

# Tác động tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp: Trường hợp các doanh nghiệp xây dựng niềm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Võ Minh Long<sup>1,\*</sup>, Võ Kim Yến<sup>2</sup>, Phan Thị Minh Huệ<sup>3</sup>



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

## TÓM TẮT

Nghiên cứu này xem xét sự tác động của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp ngành xây dựng niềm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam với dữ liệu bảng của 71 công ty giai đoạn từ 2011 đến 2020. Bài viết sử dụng các phương pháp ước lượng, như: Bình phương nhỏ nhất gộp (Pooled OLS), mô hình tác động cố định (FEM) và mô hình tác động ngẫu nhiên (REM), nhưng cuối cùng bài viết sử dụng phương pháp FEM ước lượng vững (FEM Robust) sau khi thực hiện các kiểm định, như: Kiểm định F, kiểm định nhân tử Lagrange, kiểm định Hausman, hiện tượng đa cộng tuyến, phương sai sai số thay đổi cũng như hiện tượng tự tương quan. Kết quả nghiên cứu cho biết: Tài sản hữu hình (IA), tỷ lệ nợ trên tài sản (DAR), lạm phát (INFL), tỷ giá hối đoái (USDRATE) có tác động ngược chiều đến giá trị doanh nghiệp với độ tin cậy cao, được đại diện qua hai chỉ tiêu: Tobin's Q; P/B nhưng các biến: Tăng trưởng GDP (GDPGR); tỷ lệ thất nghiệp (UNEMP), chỉ số thị trường chứng khoán (VNINDEX) cho kết quả ngược lại. Bên cạnh đó, kết quả nghiên cứu cũng chỉ ra rằng: Chưa có bằng chứng khoa học về sự tác động của quy mô doanh nghiệp (SIZE), tính thanh khoản (CR), tăng trưởng doanh thu (SGR) và tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) đến giá trị doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này là cơ sở để bài viết đưa ra các hàm ý chính sách với mục tiêu gia tăng giá trị doanh nghiệp.

**Từ khoá:** Tài sản vô hình, Giá trị doanh nghiệp, hệ số Tobin's Q, tỷ lệ giá trị thị trường so giá trị sổ sách

<sup>1</sup>Trường Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

<sup>2</sup>Ngân hàng TMCP Công Thương Việt Nam - CN8, TP. HCM, Việt Nam

<sup>3</sup>Trường Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

## Liên hệ

**Võ Minh Long**, Trường Đại học Mở TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Email: Long.vm@ou.edu.vn

## Lịch sử

- Ngày nhận: 22-02-2022
- Ngày chấp nhận: 20-9-2022
- Ngày đăng: 15-10-2022

DOI: 10.32508/stdjelm.v6i3.1018



## Bản quyền

© ĐHQG TP.HCM. Đây là bài báo công bố mở được phát hành theo các điều khoản của the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



## GIỚI THIỆU

Giai đoạn kinh tế 2011-2020 Việt Nam đã đạt được nhiều thành tựu kinh tế nổi bật ở hầu hết các ngành nghề, lĩnh vực khác nhau, như: Nhiều doanh nghiệp đã trở thành những tập đoàn kinh tế lớn mạnh đóng góp quan trọng và sản xuất kinh tế của đất nước, thị trường chứng khoán Việt Nam cũng phát triển mạnh mẽ, là nơi thu hút và phân phối nguồn vốn hiệu quả cho nền kinh tế.... Có được những thành tựu kể trên, chính nhờ sự thay đổi trong tư duy quản trị của các nhà quản lý nhà nước, các nhà quản trị doanh nghiệp hay sự đầu tư vào tài sản của các doanh nghiệp, đặc biệt đầu tư vào tài sản vô hình trong sự quá trình phát triển của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nước phát triển thì tỷ trọng đầu tư vào các nguồn lực vô hình càng có xu hướng chiếm ưu thế so với các khoản đầu tư vào các nguồn lực hữu hình, còn ở Việt Nam thì đầu tư vào tài sản vô hình vẫn còn hạn chế ở nhiều doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp ngành xây dựng. Đây là rào cản rất lớn cho sự phát triển của các doanh nghiệp, đặc biệt trong bối cảnh phát triển mạnh mẽ của cuộc cách mạng công nghiệp 4.0. Điều này cho thấy: Các doanh nghiệp cũng chưa có nhiều thông tin

khoa học quan trọng giúp các nhà quản trị có cơ sở về tác động của tài sản vô hình đối với doanh nghiệp, tìm ra cách thức đầu tư tài sản vô hình như thế nào cho hợp lý để làm gia tăng giá trị của doanh nghiệp trong giai đoạn phát triển kinh tế hiện nay và đây là mục tiêu tối thượng đối với doanh nghiệp. Ngoài ra, hiện nay chưa có nhiều nghiên cứu về ảnh hưởng của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp để giúp cho các nhà nghiên cứu hay các nhà quản lý đưa ra các hàm ý chính sách nhằm cải thiện giá trị doanh nghiệp. Với những lý do trên, bài viết thực hiện nghiên cứu: Tác động của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp ngành xây dựng.

## TỔNG HỢP LÝ THUYẾT

**Tài sản vô hình:** Theo Marr và Schiuma, tài sản vô hình hay vốn trí tuệ là nhóm tài sản tri thức của một tổ chức và đóng góp đáng kể nhất định vào vị thế cạnh tranh của tổ chức này được xác định bằng cách thêm giá trị cho các bên liên quan chính. Mặt khác, theo Sveiby, tài sản vô hình trên bảng cân đối kế toán có thể được phân thành 3 loại: Năng lực cá nhân, cấu trúc bên trong và bên ngoài. Trong khi đó, Brinker,

**Trích dẫn bài báo này:** Long VM, Yến VK, Huệ PTM. Tác động tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp: Trường hợp các doanh nghiệp xây dựng niềm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 6(3):3216-3228.

cho rằng: Vốn trí tuệ là lượng vốn nhân lực và vốn cấu trúc (ví dụ: Mối quan hệ với người tiêu dùng, quản lý mạng và công nghệ thông tin). Tài sản vô hình hay vốn trí tuệ có thể được định nghĩa là tổng của những gì được tạo ra bởi ba yếu tố chính của tổ chức (vốn nhân lực, vốn cấu trúc, vốn khách hàng) liên quan đến kiến thức và công nghệ có thể mang lại lợi thế cạnh tranh và giá trị cao hơn cho công ty. Trong biết viết này, tài sản vô hình là các khoản mục được thể hiện trên bảng cân đối kế toán mà nó có thể mang lại lợi ích hay giá trị cho doanh nghiệp<sup>1-3</sup>.

**Giá trị doanh nghiệp :** Theo Ehrhardt và Bringham, giá trị doanh nghiệp là tổng giá trị của các bên liên quan với doanh nghiệp, bao gồm: Các chủ nợ và các cổ đông, nhà quản trị.... Nó là một trong những thước đo cơ bản được sử dụng trong việc định giá doanh nghiệp, mô hình tài chính, kế toán, phân tích danh mục... Hiện nay, việc đo lường giá trị doanh nghiệp có thể được sử dụng bằng phương pháp tuyệt đối hay tương đối, như: Giá trị kinh tế gia tăng (EVA), Tobin's Q, giá cổ phiếu so với thu nhập trên 1 cổ phiếu (P/E), giá thị trường trên giá trị sổ sách của cổ phiếu (P/B)... nhưng bài viết này, tác giả chỉ sử dụng chỉ số Tobin's Q và P/B làm đại diện cho giá trị doanh nghiệp với lý do: (1) Nó phản ánh được giá trị thị trường của doanh nghiệp; (2) phù hợp với nhiều nghiên cứu của một số tác giả, như: Binh, Binh và cộng sự, Villalonga, Gamayuni, Nando, Salel, Ferdaous, Ocaik và Findik, Mohamed và Ani<sup>4-13</sup>.

**Mối quan hệ giữa tài sản vô hình và giá trị doanh nghiệp:** Theo lý thuyết tín hiệu thị trường do Spence đề cập vai trò của tài sản cố định của các doanh nghiệp. Ông cho biết: Thị trường sẽ phản ánh tích cực với các doanh nghiệp có nội lực và quy mô lớn, tỷ lệ tài sản cố định nhiều sẽ đảm bảo cho các khoản vay. Khi đó các nhà đầu tư ưa thích và vấn đề tiếp cận vốn vay của các doanh nghiệp này dễ dàng hơn so với các công ty không có cơ hội tăng trưởng, quy mô nhỏ và không có tiềm lực tài chính, từ đó ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, lý thuyết tăng trưởng mới và giới hạn sản xuất có đề cập về vai trò của khoa học - công nghệ trong quá trình sản xuất được đề xuất bởi, Ông cho rằng: Việc đưa yếu tố công nghệ vào trong các biến đầu vào của sự tăng trưởng cho thấy vai trò quan trọng của việc áp dụng khoa học công nghệ nói riêng, hay các tài sản vô hình nói chung vào trong quá trình sản xuất ngày nay. Tuy nhiên, theo lý thuyết tăng trưởng, quá trình tăng trưởng là kết quả của một cấu trúc phù hợp giữa các yếu tố đầu vào (vốn, con người, tài nguyên, khoa học công nghệ), trong đó mỗi thành phần đầu vào sẽ chiếm một tỷ lệ nhất định tạo nên một cấu trúc phù hợp nhất, do đó việc đầu tư các tài sản vô hình không thể đem lại hiệu quả một cách

tức thời đến giá trị doanh nghiệp, điều này đòi hỏi một quá trình thích ứng theo thời gian, kết hợp với sự thay đổi đồng bộ của các yếu tố khác trong doanh nghiệp. Như vậy, trong ngắn hạn tài sản vô hình có thể sẽ có tác động ngược chiều (-) đến GTDN, thể hiện ở việc doanh nghiệp sẽ chưa kịp thay đổi với những ứng dụng về khoa học - công nghệ, từ đó tác động đến những bộ phận khác trong doanh nghiệp, gây những cản trở nhỏ trong doanh nghiệp thời gian đầu. Tuy nhiên, trong dài hạn nếu doanh nghiệp đầu tư đủ công nghệ (tài sản cố định vô hình) sẽ giúp doanh nghiệp tăng khả năng cạnh tranh, tăng trưởng tốt và điều này giúp cải thiện giá trị doanh nghiệp<sup>14</sup>.

**Một số nghiên cứu trước về sự tác động của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp**

Với doanh nghiệp, tùy từng giai đoạn để có sự lựa chọn mục tiêu cụ thể nhưng mục tiêu cuối cùng vẫn là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Vì vậy, hiện nay đã có một số nghiên cứu trong nước về sự tác động của tài sản cố định vô hình đến giá trị doanh nghiệp nhằm đưa ra các hàm ý chính sách để cải thiện giá trị doanh nghiệp, như: Nghiên cứu của Binh cho rằng: Tài sản vô hình tác động đáng kể đến giá trị doanh nghiệp nhưng nó không cho thấy mối quan hệ rõ ràng với giá cổ phiếu của công ty và tác giả cho rằng: Nguyên nhân đến từ sự biến động của thị trường chứng khoán và một số yếu tố bên ngoài ảnh hưởng đến giá cổ phiếu với mẫu gồm 250 doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam trong giai đoạn 2008-2012. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Dung, lại chỉ ra rằng: Tài sản vô hình chưa thể hiện được tác động rõ nét đến giá trị doanh nghiệp với biến đại diện giá trị kinh tế gia tăng của doanh nghiệp với dữ liệu gồm 173 doanh nghiệp được niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2012 - 2016. Bên cạnh đó, còn có một số nghiên cứu ngoài nước, như: Kết quả nghiên cứu của Gamayuni cho biết: Tài sản vô hình, chính sách tài chính, hiệu quả hoạt động tài chính có ảnh hưởng đáng kể đến giá trị doanh nghiệp với các công ty đang niêm yết ở Indonesia từ năm 2007 đến 2009 và kết quả này được ủng hộ của các nghiên cứu, như: Nghiên cứu của Ferdaous và Rahman cho rằng: Các tác động hỗn hợp của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp với bằng chứng của 49 công ty sản xuất niêm yết thuộc 4 ngành công nghiệp ở DSE, Bangladesh trong khoảng thời gian 2007-2017 hay nghiên cứu của Mohamed và Ani cho biết: Tài sản vô hình có ảnh hưởng đáng kể đến giá trị doanh nghiệp với các doanh nghiệp công nghiệp Oman được niêm yết trên thị trường chứng khoán Muscat từ năm 2010 đến năm 2014. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Nando và Ozouli lại cho rằng: Tài sản vô hình tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp với bằng chứng từ 46 công ty sản xuất được niêm yết

trên Sở giao dịch chứng khoán Nigeria nhưng một số nghiên cứu lại cho kết quả ngược lại, như: Glova và Mrazkova: Nghiên cứu ảnh hưởng của tài sản vô hình lên giá trị doanh nghiệp với 1520 quan sát trong giai đoạn 2011-2015 tại các công ty đại chúng Châu Âu. Kết quả cho biết: Khi tăng đầu tư tài sản vô hình (với biến đại diện là chi phí nghiên cứu và phát triển) sẽ làm tăng giá trị doanh nghiệp và kết quả này tương đồng với kết quả nghiên cứu của Ocak và Findik, khi họ chỉ ra rằng: Tài sản vô hình có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp với 1.353 quan sát là các công ty được niêm yết trên Sở Giao dịch Borsa Istanbul (Thổ Nhĩ Kỳ) trong 9 năm từ 2005-2013. Mặt khác, Saleh cho biết: Chưa có đủ bằng chứng khoa học về sự tác động của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp với các doanh nghiệp sản xuất được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Indonesia giai đoạn 2012-2016<sup>6,8-13,15,16</sup>.

Tóm lại: Với các lý thuyết về tài sản vô hình, giá trị doanh nghiệp và mối quan hệ giữa chúng cộng với các nghiên cứu trong và ngoài nước về sự tác động của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp thì đây là cơ sở để bài viết xây dựng mô hình, giả thuyết nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu.

## PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

### Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

#### Giả thuyết nghiên cứu

Dựa trên lý thuyết về giới hạn sản xuất và tăng trưởng mới, việc đưa yếu tố công nghệ vào trong các biến đầu vào của sự tăng trưởng cho thấy vai trò quan trọng của việc áp dụng khoa học công nghệ nói riêng, hay các tài sản vô hình nói chung vào trong quá trình sản xuất ngày nay. Trong mô hình này, quá trình tăng trưởng là kết quả của một cấu trúc phù hợp giữa các yếu tố đầu vào (vốn, con người, tài nguyên, khoa học công nghệ), trong đó mỗi thành phần đầu vào sẽ chiếm một tỷ lệ nhất định tạo nên một cấu trúc phù hợp nhất, do đó việc đầu tư các tài sản vô hình không thể đem lại hiệu quả một cách tức thời đến giá trị doanh nghiệp, điều này đòi hỏi một quá trình thích ứng theo thời gian kết hợp với sự thay đổi đồng bộ của các yếu tố khác trong doanh nghiệp. Như vậy, trong ngắn hạn tài sản vô hình sẽ có tác động âm (tiêu cực) đến giá trị doanh nghiệp, thể hiện ở việc doanh nghiệp sẽ chưa kịp thay đổi với những ứng dụng về khoa học công nghệ, từ đó tác động đến những bộ phận khác trong doanh nghiệp, gây những cản trở nhỏ trong doanh nghiệp thời gian đầu.

Các nghiên cứu của các tác giả trong và ngoài nước, như: Dung, Nhung và Nha, Bình và cộng sự, Nando và Ozouli, Villalonga, Gamayuni, Glova và Mrazkova,

Ferdaous và Rahman đều cho thấy: Tài sản vô hình tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp hoặc chưa có bằng chứng khoa học về sự tác động của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp<sup>6-10,15-17</sup>.

Đối với các doanh nghiệp xây dựng được niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2011 - 2020 đã từng bước ổn định hoạt động sản xuất với nhiều chiến lược mới, trong đó chú trọng đầu tư đến tài sản vô hình trong doanh nghiệp sau khi vượt qua khủng hoảng kinh tế 2008 -2009. Tuy nhiên cho đến thời điểm cuối năm 2020, tỷ trọng tài sản vô hình còn rất hạn chế, ngoại trừ một số công ty quy mô lớn có đầu tư khoa học công nghệ vào các hoạt động sản xuất kinh doanh nên tài sản cố định vô hình có thể chưa cải thiện giá trị doanh nghiệp.

Từ các lý thuyết nền tảng, các nghiên cứu trong nước, ngoài nước và những nhận định thực tế hiện nay, bài viết đưa ra giả thuyết về sự tác động của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp:

*Giả thuyết: Tài sản vô hình tác động ngược chiều (-) đến giá trị doanh nghiệp.*

### Mô hình nghiên cứu

Dựa vào mô hình nghiên cứu của Gamayuni cộng với lý thuyết về tài sản vô hình, giá trị doanh nghiệp cũng như mối quan hệ giữa chúng. Ngoài ra, trên cơ sở các nghiên cứu trong và ngoài nước về sự tác động của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp, bài viết đề xuất các biến phụ thuộc và độc lập trong mô hình. Biến phụ thuộc, gồm có Tobin's Q và P/B; và biến độc lập, bao gồm: Tài sản vô hình (IA), quy mô doanh nghiệp (SIZE), hệ số đòn bẩy (DAR), tính thanh khoản của doanh nghiệp (CR), tăng trưởng doanh thu (SGR), tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA) để xây dựng mô hình. Các biến số trong mô hình Gamayuni là những yếu tố bên trong doanh nghiệp cho nên chưa thể hiện đầy đủ các nguyên nhân tác động đến giá trị doanh nghiệp, do vậy bài viết bổ sung các yếu tố vĩ mô, bao gồm: Lạm phát (INFL), tăng trưởng GDP (GDPGR); tỷ lệ thất nghiệp (UNEMP), tỷ giá hối đoái (USDRATE); chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam (VNINDEX) vào mô hình. Các biến vĩ mô này cùng với các biến vi mô sẽ làm rõ tác động của biến tài sản vô hình, cũng như giải thích đầy đủ hơn sự tác động của các yếu tố đến giá trị doanh nghiệp<sup>8</sup>.

Với các biến như trên, bài viết xây dựng được mô hình tổng quát theo phương trình sau:

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 IA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DAR_{it} + \beta_4 CR_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 SGR_{it} + \beta_7 INFL_t + \beta_8 GDPGR_t + \beta_9 USDRATE_t + \beta_{10} VNINDEX_t + \beta_{11} UNEMP_t + u_{it} (0)$$

Giá trị doanh nghiệp được đo lường theo hai chỉ số là Tobin's Q và P/B, do đó, bài viết xây dựng hai mô hình

tương ứng cho mỗi chỉ số đo lường, các phương pháp kiểm định và xử lý số liệu là độc lập giữa hai mô hình với mục đích đánh giá sự tương đồng của hai thước đo này đối với giá trị doanh nghiệp.

Từ mô hình gốc số (0) trên, bài viết xây dựng hai mô hình cho hai biến phụ thuộc đại diện cho biến giá trị doanh nghiệp (FV):

Mô hình (1) - Biến phụ thuộc là Tobin's Q:

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \alpha + \beta_1 \text{IA}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{DAR}_{it} + \beta_4 \text{CR}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{SGR}_{it} + \beta_7 \text{INFL}_t + \beta_8 \text{GDPGR}_t + \beta_9 \text{USDRATE}_t + \beta_{10} \text{VNINDEX}_t + \beta_{11} \text{UNEMP}_t + u_{it} \quad (1)$$

Mô hình (2) - Biến phụ thuộc là P/B:

$$P/B_{it} = \alpha + \beta_1 \text{IA}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{DAR}_{it} + \beta_4 \text{CR}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{SGR}_{it} + \beta_7 \text{INFL}_t + \beta_8 \text{GDPGR}_t + \beta_9 \text{USDRATE}_t + \beta_{10} \text{VNINDEX}_t + \beta_{11} \text{UNEMP}_t + u_{it}$$

Như vậy, Bảng 1 đã cho biết cách đo lường các biến trong mô hình và nó là một trong những cơ sở quan trọng để bài viết tính toán các kết quả trước khi thực hiện hồi quy.

### Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

**Dữ liệu nghiên cứu:** Được thu thập từ các báo cáo tài chính thường niên (đã được kiểm toán) của 71 DN xây dựng niêm yết trên HSX và HNX đang hoạt động tính đến thời điểm cuối niên độ kế toán năm 2020. Như vậy, bài viết có 710 biến quan sát (71 DN \* 10 năm = 710), đã qua tổng hợp, xử lý và thiết kế bằng phần mềm Excel. Như vậy, với số mẫu nghiên cứu này, nó được xem đủ lớn và có ý nghĩa thống kê.

**Phương pháp nghiên cứu:** Bài viết sử dụng phần mềm Stata 14.0 để thực hiện các phương pháp hồi quy, như: Pooled OLS, FEM, REM và FEM ước lượng vững cũng như các kiểm định cần thiết, như: Kiểm định F, LM, Hausman, hiện tượng đa cộng tuyến, phương sai thay đổi cũng như hiện tượng tự tương quan nhằm lựa chọn phương pháp phù hợp với mục tiêu nghiên cứu.

## KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU

### Kết quả nghiên cứu

#### Phân tích thống kê mô tả

Với kết quả ở Bảng 2 cho thấy:

Hệ số Tobin's Q (Tobin's Q): Giá trị trung bình 0,89, kết quả này cho thấy: Các doanh nghiệp có giá trị thị trường của cổ phiếu và giá trị sổ sách của nợ bằng 0,89 lần so với giá trị sổ sách của tổng tài sản, điều này cho thấy đa số các công ty xây dựng hiện nay đang bị định giá thấp trên thị trường. Giá trị doanh nghiệp trong mẫu nghiên cứu cũng có sự chênh lệch đáng kể với

nhau, như: Giá trị Tobin's Q lớn nhất là 2,09 và nhỏ nhất là 0,38 và có độ lệch chuẩn là 0,18. Ngoài ra, hệ số P/B cũng có sự tương đồng với hệ số Tobin's Q.

Giá trị tài sản vô hình (IA): Đạt mức trung bình là 73,03 chiếm tỷ trọng rất nhỏ: 3,98% trong tổng tài sản của các công ty ngành xây dựng. Phần lớn các công ty xây dựng chưa chú trọng và đẩy mạnh việc đầu tư tài sản vô hình, điều này cho thấy tác động của tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp có thể khá hạn chế.

Tỷ suất sinh lời trên tài sản (ROA): Giá trị trung bình của các công ty ngành xây dựng giai đoạn này là 1,49%, điều này cho thấy mức sinh lời khá thấp của các công ty trong giai đoạn nghiên cứu. Từ kết quả trên cho thấy: Nhiều công ty ngành xây dựng có khả năng sinh lợi khác nhau, một số công ty hoạt động trong ngành hoạt động không hiệu quả, có kết quả hoạt động thua lỗ và gặp khó khăn trong tài chính.

Quy mô (SIZE): Được tính bằng Logarithm tự nhiên của tổng tài sản có giá trị trung bình là 27,22, SIZE có giá trị lớn nhất là 31,08 và nhỏ nhất là 23,88.

Tỷ lệ nợ trên tổng tài sản (DAR): Có giá trị trung bình là 0,66 cho thấy các doanh nghiệp xây dựng sử dụng đòn bẩy nợ cao, giá trị DAR lớn nhất là 1,04 (âm vốn chủ sở hữu) và nhỏ nhất là 0,012. Chứng tỏ các công ty hoạt động trong ngành xây dựng phụ thuộc nhiều vào hình thức vay nợ, có nhiều công ty sử dụng đòn bẩy cao hầu hết các công ty này có kết quả kinh doanh thua lỗ liên tục trong giai đoạn nghiên cứu.

Tỷ lệ thanh khoản (CR): Có giá trị trung bình là 1,49 lần, tức là tài sản ngắn hạn mà các công ty xây dựng nắm giữ đủ khả năng chi trả cho 1,49 lần nợ ngắn hạn. Giá trị CR lớn nhất là 47,77 lần và thấp nhất là 0,26 lần.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu (SGR) của các công ty xây dựng qua các năm là 18%, chỉ tiêu lớn nhất là 2.587% và thấp nhất là -95%. Chỉ tiêu này tăng trưởng cao ở giai đoạn đầu nghiên cứu và có xu hướng giảm vào giai đoạn cuối nghiên cứu.

Chỉ số lạm phát (INFL) giai đoạn 2011-2020, mức lạm phát cao nhất là 18,58% vào năm 2011, mức thấp nhất là 0,63% năm 2015. Điều này cho thấy: Chính phủ đã thành công trong việc kiểm chế lạm phát, giúp doanh nghiệp an tâm về giá đầu vào cũng như đầu ra.

Tỷ lệ tăng trưởng (GDP) giữ ở mức ổn định, dao động trong khoảng 5% - 7%. Mức tăng trưởng bình quân của giai đoạn là 6,3%.

Tỷ giá hối đoái (USDRATE) nhìn chung giai đoạn 2011-2020, tỷ giá USD/VND đã phần nào ổn định hơn, chính sách điều hành tỷ giá của NHNN phù hợp với diễn biến thị trường hơn.

Chỉ số thị trường chứng khoán (VNINDEX): Giai đoạn 2011-2020 cho thấy sự phát triển đáng kể của thị trường, mức điểm cao nhất thị trường là 1.103,87 và mức thấp nhất là 351.

**Bảng 1: Đo lường các biến**

Biến	Mô tả	Tác giả
Tobin's Q	Tobin's Q = (Giá trị sổ sách của nợ + giá trị thị trường của nợ)/Giá trị sổ sách của tổng tài sản	Villalonga <sup>7</sup> , Gamayuni <sup>8</sup> , Ryan & Lucian <sup>18</sup> , Long <sup>19</sup>
P/B	P/B= Tỷ lệ giữa giá trị thị trường và giá trị sổ sách của cổ phiếu.	Saleh <sup>13</sup> , Ocak & Findik <sup>11</sup>
IA	Ln (Giá trị tài sản cố định vô hình)	Klock <sup>20</sup> , Daniel & Titman <sup>21</sup> , Erawati & Sudana <sup>22</sup> , Gamayuni <sup>8</sup>
SIZE	L (Tổng tài sản)	Nando & Ozouli <sup>9</sup> , Long <sup>19</sup>
DAR	Tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản	Haruman <sup>23</sup> , Soliha & Taswan <sup>24</sup> , Gamayuni <sup>8</sup>
CR	Tỷ lệ tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn	Martínez-Sola et al., <sup>25</sup> Gamayuni <sup>8</sup>
ROA	Tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản	Carlson & Bathala <sup>26</sup> , Suranta & Pratana <sup>27</sup> , Ulupui <sup>28</sup> , Yuniasih & Wirakusuma <sup>29</sup> , Gamayuni <sup>8</sup>
SGR	(Doanh thu t - Doanh thu t-1)/Doanh thu t-1	Eklund & Wiberg <sup>30</sup> , Long <sup>19</sup>
INFL	Tỷ lệ lạm phát	Nidianti <sup>31</sup> , Wadiran <sup>32</sup>
GDPGR	Tốc độ tăng trưởng GDP	Reddy <sup>33</sup> , Abedallat & Shahib <sup>34</sup>
USDRATE	(Tỷ giá t - Tỷ giá t-1)/ Tỷ giá t-1	Dornbusch & Fisher <sup>35</sup> , Branson <sup>36</sup> , Hernendias-toro <sup>37</sup> , Suyanto <sup>38</sup>
VNINDEX	Chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam cuối ngày 31/12	Bài viết đề xuất
UNEMP	Tỷ lệ thất nghiệp	Flannery & Protopapadakis <sup>39</sup> , Gonzalo & Taamouti <sup>40</sup> , Boyd et al., <sup>41</sup>

Nguồn: Tác giả tổng hợp

**Bảng 2: Mô tả thống kê dữ liệu**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Tobin's Q	710	0,89	0,18	0,38	2,09
P/B	710	0,685	0,48	-0,41	3,92
IA	710	73,03	455	0	6.006
SIZE	710	0,02	0,06	-0,57	0,38
DAR	710	27,21	1,37	23,88	31,08
CR	710	0,66	0,18	0,012	1,04
ROA	710	1,49	1,96	0,26	47,77
SGR	710	0,18	1,18	-0,95	25,87
INFL	10	0,0625	0,049	0,0063	0,1858
GDPGR	10	0,063	0,006	0,05	0,07
USDRATE	10	0,022	0,002	0,020	0,29
VNINDEX	10	21.532,4	1.171,45	18.932	23.155
UNEMP	10	638,19	218,1825	351,55	1.103, 87

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 14.0

### **Phân tích hệ số tương quan**

Với kết quả ở Bảng 3, cho thấy: Đa phần giữa các cặp biến độc lập có mối tương quan thấp. Điều này có thể nhận định rằng: Các biến trong mô hình chưa có dấu hiệu có hiện tượng đa cộng tuyến. Tuy nhiên, 1 số cặp biến có mối tương quan cao, như: GDPGR và VNINDEX; INFL và VNINDEX... nên bài viết cũng kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến.

### **Kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến**

Với kết quả ở Bảng 4, cho thấy giá trị VIF < 10. Kết luận: Các biến trong mô hình không có hiện tượng đa cộng tuyến.

### **Kiểm tra lựa chọn mô hình, hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan**

Kết luận: Căn cứ các kết quả kiểm định ở Bảng 5: Phương pháp FEM được lựa chọn cho cả 2 mô hình. Tuy nhiên, kết quả kiểm định ở Bảng 6 cho biết: Có hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan nên bài viết sử dụng ước lượng mô hình tác động cố định vững (FEM Robust) để khắc phục khuyết tật này. Vì vậy, kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu được thực hiện theo ước lượng này.

### **Kết quả hồi quy các mô hình**

- Kết quả Bảng 7, cho biết: Các biến có ý nghĩa thống kê: IA, DAR (mô hình 2), INFL, GDPGR, US-DRATE, UNEMP và VNINDEX nhưng chưa tìm đủ bằng chứng khoa học sự tác động của các biến SIZE, DAR (mô hình 1), CR, ROA, SGR đến giá trị doanh nghiệp.

- Để làm rõ kết quả nghiên cứu, bài viết đi vào phần thảo luận kết quả.

### **Thảo luận kết quả nghiên cứu**

#### **Đối với biến tài sản vô hình (IA)**

Từ các kết quả phân tích định lượng cho thấy: Hệ số hồi quy của biến IA trong 2 mô hình đều có tác động ngược chiều với giá trị doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Các kết quả này đã ủng hộ cho giả thuyết nghiên cứu: “Tài sản vô hình tác động tiêu cực (-) đến giá trị doanh nghiệp”.

Kết quả nghiên cứu này cũng cho biết, nó phù hợp với các lý thuyết về tài sản vô hình tác động đến giá trị doanh nghiệp. Một khi tỷ lệ tài sản vô hình chiếm tỷ lệ nhỏ trong cơ cấu tổng tài sản, hoặc doanh nghiệp đang ở giai đoạn đầu sử dụng tài sản vô hình, nó chưa phát huy vai trò của mình trong việc nâng cao giá trị doanh nghiệp cũng như thể hiện một tín hiệu tích cực đối với các nhà đầu tư trên thị trường.

Kết quả này được sự ủng hộ của một số nghiên cứu, như: Klock và Megna chứng minh rằng tài sản vô hình đóng góp vào giá trị Tobin's Q, tuy nhiên tài sản vô hình không thể giải thích hoàn toàn giá trị Tobin's Q, bởi vì có những yếu tố khác giải thích nó. Kết quả của nghiên cứu này hỗ trợ cho nghiên cứu trước đó (Berk et al.<sup>42</sup>; Carlson et al.,) cho rằng: Đầu tư vào tài sản cố định ảnh hưởng tiêu cực trong ngắn hạn đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả này lại không được ủng hộ của một số tác giả, như: Ferdaous và Rahman chỉ ra tác động hỗn hợp của tài sản vô hình đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, khi họ chỉ ra rằng: Ngay cả khi tài sản vô hình làm gia tăng đáng kể trong EPS của doanh nghiệp thì các doanh nghiệp không thể tối đa hóa tài sản của các cổ đông do hoạt động kém hiệu quả của doanh nghiệp trong thị trường chứng khoán của Bangladesh. Kết quả này mâu thuẫn với một số nghiên cứu cho rằng đầu tư sinh lời trên tài sản vô hình, đặc biệt là đầu tư vào R&D, có giá trị tích cực và ảnh hưởng đáng kể đến giá trị công ty (Kumar và Li; Anderson và Garcia-Feijoo). Kết quả của nghiên cứu cũng không thống nhất với nghiên cứu của Nando và Ozouli, Gamayuni cho rằng: Tài sản vô hình có ảnh hưởng tích cực và đáng kể đến hiệu quả hoạt động tài chính (ROA) và giá trị doanh nghiệp<sup>8-10,20,26,41,43,44</sup>.

Ngoài ra, kết quả này cũng cho biết rằng: Thực tế này cho thấy các công ty xây dựng ở Việt Nam có nhiều hạn chế trong việc phân bổ vốn cho việc đầu tư tài sản vô hình (phát triển sản phẩm), các nhà đầu tư cũng đánh giá thấp hoạt động này, do đó các công ty đại chúng ở Việt Nam có xu hướng bỏ qua việc đầu tư vào tài sản này. Điều này được ủng hộ bởi thực tế rằng mục tiêu của các nhà đầu tư trên thị trường vốn Việt Nam thường chốt lời theo định hướng ngắn hạn, thu lợi nhuận từ hoạt động mua bán ngắn hạn. Thực tế này được giải thích rằng đối với các công ty đầu tư tài sản cố định (trong đó có tài sản cố định vô hình), thông thường cần phải có quỹ hoặc vốn tương đối lớn, có thể huy động được từ cả bên trong và bên ngoài công ty. Hầu hết các công ty thích sử dụng vốn có sẵn của công ty như lợi nhuận giữ lại, do đó các công ty khi muốn đầu tư tài sản cố định sẽ có xu hướng cố gắng giữ thu nhập của họ càng nhiều càng tốt, bởi vì thu nhập giữ lại là một nguồn vốn giá rẻ. Ngoài ra, doanh nghiệp dùng thu nhập giữ lại để đầu tư nên cơ hội trả cổ tức bằng tiền mặt nhỏ hơn, điều này khiến các nhà đầu tư, nhất là các nhà đầu tư ngắn hạn bán ra cổ phiếu của các công ty đầu tư vào tài sản cố định, việc bán ra này, có thể làm giá cổ phiếu giảm và từ đó làm giảm giá trị doanh nghiệp. Các phản ứng tiêu cực nêu trên của các nhà đầu tư cũng có thể làm các nhà quản lý nản lòng khi thực hiện các dự án đầu tư tài

**Bảng 3: Kết quả hệ số tương quan Pearson (r)**

Biến	IA	P/B	SIZE	DAR	CR	ROA	SGR	INFL	GDPG	UNEM	USDR	VNINDEX
IA	1,00											
P/B	0,10	1,00										
SIZE	0,30	0,06	1,00									
DAR	0,03	-0,03	0,46	1,00								
CR	-0,03	-0,00	-0,21	0,46	1,00							
ROA	0,03	0,19	-0,03	-0,24	0,02	1,00						
SGR	0,01	0,04	-0,002	-0,05	-0,018	0,13	1,00					
INFL	-0,06	-0,01	-0,07	-0,01	-0,03	0,11	0,01	1,00				
GDPG	0,07	0,24	0,05	-0,05	0,008	0,03	0,06	-0,3	1,00			
UNEM	-0,04	0,37	-0,05	-0,01	-0,01	0,17	0,07	0,39	0,31	1,00		
USDR	0,09	-0,2	0,10	-0,02	0,07	-0,14	-0,03	-0,64	0,41	-0,66	1,00	
VNINDEX	0,09	0,05	0,09	-0,04	0,09	-0,07	-0,00	-0,62	0,72	-0,25	0,78	1,00

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 14.0

**Bảng 4: Kết quả kiểm định hiện tượng đa cộng tuyến**

Variable	IA	SIZE	DAR	CR	ROA	SGR	INFL	GDPGR	USDRA	VNIND	UNEMP
VIF	1,12	1,45	1,61	1,21	1,14	1,02	1,85	5,95	8,67	6,09	6,38

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 14.0

**Bảng 5: Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình**

Mô hình	Kiểm định	Thống kê	Kết quả
1	F-test (Pooled OLS và FEM)	Prob>F = 0,0000	FEM
	Hausman test (FEM và REM)	Prob>chi2 = 0,0000	FEM
2	F-test (Pooled OLS và FEM)	Prob>F = 0,0000	FEM
	Hausman test (FEM và REM)	Prob>chi2 = 0,0000	FEM

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 14.0

**Bảng 6: Kết quả kiểm định hiện tượng phương sai thay đổi và tự tương quan**

Mô hình	Kiểm định	Thống kê	Kết quả
1	Phương sai thay đổi (Wald)	Prob > chi2 = 0,0000 < $\alpha$ = 1%	Có hiện tượng phương sai thay đổi
	Tự tương quan (Wooldrige)	Prob > F = 0,0001 < $\alpha$ = 5%	Có hiện tượng tự tương quan
2	Phương sai thay đổi (Wald)	Prob > chi2 = 0,0000 < $\alpha$ = 1%	Có hiện tượng phương sai thay đổi
	Tự tương quan (Wooldrige)	Prob > F = 0,0000 < $\alpha$ = 5%	Có hiện tượng tự tương quan

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 14.0

sản cố định vô hình dẫn tới việc hạn chế đầu tư hoặc đầu tư không hiệu quả.

### Đối với biến lạm phát (INFL)

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của biến tỷ lệ lạm phát (INFL) trong mô hình (1) và (2) đều cho kết quả: Tỷ lệ lạm phát có tác động tiêu cực (-) đến giá trị doanh nghiệp với độ tin cậy đều là 99%. Kết quả này chỉ ra rằng: Khi tỷ lệ lạm phát càng cao, giá trị doanh nghiệp càng giảm và ngược lại. Điều này cho biết: Khi lạm phát gia tăng làm tăng chi phí đầu vào của công ty làm ảnh hưởng đến lợi nhuận và cũng gián tiếp khiến cổ phiếu của công ty bị giảm giá (Thuy và Duong). Ở nửa khoảng thời gian đầu của giai đoạn nghiên cứu, tỷ lệ lạm phát ở Việt Nam ở mức 2 con số, lạm phát thuộc loại cao nhất trên khu vực và thế giới. Giai đoạn này hàng loạt các chi phí gia tăng (chi phí nguyên vật liệu, chi phí lãi vay) làm giảm sút hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp xây dựng dẫn tới giá trị doanh nghiệp suy giảm. Tuy nhiên, sau đó tỷ lệ lạm phát đã được kiểm soát ở mức 3% đến 4% góp phần ổn định kinh tế cũng như hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp. Kết quả nghiên cứu này được sự ủng hộ của Mukharjee và Naka, Udegbunam và Eriki, Kieu và Diep<sup>45-48</sup>.

### Đối với biến tăng trưởng GDP (GDPGR)

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của biến tỷ lệ tăng trưởng GDP (GDPGR) trong mô hình (1) và (2) đều cho kết quả đồng nhất: Tỷ lệ tăng trưởng GDP có tác động dương (+) đến giá trị doanh nghiệp với độ tin cậy cao, lần lượt là 90% và 95%. Điều này có nghĩa là khi GDP tăng lên, giá trị doanh nghiệp cũng tăng theo và ngược lại.

Trong giai đoạn nghiên cứu, tỷ lệ tăng trưởng GDP tương đối ổn định ở mức 5% đến 7%, tức là khi kinh tế tăng trưởng cao, các doanh nghiệp sẽ tăng cường hoạt động sản xuất kinh doanh và hoạt động đầu tư và chính điều này dẫn đến nhu cầu xây dựng từ đó tăng

lên tạo nhiều thuận lợi cho ngành xây dựng có hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh và giá trị doanh nghiệp ngày càng cao hơn. Kết quả nghiên cứu này được sự ủng hộ bởi nghiên cứu của Nisa và Nishat, Adaramola khi họ chỉ ra rằng: GDP có tác động cùng chiều đến giá cổ phiếu và gián tiếp có tác động tích cực đến giá trị doanh nghiệp<sup>49,50</sup>.

### Đối với biến tỷ giá hối đoái (USDRATE)

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của biến tỷ giá (USDRATE) trong mô hình (1) và (2) đều cho kết quả: Tỷ lệ lạm phát có tác động âm (-) đến giá trị doanh nghiệp và có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Kết quả này cho biết: Tỷ giá hối đoái càng cao, giá trị doanh nghiệp càng giảm và ngược lại.

Biến tỷ giá USDRATE có mối quan hệ ngược chiều với giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q và P/B) tuy nhiên với hệ số tác động không đáng kể. Điều này có thể giải thích bởi các hoạt động của các doanh nghiệp xây dựng thường ít liên quan đến yếu tố ngoại tệ nên ít chịu ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá tuy nhiên vẫn chịu ảnh hưởng chung do tác động của tỷ giá lên thị trường chứng khoán. Kết quả nghiên cứu phù hợp với nghiên cứu của Suyanto, Branson cho thấy: Tác động tỷ giá hối đoái tiêu cực đáng kể đối với giá cổ phiếu và không thống nhất với kết quả của Dornbusch và Fisher cho rằng: Tỷ giá hối đoái tác động tích cực đáng kể đến giá trị cổ phiếu (giá trị doanh nghiệp)<sup>35,36,38</sup>.

### Đối với biến chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam (VNINDEX)

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của biến chỉ số thị trường chứng khoán (VNINDEX) trong mô hình (1) và (2) đều cho kết quả tương tự nhau: Chỉ số thị trường chứng khoán có tác động dương (+) đến giá trị doanh nghiệp với độ tin cậy cao, lần lượt đều là 99% và 95%. Kết quả này có nghĩa rằng chỉ số VNINDEX càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng tăng và ngược lại



**Bảng 7: Tổng hợp kết quả hồi quy của 2 mô hình bằng Pooled OLS, FEM, REM và FEM robust**

Biến	Mô hình 1				Mô hình 2			
	Pooled OLS	FEM	REM	FEM robust	Pooled OLS	FEM	REM	FEM robust
IA	2,94.10-14**	-0,65.10-14***	-1,86.10-14	-0,65.10-14***	9.10-14**	-1,83. 10-14***	-4,68. 10-14	-1,83.10-13***
SIZE	0,00778	0,0187	0,0137*	0,0187	0,0200	0,0646	0,0400*	0,0646
DAR	0,291***	0,149**	0,224***	0,149	-0,0502	-0,657***	-0,325**	-0,657**
CR	-0,00268	-0,00267	-0,00237	-0,00267	-0,000575	-0,00711	-0,00385	-0,00711
ROA	0,364***	0,0516	0,156	0,0516	1,000***	0,0627	0,388	0,0627
SGR	0,00217	0,00456	0,00378	0,00456	-0,00416	0,00234	-0,000152	0,00234
INFL	-0,521***	-0,519***	-0,517***	-0,519***	-1,515***	-1,523***	-1,508***	-1,523***
GDPGR	2,699	2,675	2,686	2,675*	10,45*	10,25**	10,39**	10,25**
USDRATE	-4,37.10-05***	-4,42.10-05***	-4,41.10-05***	-4,42.10-05***	-0,000127***	-0,000129***	-0,000128***	-0,000129***
VNINDEX	0,000129*	0,000135**	0,000132**	0,000135***	0,000296	0,000308**	0,000305*	0,000308**
UNEMP	14,91**	15,85***	15,53***	15,85***	39,53**	42,71***	41,49***	42,71***
Constant	0,870**	0,667	0,754**	0,667	1,243	0,445	0,888	0,445
Observations	710	710	710	710	710	710	710	710
R-squared	26,6%	25,9%	25,03%	25,9%	20,8%	27,5%	26,4%	27,5%

Nguồn: Kết quả phân tích từ phần mềm STATA 14.0

Ghi chú: \*, \*\*, \*\*\* tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5%, 1%. Giá trị thống kê t trong ()

Biến chỉ số VNINDEX có mối quan hệ tích cực với giá trị doanh nghiệp (Tobin's Q và P/B). Chỉ số chứng khoán phản ánh sức khỏe của chính các doanh nghiệp tham gia huy động vốn trên thị trường cũng như sức khỏe nền kinh tế. Khi thị trường chứng khoán tăng trưởng, vốn đầu tư vào thị trường lớn trực tiếp làm tăng giá cổ phiếu, mặt khác các doanh nghiệp thuận lợi hơn trong việc huy động vốn từ đó có cơ hội mở rộng kinh doanh nên nhu cầu về xây dựng và đầu tư tài sản cố định tăng lên thúc đẩy hoạt động ngành xây dựng.

### **Đối với biến tỷ lệ thất nghiệp (UNEMP)**

Kết quả nghiên cứu thực nghiệm của biến tỷ lệ thất nghiệp (UNEMP) trong mô hình (1) và (2) đều cho kết quả: Tỷ lệ thất nghiệp có tác động cùng chiều (+) với giá trị doanh nghiệp với độ tin cậy đều là 99%. Kết quả này có nghĩa rằng, trong giai đoạn nghiên cứu, tỷ lệ thất nghiệp càng cao thì giá trị doanh nghiệp càng tăng.

Cùng với tỷ lệ tăng trưởng GDP ổn định, tỷ lệ thất nghiệp ở nước ta luôn ở mức thấp khoảng 2% và tỷ lệ thất nghiệp cũng có tác động tích cực giá trị doanh nghiệp. Kết quả trên phù hợp với nghiên cứu của Gonzalo và Taamouti tỷ lệ thất nghiệp dự kiến tăng ảnh hưởng đến giá cổ phiếu và giá trị doanh nghiệp, tuy nhiên nhưng đó là tác động gián tiếp do chính sách giảm lãi suất của Fed khi tỷ lệ thất nghiệp tăng từ đó làm tăng giá thị trường chứng khoán. Flannery và Protopapadakis cũng chỉ ra rằng: Tỷ lệ thất nghiệp không ảnh hưởng đến giá trị trung bình mà là phương sai của lợi nhuận cổ phiếu. Boyd và cộng sự lại chỉ ra rằng: Một thông tin về tỷ lệ thất nghiệp gia tăng nói chung có tác động không thống nhất trong các giai đoạn kinh tế khác nhau, là một tin tốt cho cổ phiếu trong quá trình mở rộng kinh tế và là tin tức xấu trong quá trình suy thoái kinh tế<sup>39-41</sup>.

## **KẾT LUẬN, HÀM Ý CHÍNH SÁCH VÀ HẠN CHẾ**

### **Kết luận**

Với mục tiêu tập trung làm rõ tác động của tài sản vô hình tới giá trị doanh nghiệp bằng hai biến Tobin's Q và P/B để từ đó đề xuất các hàm ý chính sách nhằm nâng cao giá trị doanh nghiệp ngành xây dựng ở Việt Nam. Bài nghiên cứu đã sử dụng một bộ dữ liệu bao gồm 710 quan sát theo năm của 71 công ty xây dựng được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán ở Việt Nam trong giai đoạn 2011 - 2020 với phương pháp mô hình tác động cố định - ước lượng vững sau khi thực hiện các kiểm định cần thiết.

Kết quả hồi quy cho thấy rằng: Yếu tố bên trong doanh nghiệp: Đầu tư vào tài sản vô hình có ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị của công ty xây dựng, điều này chỉ ra rằng: Doanh nghiệp đầu tư vào tài sản cố định vô hình chưa đủ lớn sẽ dẫn đến sụt giảm giá trị doanh nghiệp. Lý do là chi tiêu vốn, như một tín hiệu của công ty có thể không trả cổ tức bằng tiền mặt vì hầu hết các lợi nhuận sẽ được sử dụng để đầu tư vào tài sản vô hình. Do đó, các nhà đầu tư có xu hướng bán bớt cổ phiếu của các công ty đầu tư nhiều và chuyển chúng sang cổ phiếu của các công ty ổn định khác. Ngoài ra, biến hệ số đòn bẩy (DAR) có tác động đến giá trị doanh nghiệp (tác động tiêu cực) với mức độ tin cậy trên 95% trong trường hợp P/B đại diện cho giá trị doanh nghiệp nhưng lại không có ý nghĩa khi Tobin's Q đại diện cho giá trị doanh nghiệp. Thêm nữa, kết quả nghiên cứu cũng cho ra rằng: Các nhân tố bên ngoài, bao gồm: Tăng trưởng GDP (GDPGR), tỷ lệ thất nghiệp (UNEMP), tỷ giá hối đoái (USDRATE), chỉ số thị trường chứng khoán Việt Nam (VNINDEX), lạm phát (INFL) đều có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp của các doanh nghiệp xây dựng với cả 2 biến phụ thuộc: Tobin's Q và P/B.

Kết quả nghiên cứu cũng cho biết: Chưa tìm đủ bằng chứng khoa học về sự tác động của biến SIZE, CR, ROA, SGR đến giá trị doanh nghiệp.

### **Hàm ý chính sách**

#### *Đối với biến tài sản vô hình*

Kết quả của mô hình hồi quy cho thấy rằng đầu tư vào tài sản cố định vô hình có một ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị của công ty ngành xây dựng, chính vì vậy ngoài việc quản lý công ty, mọi quyết định đầu tư vào tài sản phải cần được xem xét thận trọng để giảm thiểu tác động tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Nhưng các doanh nghiệp cũng không nên vì tác động ngắn hạn mà bỏ qua những giá trị dài hạn của việc đầu tư tài sản vô hình. Công ty cần tính toán tỷ trọng và phương án đầu tư vào tài sản nói chung và tài sản vô hình nói riêng một cách hợp lý để tối đa hóa hiệu quả và giá trị doanh nghiệp thu được trên cơ sở tình hình tài chính thực tế tại các công ty. Các công ty cần tính toán tỷ lệ hợp lý trong cơ cấu nguồn vốn, không nên lạm dụng nợ ngắn hạn để tài trợ cho tài sản sử dụng trong dài hạn gây tình trạng mất cân đối nguồn, tránh cho công ty phải chịu các rủi ro như mất khả năng thanh toán, rủi ro pháp lý hay giảm hiệu quả hoạt động do chi phí lãi vay tăng cao với mục tiêu làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

#### *Đối với các biến vĩ mô*

Đây là những biến số thuộc về môi trường vĩ mô, hoạt động dưới tác động của thị trường kết hợp với sự điều

hành của Chính phủ và các cơ quan hữu quan. Do vậy, Chính phủ cần phải luôn duy trì môi trường kinh tế vĩ mô ổn định, tạo điều kiện thuận lợi, kích thích các hoạt động kinh tế và duy trì sự ổn định kinh tế thể hiện qua tỷ lệ lạm phát thấp, tăng trưởng kinh tế cao và tỷ lệ thất nghiệp thấp nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho doanh nghiệp hoạt động phát triển và tạo tiền đề cho hoạt động thị trường chứng khoán ổn định. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp xây dựng cần đặc biệt quan tâm đến các diễn biến hàng ngày của thị trường để có những sự điều chỉnh kịp thời về các chính sách kinh doanh. Trong mỗi giai đoạn thị trường khác nhau, các doanh nghiệp cần xây dựng những kịch bản hoạt động khác nhau để có thể ứng biến với sự thay đổi không ngừng của nền kinh tế, luôn chuẩn bị sẵn những nguồn lực cần thiết để chủ động với những cơ hội hay thách thức xảy ra trên thị trường, cũng sự các biến động của nền kinh tế thế giới.

### Hạn chế và đề nghị

Do bài viết này chỉ tập trung vào các DN niêm yết trên HSX và HNX trong giai đoạn từ 2011-2020, vì vậy, kết quả nghiên cứu có thể chưa bao quát hết toàn bộ các DN đã niêm yết. Theo tác giả, để khắc phục hạn chế trên, bài viết có thể mở rộng thêm đối tượng nghiên cứu: Các DN niêm yết trên HSX, HNX và các doanh nghiệp cổ phần niêm yết trên UPCOM hay toàn bộ các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

### DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

Pooled OLS: Bình phương nhỏ nhất gộp  
FEM: Mô hình tác động cố định  
REM: Mô hình tác động ngẫu nhiên  
FEM Robust: FEM ước lượng vững  
IA: Tài sản hữu hình  
DAR: Tỷ lệ nợ trên tài sản  
INFL: Lạm phát  
USD RATE: Tỷ giá hối đoái  
Tobin's Q: Hệ số Tobin's Q  
P/B: Tỷ lệ giá trị thị trường so giá trị sổ sách của cổ phiếu  
GDPGR: Tăng trưởng tổng sản phẩm quốc nội  
UNEMP: Tỷ lệ thất nghiệp  
VNINDEX: Chỉ số thị trường chứng khoán  
SIZE: Quy mô doanh nghiệp  
CR: Tính thanh khoản  
SGR: Tăng trưởng doanh thu  
ROA: Tỷ suất sinh lời trên tài sản  
EVA: Giá trị kinh tế gia tăng  
P/E: Giá cổ phiếu so với thu nhập trên 1 cổ phiếu  
GTDN, FV: Giá trị doanh nghiệp  
DN: Doanh nghiệp

HSX: Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM  
HNX: Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội  
R&D: Nghiên cứu và phát triển  
UPCOM: Thị trường của những công ty đại chúng chưa niêm yết

### XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Nhóm tác giả xin cam đoan rằng không có bất kỳ xung đột lợi ích nào trong công bố bài báo.

### ĐÓNG GÓP CỦA TÁC GIẢ

Bài báo: Tác động tài sản vô hình đến giá trị doanh nghiệp: Trường hợp các doanh nghiệp xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nhóm tác giả chịu trách nhiệm toàn bộ nội dung thu thập số liệu và thực hiện hồi quy, phân tích và viết kết quả nghiên cứu, kết luận.

Tác giả Võ Minh Long thực hiện các nội dung: Tóm tắt; Dịch sang tiếng Anh; Tổng hợp lý thuyết; Viết phương pháp nghiên cứu; Hồi quy và viết kết quả nghiên cứu và thảo luận kết quả nghiên cứu, Viết kết luận, hàm ý chính sách và hạn chế.

Tác giả Võ Kim Yến thực hiện các nội dung: Giới thiệu; Viết phương pháp nghiên cứu; Hồi quy và viết kết quả nghiên cứu và thảo luận kết quả nghiên cứu; Viết kết luận, hàm ý chính sách và hạn chế; Tài liệu tham khảo.

Tác giả Phan Thị Minh Huệ thực hiện các nội dung: Hồi quy và viết kết quả nghiên cứu và thảo luận kết quả nghiên cứu; Danh mục từ viết tắt.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Marr B, Schiuma G. Measuring and managing intellectual capital and knowledge assets in new economy organisations; 2001;.
2. Sveiby KE. Measuring intangibles and intellectual capital: an emerging first standard; 1998;.
3. Brinker B. Intellectual capital: asset tomorrows, Today's challenge; 2000; Available from: <http://www.cpavision.org/vision/wpaper05b.cfm>.
4. Ehrhardt M, Brigham E. Corporate finance - A focused approach. 1st ed. Mason: Thomson; 2003. p. 121;.
5. Bình LT. Evaluating intangible asset using panel data. Applying for Vietnam listed companies. Master's theses. 2014;.
6. Minh Quoc Binh Q, Minh Ha N, Thi Huyen Trang N. Application of an intangible asset valuation model using panel data for listed enterprises in Vietnam. Invest Manag Financ Innov. 2020;17(1):304-16; Available from: [https://doi.org/10.21511/imfi.17\(1\).2020.26](https://doi.org/10.21511/imfi.17(1).2020.26).
7. Villalonga B. Intangible resources, Tobin's Q, and sustainability of performance differences. J Econ Behav Organ. 2003;54:205-30; Available from: <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2003.07.001>.
8. Gamayuni RR. The effect of intangible asset, financial performance and financial policies on the firm value. Int J Sci Technol Res. 2015;4(1):202-12;.
9. Nando IC, Ozouli CN. Evaluating the effect of intangible assets on economic value added of selected manufacturing firms in Nigeria. Eur J Bus Manag. 2016;8(15):174-81;.

10. Ferdaous J, Rahman MM. The effects of intangible assets on firm performance: an empirical investigation on selective listed manufacturing firms in DSE, Bangladesh. *Am J Bus.* 2019;34(3/4):148-68; Available from: <https://doi.org/10.1108/AJB-11-2018-0065>.
11. Ocak M, Findik D. The impact of intangible assets and sub-components of intangible assets on sustainable growth and firm value: evidence from Turkish listed firms. *Sustainability.* 2019;11(19); Available from: <https://doi.org/10.3390/su11195359>.
12. Mohammed ZO, Al Ani MKA. The effect of intangible assets, financial performance and financial policies on the firm value: evidence from Omani industrial sector. *Contemp Econ.* 2020;14(3):379-91; Available from: <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.411>.
13. Saleh M. Impacts of tangible and intangible asset investment on value of manufacturing companies listed on the Indonesia stock exchange. *Arch Bus Res.* 2018;6(10):402-14; Available from: <https://doi.org/10.14738/abr.610.5374>.
14. Spence M. Job market signaling. *Q J Econ.* 1973;87(3):355-74; Available from: <https://doi.org/10.2307/1882010>.
15. Dung HV. Các yếu tố ảnh hưởng đến giá trị kinh tế tăng thêm của các doanh nghiệp niêm yết. *Tạp Chí Tài Chính.* 2017;661:48-50.
16. Glova J, Mrazkova S. Impact of intangibles on firm value: an empirical evidence from European public companies. *Ekonomický Časopis.* 2018;66(6):665-80.
17. Nhung DH, Nha PVT. 'Analysis of influential factors of intangible asset valuation: an empirical study for vietnamese seafood manufacturing listed companies'. *South-East Asia Journal of Contemporary Business. Econ Law.* 2018;17(5):55-66.
18. Ryan HP, Lucian AT. Intangible capital and the investment-q relation. *J Financ Econ (JFE).* 2016.
19. Long VM. Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và giá trị doanh nghiệp: trường hợp công ty niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX). *Tạp chí Khoa học Đại học Mở TP. HCM.* 2017;12(1):180-92.
20. Klock M, Megna P. The impact of intangible capital on Tobin's Q in the semiconductor industry. *Am Econ Rev.* 1993;83(2):265-9.
21. Daniel K, Titman AS. Market reactions to tangible and intangible information. 2005; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00884.x>.
22. Erawati NMA, Sudana IP. Intangible assets, company values, and financial performance; 2005.
23. Haruman T. Effect of financial decisions and institutional ownership on corporate value (case study in A manufacturing company listing on the JSE). *PPM management research.* 2007.
24. Soliha E, Taswan S. The Influence of Debt Policy on firm Value and Several Factors Affecting. *J Bus Econ.* 2002;9(2):149-63.
25. Martínez-Sola C, García-Teruel PJ, Martínez-Solano P. Corporate cash holding and firm value. *Appl Econ.* 2013;45(2):161-70; Available from: <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.595696>.
26. Carlson M, Fisher A, Giammariono R. Coporate investment and asset prices dynamics: implications for the cross-section of returns. *The J Dornbusch Fin.* 2006;61:1009-34; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00865.x>.
27. Suranta E, Pratana PM. Income smoothing, Tobin's Q, agency problems and company performance. Paper Presented at the National Acc Symposium VII; 2004.
28. Ulupui I. Analysis of the effect of liquidity ratios, leverage, activity, and profitability on stock returns: study on food and beverage companies in the consumer goods industry category on the JSE. *J Acc Bus.* 2007;2(1):88-102.
29. Yuniasih NW, Wirakusuma MG. Effect of Financial Performance on the Corporate Value Disclosure of Corporate Social Responsibility and Good Corporate Governance as moderating variables. *Sci J Acc Bus.* 2007;4(1).
30. Eklund JE, Wiberg D. R&D and the persistence of profits. *IUP J Manag Econ.* 2008;6(2):40-53.
31. Nidianti PI. The Influence of the Company's Internal and External Factors on the Stock Return of Food and Beverages in Indonesia stock exchange. *Udayana Univ Acc J.* 2013;5(1):130-46.
32. Wadiran MM. Factors - factors affecting expected return Saham Pada Pertambangan Batu Bara listed on the stock exchange period 2007-2011. *J EMBA.* 2013;1(3):1129-39.
33. Reddy DV. Impact of inflation and GDP on stock market returns in India. *Int J Adv Res Manag Soc Sci.* 2012;6:120-36.
34. Abedallat AZ, Shahib DK. Impact of the investment and gross domestic product on the Amman stock exchange index. *Invest Manag Financ Innov.* 2012;9(3):130-46.
35. Dornbusch R, Fisher S. Exchange rates and the current account. *Am Econ Rev.* 1980;70(5):960-71.
36. Branson WH. Chapter 1. Macroeconomic determinants of real exchange risk. In: Herring RJ, editor *Managening foreign exchange risk.* Cambridge: Cambridge University Press; 1983.
37. Hernendiastoro A. The effect of corporate performance and stock return against economic condition with case study method padas Intervalling AHAM LQ 45. *Tests. Semarang: Diponegoro University.* 2005.
38. Suyanto. Analysis of effect of exchange value, interest rates and inflation on stock returns in the property sector listed on the Jakarta stock exchange year 2001-2005. *Tests. Semarang: Diponegoro University.* 2007.
39. Flannery MJ, Protopapadakis AA. Macroeconomic factors do influence aggregate stock returns. *Rev Financ Stud.* 2002;15(3):751-82; Available from: <https://doi.org/10.1093/rfs/15.3.751>.
40. Gonzalo J, Taamouti A. The reaction of stock market returns to unemployment. *Stud Nonlinear Dyn Econ.* 2017;21(4); Available from: <https://doi.org/10.1515/snde-2015-0078>.
41. Boyd JH, Hu J, Jagannathan R. The stock market's reaction to unemployment news: why bad news is usually Good for stocks. *J Fin.* 2005;60(2):649-72; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00742.x>.
42. Berk JB, Green RC, Naik V. Optimal investment, growth options, and security returns. *J Fin.* 1999;45:1513-607; Available from: <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00161>.
43. Kumar P, Li D. Capital Investment, innovative capacity, and stock returns. *J Fin.* 2016;71(5):2059-94; Available from: <https://doi.org/10.1111/jofi.12419>.
44. Anderson CW, Garcia-feijóo L. Emperical evidence on capital investment, growth options, and security returns. *J Fin.* 2006;61(1):171-94; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00833.x>.
45. Thuy TTT, Duong VTT. Sự tác động của các nhân tố kinh tế vĩ mô đến các chỉ số giá cổ phiếu tại HOSE. *Tạp Chí Phát Triển và Hội Nhập.* 2015;24(34):59-67.
46. Mukherjee TK, Naka A. Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: an application of a vector error correction model. *J Financ Res.* 1995;18(2):223-37; Available from: <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1995.tb00563.x>.
47. Udegbonun RI, Eriki PO. Inflation and stock price behaviour: evidence from Nigerian stock market. *Journal of Financial Management and Analysis. Int Rev Fin.* 2001;14(1):1-10.
48. Kieu NM, Diep NV. Quan hệ giữa các yếu tố kinh tế vĩ mô và biến động thị trường chứng khoán: bằng chứng nghiên cứu từ thị trường Việt Nam. *Tạp Chí Phát Triển Khoa Học và Công Nghệ.* 2013;6(3):86-100.
49. Nisa M, Nishat M. The determinants of stock prices in Pakistan. *Asian Econ Financ Rev.* 2012;1(4):276-91.
50. Adaramola AO. Macroeconomic indicators on stock prices in Nigeria. *Dev Ctry Stud.* 2011;1(2).

# The effect of intangible assets on the firm value: The case of construction companies listed on the stock market of Vietnam

Vo Minh Long<sup>1,\*</sup>, Vo Kim Yen<sup>2</sup>, Phan Thi Minh Hue<sup>3</sup>



Use your smartphone to scan this QR code and download this article

## ABSTRACT

This study examines the impact of intangible assets on the firm value of the construction industry listed on the Vietnam stock market with panel data of 71 companies from 2011 to 2020. The paper uses estimation methods, such as Pooled Least Squares (Pooled OLS), fixed effects model (FEM), and random effects model (REM) but in the end, the article uses FEM robust after performing the tests, such as: F test, Lagrange multiplier test, Hausman test, multicollinearity, homoscedasticity as well as autocorrelation. The research results show that: Tangible assets (IA), debt-to-asset ratio (DAR), inflation (INFL), the exchange rate (USDRATE) have a negative impact on firm value with high reliability, represented by two criteria: Tobin's Q; P/B but variables: GDP growth (GDPGR); unemployment rate (UNEMP), stock market index (VNINDEX) give opposite results. Besides, the research results also show that: There is no scientific evidence on the impact of firm size (SIZE), liquidity (CR), revenue growth (SGR), and return on assets (ROA) on firm value. This research result is the basis for the article to make policy implications increasing firm value.

**Key words:** Intangible, Firm Value, Tobin's Q, P/B

<sup>1</sup>Hochiminh City Open University, Vietnam

<sup>2</sup>Vietinbank - Branch 8, Hochiminh City, Vietnam

<sup>3</sup>Hochiminh City Open University, Vietnam

## Correspondence

**Vo Minh Long**, Hochiminh City Open University, Vietnam

Email: Long.vm@ou.edu.vn

## History

- Received: 22-02-2022
- Accepted: 20-9-2022
- Published: 15-10-2022

DOI : 10.32508/stdjelm.v6i3.1018



## Copyright

© VNUHCM Press. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International license.



**Cite this article :** Long V M, Yen V K, Hue P T M. **The effect of intangible assets on the firm value: The case of construction companies listed on the stock market of Vietnam.** *Sci. Tech. Dev. J. - Eco. Law Manag.*; 2022, 6(3):3216-3228.