10 năm từ 2014 - 2023. Dữ liệu được trích xuất từ báo cáo thường niên của các công ty. Nhóm tác giả đã truy cập trang vietstock.vn để lấy các dữ liệu phục vụ cho việc phân tích.

$$EV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 VAIC_{it} + \beta_2 HCE_{it} + \beta_3 SCE_{it} + \beta_4 CEE_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 LAB_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 LIQ_{it} + \beta_9 DE_{it} + \beta_{10} Age_{it} + \varepsilon_{it}$$

Trong đó: kí hiệu biến và thước đo các biến trong mô hình được thể hiện ở Bảng 1 và ở phần cơ sở lý luận.

Theo các tác giả nghiên cứu như (Zeghal & Maaloul, 2010) chỉ số Market-to-Book Ratio (M/B ratio) là thước đo phổ biến để đại diện cho giá trị thị trường của doanh nghiệp (MV - market value) so với giá trị ghi sổ kế toán (BV - book value).

$$M/B = MV/BV$$

Trong đó: MV (Market Value of Equity) = Giá cổ phiếu * Số lượng cổ phiếu đang lưu hành; BV (Book Value of Equity) = Vốn chủ sở hữu theo báo cáo tài chính (giá trị sổ sách) bao gồm: vốn góp, thặng dư vốn, lợi nhuận giữ lại, các quỹ, sau khi trừ lỗ lũy kế. Nếu M/B > 1: Thị trường định giá doanh nghiệp cao hơn giá trị ghi sổ (có tiềm năng tăng trưởng hoặc tài sản vô hình). Nếu M/B < 1: Thị trường định giá thấp hơn giá trị ghi sổ (có thể do hiệu quả hoạt động kém hoặc bị đánh giá thấp). Tỷ lệ này thể hiện liệu cổ phiếu của doanh nghiệp có đang bị định giá quá cao hay thấp hay không.

Dữ liệu sau khi thu thập sẽ được tác giả xử

Bảng 1: Thang đo các biến trong mô hình

TT	Ký hiệu	Tên biến	Cách đo lường
1	EV	Giá trị công ty (GTCTy)	EV đo lường thông qua chỉ tiêu M/B = MV (Market Value)/BV (Book Value)
2	ROA	Sức sinh lợi của tài sản	ROA = NIAT/TA
3	LIQ	Tính thanh khoản	LIQ = Tài sản NH/Nợ NH
4	DE	Tỷ lệ nợ/vốn chủ	DE = Tổng nợ/Vốn chủ
5	Age	Thời gian hoạt động	
6	Size	Quy mô công ty	Size = Logarit (Tổng tài sản)
7	LAB	Năng suất lao động (Doanh thu/nhân viên)	LAB = Tổng doanh thu/Tổng số lao động

(Nguồn: Tác giả tham khảo)

lý sơ bộ, dữ liệu được chuyên sang phân mềm phân tích định lượng STATA để tiến hành các phân tích chuyên sâu: hồi quy OLS, hồi quy REM, FEM, kiểm tra các lỗi của mô hình (hiện tượng TTQ, phương sai không đồng nhất,...) nếu có và có thể sẽ áp dụng robust regression để điều chỉnh để đảm bảo độ tin cậy của các ước lượng. Kết quả sau hiệu chỉnh sẽ được sử dụng làm cơ sở cho các phân tích, thảo luận kết quả của nghiên cứu.

5. Kết quả thực nghiệm

5.1. Thống kê mô tả các biến

Bảng 2: Thống kê mô tả các biến

Tên biến	Số quan sát	GTTB (Mean)	Độ lệch chuẩn	GTNN (Min)	GTLN (Max)
ln_EV	2090	26,782	1,625	22,473	32,539
VAIC	2090	10,19	10,446	0,016	49,715
HCE	2090	12,652	34,469	-111,722	756,541
SCE	2090	0,773	0,427	-2,406	12,35
CEE	2090	0,413	0,519	-6,918	3,358
ln_size	2090	26,959	1,625	23,33	33,03
ln LAB	2090	21,371	1,241	15,202	26,061
ROA	2090	0,057	0,08	-0,483	0,61
LIQ	2090	2,627	2,567	0,097	14,739
DE	2090	0,571	0,663	-6,89	2,97
industry	2090	1,459	0,498	1	2
age	2090	25,629	15,174	2	96

(Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu)

Thống kê mô tả cho thấy: năng lực sử dụng VCN (HCE) nhận giá trị trung bình cao tương đối, khoảng 12,652, tuy nhiên, độ lệch chuẩn của biến số này lại ghi nhận mức bạo động, khoảng 34,496. Điều này cho thấy

được trong bối cảnh nghiên cứu, VCN được ghi nhận là khác nhau ở các công ty, có những doanh nghiệp với VCN rất cao, cũng có những doanh nghiệp ghi nhận biến số này rất thấp. Đối với các biến số SCE và CEE, kết quả cho thấy độ lệch chuẩn là không đáng kể. Tuy nhiên, cả ba biến số này đều ghi nhận giá trị âm trong khoảng nghiên cứu.

5.2. Phân tích tương quan

Kết quả phân tích hệ số tương quan Pearson đã làm rõ các mối liên hệ giữa các biến trong mô hình nghiên cứu. Phân tích cho

thấy các hệ số tương quan giữa các biến độc lập đều có giá trị dưới ngưỡng 0,7, điều này loại trừ khả năng xuất hiện đa cộng tuyến nghiêm trọng (Hair, 2011).

Khi xem xét mối liên hệ của các biến độc lập với biến phụ thuộc GTCTy (ln_EV), nghiên cứu ghi nhận mối liên quan thuận chiều mạnh mẽ với quy mô doanh nghiệp (ln_size) với hệ số $r = 0,779$, với VTT (VAIC) thể hiện mức độ sự biến động cùng hướng vừa phải ($r = 0,317$), trong khi tỷ lệ nợ/vốn chủ (DE) và Doanh thu/nhân viên (ln_LAB) chỉ cho thấy mối liên quan thuận chiều yếu lần lượt ở mức 0,203 và 0,153.

ln_LAB (0,7039) lại thuộc chuỗi không dừng, tức không có tính dừng ở cấp độ gốc.

Tác giả đã tiến hành lấy sai phân của các biến này để tiếp tục kiểm định cho đến khi dữ liệu đạt điểm dừng. Các biến đã được kiểm định lại ở các cấp độ khác, cụ thể là in_difference, kết quả cho thấy các chỉ số này đạt được tính dừng tại $-0,0854^{***}$ đối với ln_size, $-0,3952$ đối với HCE và tại $-0,2383^{***}$ đối với ln_LAB.

Bảng 3: Bảng phân tích tương quan

Variables	ln_EV	VAIC	HCE	SCE	CEE	ln_size	ln_LAB	ROA	LIQ	DE	industry	age
ln_EV	1.000											
VAIC	0,317	1.000										
HCE	0,166	0,366	1.000									
SCE	0,109	0,279	0,127	1.000								
CEE	-0,202	0,078	-0,016	0,006	1.000							
ln_size	0,779	0,281	0,174	0,130	-0,176	1.000						
ln_LAB	0,153	0,145	0,139	0,055	-0,024	0,119	1.000					
ROA	0,102	0,142	0,100	0,024	0,114	-0,061	0,040	1.000				
LIQ	-0,081	0,025	0,003	0,038	-0,043	-0,224	0,012	0,168	1.000			
DE	0,203	0,091	0,066	-0,012	-0,021	0,194	0,085	-0,207	-0,280	1.000		
industry	-0,060	-0,078	-0,057	-0,033	-0,158	-0,029	-0,031	-0,053	0,176	-0,116	1.000	
age	0,103	-0,065	-0,048	-0,005	0,249	0,147	-0,043	0,041	-0,057	0,012	-0,097	1.000

(Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu)

5.3. Kết quả kiểm định nghiệm đơn

Kết quả kiểm định nghiệm đơn được tác giả sử dụng để đánh giá tính dừng của các biến trong mô hình nghiên cứu, bởi trong phân tích hồi quy dữ liệu bảng đòi hỏi các dữ liệu đó phải dừng, nếu dữ liệu không có tính dừng thì các kiểm định thông kê sẽ có thể trở nên không đáng tin cậy, sai lệch trong phân tích. Kiểm định đã kiểm tra các biến như ln_EV, VAIC, ln_size, ln_LAB, HCE, SCE, CEE, ROA, LIQ, DE, ngoại trừ biến age và biến industry. Biến age không được đưa vào kiểm định vì đây là một biến luôn tăng theo thời gian và mang tính xu hướng rõ ràng, do đó, nó không có tính dừng theo định nghĩa của kiểm định nghiệm đơn. Trong khi đó, biến industry chỉ nhận hai giá trị khác nhau (phân loại nhóm ngành công nghiệp và dịch vụ), nên bản chất của biến này không phù hợp để áp dụng kiểm định tính dừng. Dựa trên kết quả, hầu hết các biến như ln_EV ($0,5844^{***}$), VAIC ($0,6790^{***}$), ROA ($0,1848^{***}$), LIQ ($0,4128^{***}$), SCE ($-0,1091^{***}$), CEE ($0,6255^{***}$) và DE ($0,5372^{***}$) đều có tính dừng ở cấp độ gốc (in level). Tuy nhiên, các biến ln_size ($0,7463$), HCE ($0,7109$) và

Kết quả kiểm định nghiệm đơn được thể hiện ở Bảng 4.

5.4. Xác định lựa chọn mô hình phù hợp

Kết quả kiểm định được thể hiện ở Bảng 5. Với tổng mẫu và mẫu doanh nghiệp niêm yết trên HOSE, kết quả thực sự đáng chú ý. Kiểm định LM với giá trị $p < 0,01$ (Tổng mẫu: $2.752.311^{***}$; HOSE: 250.905^{***}) cho thấy phương pháp bình phương tối thiểu thông thường (OLS) chưa thực sự phù hợp. Kiểm định Hausman với các giá trị rất có ý nghĩa (86.398^{***} và 84.748^{***}) đã thuyết phục tác giả chọn mô hình FEM thay vì REM. Tuy nhiên, mô hình gặp hai lỗi về phương sai không đồng nhất (qua kiểm định Wald) và tự tương quan (qua kiểm định Wooldridge) báo hiệu khả năng cao sẽ có sai lệch trong ước tính, do vậy phương pháp FGLS sẽ phù hợp để thảo luận kết quả nghiên cứu. Phương pháp này không chỉ khắc phục vấn đề về độ không đồng nhất phương sai và tự tương quan mà còn đảm bảo duy trì các ước lượng hiệu quả cho mọi mẫu nghiên cứu.

5.5. Kết quả hồi quy mô hình

Tiếp theo, sau khi đã lựa chọn mô hình phù hợp, tác giả đã chạy hồi quy để lấy kết

Bảng 4: Kết quả kiểm định nghiệm đơn - Panel Unit-root test

Variable (in level)	Statistic	Variable (in difference)	Statistic
ln_EV	0,5844***		
VAIC	0,6790***		
HCE	0,7109	D.HCE	-0,3952***
SCE	-0,1091***		
CEE	0,6255***		
ln_size	0,7463	D.ln_size	-0,0854***
ln_LAB	0,7039	D.ln_LAB	-0,2383***
ROA	0,1848***		
LIQ	0,4128***		
DE	0,5372***		

(Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu)

Bảng 5: Bảng kết quả kiểm định lựa chọn mô hình

Model with	Data	Observation	LM_test	Hausman	Modified Wald	Wooldridge
VAIC	Total	2.090	2.752.311***	86.398***	230.000***	146.765***
	HOSE	850	250.905***	84.748***	100.000***	35.807***
	HNX	1.240	2.068.795***	-147.771	180.000***	221.039***
HCE	Total	2.090	2.786.108***	89.005***	230.000***	162.696***
SCE	Total	2.090	2.787.225***	87.486***	230.000***	148.365***
CEE	Total	2.090	2.714.762***	92.529***	210.000***	146.003***

(Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu)

Bảng 6: Kết quả hồi quy ảnh hưởng của VTT tới GTCty

VARIABLES	(1) OLS	(2) FEM	(3) REM	(4) FGLS
VAIC	0,0095***	0,0034	0,0051	0,0131***
ln_size	0,7696***	0,6333***	0,6901***	0,8393***
ln_LAB	0,0468**	0,0487**	0,0468**	0,0279***
ROA	2,8487***	0,2270	0,5469	2,8401***
LIQ	0,0624***	-0,0075	0,0081	0,0460***
DE	0,2424***	0,2122***	0,2081***	0,1398***
2.industry	-0,1018**		-0,0908	-0,1506***
age	-0,0010	0,0044	-0,0005	-0,0013**
Constant	4,5428***	8,4048***	7,0090***	3,1019***
Observations	2.090	2.090	2.090	2.090
R-squared	0,652	0,307		
Number of ID		209	209	209

(Nguồn: Tác giả xử lý dữ liệu)

quả làm cơ sở cho kiểm định các GTNC nghiên cứu.

Kết quả hồi quy mô hình theo các phép ước lượng OLS, FEM, REM và FGLS được trình bày ở Bảng 6. Tác giả căn cứ vào kiểm định lựa chọn mô hình hồi quy ở phần trên nên tác giả sẽ dựa vào kết quả hồi quy FGLS (cột cuối cùng ở Bảng 6 để làm cơ sở kiểm định GTNC nghiên cứu).

Bảng 7: Kết quả hồi quy ảnh hưởng của từng cấu phần VTT (HCE, SCE và CEE) tới GTCTy

VARIABLES	(1) FGLS	(2) FGLS	(3) FGLS
HCE	0,0003		
SCE		0,0839**	
CEE			-0,1880***
ln size	0,8561***	0,8555***	0,8419***
ln LAB	0,0396***	0,0392***	0,0391***
ROA	3,1076***	3,0889***	3,2885***
LIQ	0,0496***	0,0490***	0,0532***
DE	0,1674***	0,1676***	0,1785***
2.industry	-0,1249***	-0,1240***	-0,1632***
age	-0,0009	-0,0011*	-0,0000
Constant	2,4570***	2,4289***	2,9064***
Observations	2.090	2.090	2.090
Number of ID	209	209	209

Chú thích: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$
(Nguồn: Tác giả xử lý qua SPSS)

6. Thảo luận

Thứ nhất, kết quả tác động của VTT lên GTCTy với hệ số tác động 0,013 trong phép ước lượng FGLS (Bảng 6), thể hiện VTT đã tác động tích cực lên GTCTy đạt mức ý nghĩa thống kê. Như vậy, GTNC (H1) được ủng hộ.

Kết quả này tương đồng với kết quả của các nghiên cứu trước đây (Bilgin, 2021), (A. H. Nguyen & Doan, 2020), (Ozkan, Cakan, & Kayacan, 2017), (Deniswara et al., 2019). Như vậy, kết quả nghiên cứu hiện tại không chỉ đạt mức ý nghĩa thống kê mà còn có ý nghĩa thực tiễn: doanh nghiệp cần chú trọng hơn đến việc quản trị và phát triển VTT như một chiến lược dài hạn nhằm nâng cao lợi thế cạnh tranh và tối đa hóa GTCTy.

Thứ hai, kết quả phân tích cho thấy quy mô doanh nghiệp (ln size) có ảnh hưởng tích cực lên GTCTy với mức độ tin cậy ở bốn phép ước lượng là 99% và hệ số tác động trong phép ước lượng FGLS là 0,8393 (Bảng 6), thể

hiện quy mô doanh nghiệp có biến động cùng chiều với GTCTy. Như vậy, GTNC (H5) được ủng hộ.

Kết quả nghiên cứu tương đồng với nghiên cứu của các tác giả: (Husna & Satria, 2019), (Lumapow & Tumawa, 2017), (Siahaan et al., 2014), khi chỉ ra rằng quy mô doanh nghiệp có tác động tích cực đến GTCTy. Kết quả này phù hợp với lý thuyết kinh tế học tổ chức và tài

chính doanh nghiệp, theo đó doanh nghiệp có quy mô lớn thường hưởng lợi từ hiệu ứng kinh tế theo quy mô, khả năng tiếp cận nguồn vốn rẻ hơn, năng lực đàm phán tốt hơn với đối tác, cũng như uy tín và vị thế trên thị trường. Ngoài ra, quy mô lớn còn tạo điều kiện cho doanh nghiệp đa dạng hóa hoạt động, giảm thiểu rủi ro và tận dụng nguồn lực hiệu quả hơn.

Thứ ba, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra năng suất lao động (đo lường thông qua Doanh thu/nhân viên) ảnh hưởng tích cực đến giá trị của công ty (hệ số hồi quy thu được là 0,0279 ở Bảng 6) và đạt mức ý nghĩa thống kê.

Kết quả nghiên cứu này hoàn toàn phù hợp với những phát hiện trong nghiên cứu của các tác giả như: (Brynjolfsson & Hitt, 2000) nhận mạnh rằng việc ứng dụng công nghệ không chỉ nâng cao Doanh thu/nhân viên mà còn giúp doanh nghiệp phát triển bền vững, nhờ khả năng giảm chi phí, tăng tốc độ đổi mới và tối ưu hóa chuỗi cung ứng.

Thứ tư, kết quả phân tích cho thấy chỉ số tỷ số ROA có mối quan hệ tương quan cùng chiều với GTCTy (bảng chứng đều được tìm ra tại phép đo lường FGLS với hệ số là 2,8401 với mức độ tin cậy lên đến 99%). Kết quả này phù hợp với (Chabachib, Hersugondo, Ardiana, & Pamungkas, 2019). Do vậy, GTNC (H7) được ủng hộ.

Phát hiện này củng cố quan điểm rằng khả năng sinh lời là một trong những yếu tố then chốt quyết định niềm tin của nhà đầu tư và định giá doanh nghiệp trên thị trường.

Thứ năm, khả năng thanh khoản đều có tác động tích cực đến GTCTy (hệ số hồi quy sau khi hồi quy FGLS là 0,0460) và đạt mức ý nghĩa thống kê. Do đó, GTNC (H9) được ủng hộ.

Điều này cho thấy các doanh nghiệp có mức độ thanh khoản cao hơn thường được đánh giá tích cực hơn trên thị trường, nhờ khả năng dễ dàng đáp ứng các nghĩa vụ tài chính ngắn hạn, giảm rủi ro mất khả năng chi trả và nâng cao niềm tin của nhà đầu tư. Kết quả này hàm ý rằng khả năng duy trì nguồn vốn lưu động ổn định và đảm bảo dòng tiền ngắn hạn không chỉ giúp doanh nghiệp vận hành trơn tru mà còn có tác động tích cực đến giá trị thị trường.

Thứ sáu, tỷ lệ nợ/vốn chủ có tác động tích cực tới GTCTy (hệ số hồi quy thu được sau khi hồi quy FGLS thu được là 0,1398) với độ tin cậy 99%. Phát hiện này có chung quan điểm với nghiên cứu thử nghiệm của Waheed và cộng sự (2016). Vì vậy, GTNC (H8) được ủng hộ.

Điều này hàm ý rằng việc sử dụng hợp lý nguồn vốn vay giúp doanh nghiệp gia tăng quy mô hoạt động, tận dụng được lợi thế từ “lá chắn thuế”, từ đó nâng cao GTCTy. Phát hiện này phù hợp với quan điểm của lý thuyết cấu trúc vốn, theo đó nợ vay có thể mang lại lợi ích cho doanh nghiệp nếu được sử dụng ở mức hợp lý, tạo động lực gia tăng hiệu quả quản trị và sinh lời.

Thứ bảy, kết quả ước lượng bằng phương pháp FGLS cho thấy ba thành phần của vốn trí thức (HCE, SCE và CEE) có tác động khác nhau đến GTCTy. Năng lực sử dụng VCN (HCE) có tác động tới GTCTy với hệ số hồi

quy thu được là 0,0003 nhưng không đạt mức ý nghĩa thống kê. Điều này chỉ ra rằng VCN chưa tạo ra tác động đáng kể đến GTCTy trong bối cảnh nghiên cứu này. Điều này có thể xuất phát từ việc chất lượng nguồn nhân lực chưa được khai thác tối ưu. Như vậy, GTNC (H2) không được ủng hộ.

Thứ tám, năng lực sử dụng vốn cấu trúc (SCE) có tác động tích cực với GTCTy (hệ số hồi quy có giá trị là 0,0839 và đạt mức ý nghĩa thống kê ở mức ý nghĩa 5%). Điều này cho thấy rằng việc đầu tư và phát triển các hệ thống cơ sở dữ liệu, hệ thống cơ sở hạ tầng, các chiến lược kinh doanh, công nghệ và tài sản trí tuệ đang mang lại giá trị tích cực cho doanh nghiệp. Hơn nữa, các nguồn lực vô hình như văn hóa doanh nghiệp, sở hữu trí tuệ và quy trình làm việc ngày càng trở thành yếu tố quan trọng mà doanh nghiệp tập trung cải thiện để nâng cao hiệu quả hoạt động. Một công ty với văn hóa doanh nghiệp mạnh sẽ có lợi thế trong kinh doanh, giúp vượt qua các thách thức trong nhiều bối cảnh kinh tế khác nhau. Kết quả này cũng ủng hộ các nghiên cứu như (Scafarto et al., 2016) cho rằng vốn cấu trúc hiệu quả giúp doanh nghiệp tối ưu hóa chuỗi giá trị, giảm thiểu rủi ro và tăng cường khả năng đáp ứng thị trường. Chính vì vậy, GTNC H3 được ủng hộ.

Thứ chín, kết quả phân tích cho thấy năng lực sử dụng VVC (CEE) có tác động ngược chiều đến GTCTy, thể hiện qua hệ số hồi quy của mô hình FGLS là -0,1880 và đạt mức ý nghĩa thống kê. Kết quả này hàm ý rằng trong bối cảnh mẫu nghiên cứu, việc sử dụng tài sản hữu hình chưa đạt hiệu quả tối ưu, thậm chí có thể trở thành gánh nặng đối với doanh nghiệp. Cụ thể, việc phân bổ và khai thác VVC không hợp lý có thể làm gia tăng chi phí khấu hao, từ đó làm suy giảm lợi nhuận và giảm GTCTy. Kết quả này gợi ý rằng trong khi VTT ngày càng đóng vai trò trung tâm trong việc tạo ra giá trị, thì sự phụ thuộc quá mức vào tài sản hữu hình có thể hạn chế hiệu quả hoạt động và năng lực cạnh tranh. Điều này cho thấy sự dịch chuyển từ nền kinh tế dựa trên tài sản hữu hình sang nền kinh tế tri thức,

nơi mà giá trị gia tăng chủ yếu đến từ việc khai thác các nguồn lực vô hình.

Thứ mười, khi so sánh ảnh hưởng của VTT tới GTCTy ở 2 ngành công nghiệp và dịch vụ, tác giả nhận thấy tác động của VTT lên ngành công nghiệp mạnh mẽ hơn lên ngành dịch vụ tiêu dùng (thể hiện ở hệ số hồi quy của biến 2.industry ở bảng 6 nhận giá trị là - 0,1506 và đạt mức ý nghĩa thống kê). Hệ số hồi quy này cho thấy sự khác biệt về mức độ đóng góp của VTT, phản ánh thực tế là ngành công nghiệp tận dụng VTT để nâng cao GTCTy hiệu quả hơn so với ngành dịch vụ. VTT phát huy vai trò then chốt trong các ngành công nghiệp định hướng công nghệ và đổi mới. Trong ngành dịch vụ, GTCTy có thể chịu ảnh hưởng nhiều hơn từ yếu tố ngoại sinh (cạnh tranh thị trường, hành vi khách hàng, marketing), do đó VTT dù quan trọng nhưng tác động biên thấp hơn so với ngành công nghiệp.

Tóm lại, các kết quả nghiên cứu đã chỉ ra rằng năng lực sử dụng VTT có tác động tích cực và đạt mức ý nghĩa thống kê đến GTCTy, khẳng định vai trò ngày càng quan trọng của VTT trong bối cảnh nền kinh tế tri thức. Bên cạnh đó, các biến kiểm soát như quy mô doanh nghiệp, Doanh thu/nhân viên, khả năng sinh lời, khả năng thanh khoản và tỷ lệ nợ/vốn chủ đều thể hiện mối quan hệ tích cực với GTCTy, cho thấy hiệu quả hoạt động và chiến lược tài chính hợp lý góp phần nâng cao định giá thị trường.

Ngược lại, năng lực sử dụng VVC (CEE) có tác động ngược chiều đến GTCTy, đây là kết quả trái với quy luật thông thường. Điều này chứng tỏ việc đầu tư nhiều vào tài sản hữu hình chưa mang lại hiệu quả cho doanh nghiệp do chi phí khấu hao tài sản cao chưa đồng bộ với hiệu quả kinh doanh cao. Bên cạnh đó, một thành phần nữa của VTT là năng lực sử dụng VCN (HCE) tới GTCTy chưa đạt mức ý nghĩa thống kê, hàm ý rằng nguồn lực nhân sự vẫn chưa phát huy hết tiềm năng trong việc tạo ra giá trị. Thành phần còn lại trong VTT là năng lực sử dụng vốn cấu trúc (SCE) thể hiện sự tác động tích cực, cùng chiều với GTCTy, nhấn mạnh tầm quan trọng

của việc đầu tư vào hệ thống quản trị, quy trình, công nghệ và văn hóa doanh nghiệp tới GTCTy trong nền kinh tế hiện nay.

Đáng chú ý, nghiên cứu cũng cho thấy tác động của VTT lên GTCTy khác nhau giữa các ngành, trong đó ngành công nghiệp tận dụng VTT hiệu quả hơn so với ngành dịch vụ tiêu dùng. Điều này phản ánh sự khác biệt trong cách thức tạo giá trị: ngành công nghiệp dựa nhiều vào đổi mới công nghệ, trong khi ngành dịch vụ chịu ảnh hưởng lớn hơn từ yếu tố thị trường và hành vi khách hàng.

Kết luận

Nghiên cứu đã phân tích tác động của VTT, các thành phần của VTT (vốn con người, vốn cấu trúc, vốn vật chất) và các yếu tố tài chính đến GTCTy niêm yết tại Việt Nam với kết quả hồi quy thu được từ mô hình FGLS cho thấy nhiều phát hiện quan trọng. Nghiên cứu đã cung cấp bằng chứng thực nghiệm khẳng định vai trò trung tâm của VTT trong việc nâng cao GTCTy, đồng thời gợi mở hàm ý rằng các doanh nghiệp Việt Nam cần chú trọng hơn đến quản trị VTT, bên cạnh tối ưu hóa các yếu tố tài chính và vận hành, để nâng cao lợi thế cạnh tranh trong dài hạn. Các nghiên cứu trong tương lai có thể mở rộng phạm vi sang doanh nghiệp vừa và nhỏ hoặc doanh nghiệp chưa niêm yết, có thể bổ sung các biến trung gian hoặc điều tiết như đổi mới sáng tạo, chuyên đổi số để làm rõ hơn cơ chế tác động giữa VTT và GTCTy. ♦

Tài liệu tham khảo:

Abba, M., Hamidu, I., Kakanda, M. M., & Hanga, B. Y. (2023). Intellectual Capital, Financial Performance, and Enterprise Value of Listed Technological Companies in Nigeria. *International research journal of economics and management studies irjems*, 2(2).

Aybars, A., & Oner, M. (2022). The impact of intellectual capital on firm performance and value: An application of MVAIC on firms listed in Borsa Istanbul. *Gazi Journal of Economics and Business*, 8(1). doi:10.30855/gjeb.2022.8.1.004.

- Battisti, E., Nirino, N., Christofi, M., & Vrontis, D. (2022). Intellectual capital and dividend policy: the effect of CEO characteristics. *Journal of Intellectual Capital*, 23(1), 127-143.
- Berger, P. G., & Ofek, E. (1996). Bustup takeovers of value - destroying diversified firms. *The Journal of Finance*, 51(4), 1175-1200.
- Berzkalne, I., & Zelgalve, E. (2014). Intellectual Capital and Company Value. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 110, 887-896. doi:10.1016/j.sbspro.2013.12.934.
- Bilgin, R. (2021). The role of intellectual capital as a determinant of firm value. In *The Dynamics of Intellectual Capital in Current Era* (pp. 63-83): Springer.
- Brynjolfsson, E., & Hitt, L. M. (2000). Beyond Computation: Information Technology, Organizational Transformation and Business Performance. *Journal of Economic Perspectives*, 14(4), 23-48. doi:10.1257/jep.14.4.23.
- Chabachib, M., Hersugondo, H., Ardiana, E., & Pamungkas, I. D. (2019). Analysis of company characteristics of firm values: Profitability as intervening variables. *International Journal of Financial Research*, 11(1), 60.
- Chen, M. C., Cheng, S. J., & Hwang, Y. (2005). An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance. *Journal of Intellectual Capital*, 6(2), 159-176.
- Dancaková, D., & Glova, J. (2024). The Impact of Value-Added Intellectual Capital on Corporate Performance: Cross-Sector Evidence. *Risks*, 12(10), 151.
- Deniswara, K., Uyuun, R. M. F., Lindawati, A. S. L., & Willnaldo, W. (2019). Intellectual Capital Effect, Financial Performance, and Firm Value: An Empirical Evidence from Real Estate Firm, in Indonesia. *Journal The Winners*, 20(1), 49-60.
- Do, M. H., Thanh Tam, V., & Kim-Duc, N. (2022). Investigating intellectual capital: The role of intellectual property rights reform. *Cogent Economics & Finance*, 10(1). doi:10.1080/23322039.2022.2106630.
- Ginesti, G., Caldarelli, A., & Zampella, A. (2018). Exploring the impact of intellectual capital on company reputation and performance. *Journal of Intellectual Capital*, 19(5), 915-934. doi:10.1108/jic-01-2018-0012
- Hair, J. F. (2011). Multivariate data analysis: An overview. *International encyclopedia of statistical science*, 904-907.
- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of return on asset, debt to asset ratio, current ratio, firm size, and dividend payout ratio on firm value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50-54.
- Hussinki, H., Ritala, P., Vanhala, M., & Kianto, A. (2017). Intellectual capital, knowledge management practices and firm performance. *Journal of Intellectual Capital*, 18(4), 904-922. doi:10.1108/jic-11-2016-0116.
- Kodongo, O., Mokoaleli-Mokoteli, T., & Maina, L. N. (2015). Capital structure, profitability and firm value: panel evidence of listed firms in Kenya. *African Finance Journal*, 17(1), 1-20.
- Lumapow, L. S., & Tumiwa, R. A. F. (2017). The effect of dividend policy, firm size, and productivity to the firm value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(22), 20-24.
- Maji, S. G., & Goswami, M. (2016). Intellectual capital and firm performance in emerging economies: the case of India. *Review of International Business and Strategy*, 26(3), 410-430.
- Mondal, A., & Ghosh, S. K. (2012). Intellectual capital and financial performance of Indian banks. *Journal of Intellectual Capital*, 13(4), 515-530.
- Nazari, J. A., Bontis, N., & Herremans, I. M. (2007). Extended VAIC model: measuring intellectual capital components. *Journal of Intellectual Capital*, 8(4), 595-609. doi:10.1108/14691930710830774

Nguyen, A. H., & Doan, D. T. (2020). The Impact of Intellectual Capital on Firm Value: Empirical Evidence From Vietnam. *International Journal of Financial Research*, 11(4). doi:10.5430/ijfr.v11n4p74.

Nguyen, N. P. A., & Dao, T. T. B. (2022). Liquidity, corporate governance and firm performance: A meta-analysis. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2137960.

Ni, Y., Cheng, Y.-R., & Huang, P. (2021). Do intellectual capitals matter to firm value enhancement? Evidences from Taiwan. *Journal of Intellectual Capital*, 22(4), 725-743.

Ozkan, N., Cakan, S., & Kayacan, M. (2017). Intellectual capital and financial performance: A study of the Turkish Banking Sector. *Borsa Istanbul Review*, 17(3), 190-198.

Pulic, A. (2000). VAIC™—an accounting tool for IC management. *International journal of technology management*, 20(5-8), 702-714.

Reyes, M. A., Ciptani, M. K., & Fahmi, T. I. (2025). Intellectual Capital Effects on Firm's Profitability with Industry Types as Moderating Variable. *International Journal of Research and Innovation in Social Science*, 9(1), 3390-3405.

Sardo, F., & Serrasqueiro, Z. (2018). Intellectual capital, growth opportunities, and financial performance in European firms: Dynamic panel data analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 19(4), 747-767.

Scafarto, V., Ricci, F., & Scafarto, F. (2016). Intellectual capital and firm performance in the global agribusiness industry: The moderating role of human capital. *Journal of Intellectual Capital*, 17(3), 530-552.

Siahaan, U. M., Ragil, S., & Solimon, H. (2014). The influence of company size and capital structure towards liquidity, corporate performance and firm value, for large and small group companies. *European Journal of Business and Management*, 6(18), 148-156.

Subaida, I., Nurkholis, N., & Mardiaty, E. (2018). Effect of intellectual capital and intellectual capital disclosure on firm value. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 16(1), 125-135.

Wang, P. P., Zhang, R., & Zhang, Q. (2024). The effect of intellectual capital and venture capital on enterprise values: evidence from China. *China Accounting and Finance Review*, 26(5), 626-644.

Zeghal, D., & Maaloul, A. (2010). Analysing value added as an indicator of intellectual capital and its consequences on company performance. *Journal of Intellectual Capital*, 11(1), 39-60.

Summary

This study investigates the impact of intellectual capital (IC) and its components, including human capital efficiency (HCE), structural capital efficiency (SCE), and capital employed efficiency (CEE), on the firm value of companies listed on the Vietnamese stock market over a ten-year period (2014-2023). The research sample consists of 209 firms operating in the industrial and service sectors. By applying REM, FEM, and FGLS regression models, the findings reveal that intellectual capital in general, and structural capital in particular, exert a positive effect on firm value. In contrast, human capital has not been effectively utilized and thus does not show a statistically significant impact, while capital employed efficiency negatively affects firm value, acting as a barrier to value creation. Furthermore, when comparing across sectors, the results indicate that the influence of intellectual capital on firm value is more pronounced in the industrial sector than in the service sector.