
TÁC ĐỘNG CỦA HIỆU QUẢ VỐN NHÂN LỰC VÀ VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA NĂNG LỰC THỂ CHẾ CẤP TỈNH ĐẾN HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT NIÊM YẾT Ở VIỆT NAM

Nguyễn Kiều Hoa

Trường Đại học Tài nguyên và Môi trường Hà Nội

Email: nkhoa@hunre.edu.vn

Phạm Huy Hùng*

Trường Đại học Tài nguyên và Môi trường Hà Nội

Email: phamhuyhung0302@gmail.com

Mã bài báo: JED- 2647

Ngày nhận: 04/09/2025

Ngày nhận bản sửa: 22/09/2025

Ngày duyệt đăng: 03/10/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2647

Tóm tắt

Nghiên cứu này kiểm định vai trò điều tiết của năng lực thể chế cấp tỉnh (PCI) trong mối quan hệ giữa hiệu quả vốn nhân lực (HCE) và hiệu quả tài chính (FP) của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết tại Việt Nam. Sử dụng dữ liệu bảng của 225 doanh nghiệp giai đoạn 2015-2024, nghiên cứu áp dụng mô hình Hiệu ứng Cố định (FEM) với biến trễ PCI (PCI_{jt-1}) và các kiểm định độ vững chắc. Kết quả khẳng định HCE có tác động tích cực đến FP, nhưng phát hiện cốt lõi là PCI đóng vai trò điều tiết tiêu cực, làm suy yếu mối quan hệ này, chủ yếu do áp lực từ chỉ số “Cạnh tranh bình đẳng” và “Tính minh bạch”. Kết quả này hàm ý rằng các nhà quản trị cần cân nhắc giữa lợi ích thể chế và áp lực cạnh tranh, trong khi các nhà hoạch định chính sách cần song hành cải thiện PCI với việc nâng cao năng lực nội tại cho doanh nghiệp.

Từ khóa: Chỉ số năng lực cạnh tranh cấp tỉnh, hiệu quả vốn nhân lực, hiệu quả tài chính, PCI.

Mã JEL: J24, L25, O17, R11

The Impact of Human Capital Efficiency and the Moderating Role of Provincial Institutional Capacity on the Financial Performance of Listed Manufacturing Firms in Vietnam

Abstract:

This study examines the moderating role of provincial institutional capacity (PCI) in the relationship between human capital efficiency (HCE) and financial performance (FP) for listed manufacturing firms in Vietnam. Using panel data from 225 firms over the 2015-2024 period, the study applies a Fixed Effects Model (FEM) with a lagged PCI (PCI_{jt-1}) and rigorous robustness checks. The results confirm that HCE positively impacts FP, but the core finding is that PCI plays a negative moderating role, weakening this relationship, primarily due to pressures from the “Fair Competition” and “Transparency” sub-indices. These findings imply that managers must trade off institutional benefits against competitive pressures, while policymakers should complement PCI improvements with policies that enhance firms’ internal capabilities.

Keywords: Provincial Competitiveness Index, human capital efficiency, financial performance, PCI.

JEL Codes: J24, L25, O17, R11

1. Giới thiệu

Trong bối cảnh Việt Nam hội nhập sâu rộng vào nền kinh tế toàn cầu, khu vực doanh nghiệp sản xuất tiếp tục đóng vai trò là xương sống của tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, lợi thế cạnh tranh truyền thống dựa trên lao động chi phí thấp và tài sản hữu hình đang dần bị suy giảm trước sự phát triển của nền kinh tế tri thức. Theo Quan điểm Dựa trên Nguồn lực (RBV), lợi thế cạnh tranh bền vững ngày nay chủ yếu đến từ các nguồn lực nội tại có giá trị, hiếm và khó bắt chước (Barney, 1991). Trong số đó, vốn nhân lực - bao gồm kiến thức, kỹ năng và sự sáng tạo của người lao động - được công nhận là một trong những tài sản vô hình quan trọng nhất. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đã chứng minh rằng việc quản lý và sử dụng HCE, thường được đo lường qua mô hình Giá trị Gia tăng Trí tuệ (VAICTM) và thành phần HCE có tác động tích cực đến FP của doanh nghiệp (Pulic, 2000; Chen & cộng sự, 2005; Ognjanović & cộng sự, 2023).

Tuy nhiên, hoạt động của doanh nghiệp không thể tách rời khỏi bối cảnh mà nó vận hành. Theo Lý thuyết Thể chế, kết quả của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng sâu sắc bởi môi trường thể chế nơi họ đặt trụ sở (North, 1990). Tại Việt Nam, sự khác biệt đáng kể về chất lượng điều hành kinh tế và môi trường kinh doanh giữa các tỉnh, thành phố được ghi nhận hàng năm qua Chỉ số PCI (VCCI & USAID, 2023), đã tạo ra một nền tảng thực nghiệm phong phú. Sự phân hóa này cho phép các nhà nghiên cứu kiểm định một cách có hệ thống cách thức các nguồn lực nội tại của doanh nghiệp tương tác với bối cảnh thể chế bên ngoài. Một số nghiên cứu đã bắt đầu khám phá mối liên hệ này nhưng thường ngầm giả định rằng một môi trường thể chế tốt hơn sẽ luôn đóng vai trò là “chất xúc tác” tích cực, giúp tăng cường lợi ích từ các nguồn lực nội tại như vốn nhân lực (Iroth & cộng sự, 2023).

Đóng góp chính của nghiên cứu này là đề xuất và kiểm định một góc nhìn phức tạp hơn về mối quan hệ tương tác này. Chúng tôi đưa ra giả thuyết rằng, bên cạnh vai trò xúc tác tích cực đã được thừa nhận, một môi trường thể chế chất lượng cao cũng có thể tồn tại những cơ chế tác động tiêu cực tiềm ẩn. Cụ thể, nghiên cứu này sẽ kiểm định khả năng một môi trường thể chế thuận lợi (thể hiện qua chỉ số PCI cao) có thể đi kèm với những “chi phí ngoại sinh”, như sự cạnh tranh nhân sự gay gắt hơn và chi phí hoạt động cao hơn, dẫn đến việc làm suy yếu thay vì củng cố lợi tức tài chính từ HCE.

Do đó, nghiên cứu này hướng đến hai mục tiêu: (i) kiểm định lại tác động của HCE đến FP của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết tại Việt Nam; và quan trọng hơn, (ii) Kiểm định vai trò điều tiết phức tạp của PCI. Đạt được mục tiêu này, bài báo sẽ không chỉ lấp đầy một khe hở quan trọng trong các công trình học thuật về kinh tế mới nổi, mà còn hứa hẹn cung cấp những hàm ý mới mẻ và quan trọng cho cả các nhà quản trị doanh nghiệp và các nhà hoạch định chính sách.

Ngoài phần giới thiệu, phần 2 trình bày tổng quan lý thuyết và phát triển các giả thuyết nghiên cứu. Phần 3 mô tả phương pháp nghiên cứu. Phần 4 trình bày và thảo luận các kết quả thực nghiệm. Cuối cùng, Phần 5 đưa ra kết luận, đóng góp chính, hạn chế và gợi ý cho các nghiên cứu trong tương lai.

2. Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết

2.1. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Mối quan hệ giữa vốn trí tuệ, đặc biệt là thành phần cốt lõi là vốn nhân lực (HCE) và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp (FP) là một chủ đề đã được kiểm chứng rộng rãi trong các công trình học thuật. Phần lớn các nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới đã đi đến một kết luận nhất quán rằng việc đầu tư và quản lý hiệu quả vốn nhân lực có tác động tích cực đến cả hiệu quả tài chính dựa trên số liệu kế toán và giá trị thị trường của doanh nghiệp (ví dụ, Chen & cộng sự, 2005; Clarke & cộng sự, 2011; Zhang & cộng sự, 2021). Tại Việt Nam, xu hướng này cũng đã được xác thực trong nhiều bối cảnh khác nhau, từ các doanh nghiệp niêm yết nói chung (Nguyen, 2023) đến các lĩnh vực đặc thù như ngân hàng thương mại (Vo & Tran, 2021).

Song song đó, một dòng nghiên cứu khác bắt đầu xem xét vai trò của môi trường thể chế, cho rằng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp không thể tách rời khỏi bối cảnh mà nó vận hành (North, 1990). Các nghiên cứu này thường xem xét cách chất lượng thể chế tác động đến kết quả kinh doanh, hoặc đóng vai trò điều tiết trong mối quan hệ giữa nguồn lực nội tại và hiệu quả doanh nghiệp. Tuy nhiên, các nghiên cứu này thường ngầm định rằng một môi trường thể chế tốt hơn luôn đóng vai trò là “chất xúc tác” tích cực, giúp khuếch đại

lợi ích từ các nguồn lực nội tại như vốn nhân lực (Iroth & cộng sự, 2023). Khả năng tồn tại một tác động điều tiết phức tạp hơn, thậm chí là tiêu cực, do các yếu tố ngoại sinh như áp lực cạnh tranh gia tăng ở những nơi có thể chế tốt, vẫn là một khoảng trống nghiên cứu quan trọng chưa được khám phá đầy đủ, đặc biệt là trong bối cảnh các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam.

2.2. Cơ sở lý thuyết và phát triển giả thuyết

Nghiên cứu này dựa hai nền tảng lý luận chính: Quan điểm Dựa trên Nguồn lực (Resource-Based View - RBV) và Lý thuyết Thể chế. Sự kết hợp này cung cấp một khung phân tích toàn diện để lý giải mối quan hệ phức tạp giữa các yếu tố nội tại của doanh nghiệp và bối cảnh kinh doanh bên ngoài.

Theo RBV, lợi thế cạnh tranh bền vững của một doanh nghiệp được quyết định bởi việc sở hữu các nguồn lực có giá trị, hiếm và khó bắt chước (Barney, 1991). Trong nền kinh tế tri thức, vốn nhân lực, với tư cách là kho tàng kiến thức và kỹ năng của người lao động, được xem là một nguồn lực chiến lược cốt lõi. Hiệu quả vốn nhân lực (HCE), được đo lường qua mô hình VAIC™ (Pulic, 2000), phản ánh trực tiếp giá trị gia tăng được tạo ra từ mỗi đơn vị chi phí đầu tư vào người lao động. Một đội ngũ nhân sự có năng suất cao được kỳ vọng sẽ thúc đẩy đổi mới, cải tiến chất lượng sản phẩm và tối ưu hóa quy trình, từ đó trực tiếp nâng cao hiệu quả tài chính (Yousaf, 2024). Dựa trên lập luận này, chúng tôi phát triển giả thuyết đầu tiên:

H1: Hiệu quả vốn nhân lực (HCE) có tác động tích cực đến hiệu quả tài chính (FP) của các doanh nghiệp sản xuất niêm yết tại Việt Nam.

Bên cạnh các nguồn lực nội tại, Lý thuyết Thể chế lập luận rằng giá trị tạo ra từ nguồn lực của doanh nghiệp không phải là bất biến, mà chịu ảnh hưởng mạnh mẽ bởi chất lượng của môi trường thể chế nơi nó vận hành (North, 1990). Tại Việt Nam, Chỉ số PCI là một thước đo đáng tin cậy về chất lượng môi trường thể chế địa phương. Theo logic thông thường, một môi trường thể chế chất lượng cao (PCI cao) được kỳ vọng sẽ tăng cường tác động tích cực của HCE lên FP thông qua ba cơ chế chính: (i) giảm chi phí giao dịch, giúp doanh nghiệp tập trung nguồn lực vào hoạt động cốt lõi; (ii) bảo vệ tốt hơn quyền sở hữu trí tuệ, khuyến khích sự sáng tạo của nhân lực; và (iii) đảm bảo một sân chơi bình đẳng, nơi thành công đến từ năng lực cạnh tranh thực sự. Trong bối cảnh đó, hiệu quả vượt trội do vốn nhân lực mang lại được kỳ vọng sẽ chuyển hóa một cách trực tiếp và đầy đủ hơn thành lợi nhuận và thị phần (Immanuel & Dewi, 2021; Kumala & cộng sự, 2023; Shah & cộng sự, 2024). Do đó, chúng tôi đề xuất giả thuyết thứ hai dựa trên kỳ vọng lý thuyết phổ biến này:

H2: Năng lực thể chế cấp tỉnh (PCI) điều tiết tích cực mối quan hệ giữa hiệu quả vốn nhân lực (HCE) và hiệu quả tài chính (FP).

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mẫu và thu thập dữ liệu

Mẫu nghiên cứu gồm các doanh nghiệp thuộc ngành sản xuất niêm yết trên HOSE và HNX. Giai đoạn nghiên cứu kéo dài 10 năm, từ 2015 đến 2024, nhằm đảm bảo tính cập nhật của dữ liệu và độ dài phù hợp cho phân tích dữ liệu bảng. Tổng thể ban đầu bao gồm 312 doanh nghiệp sản xuất đang niêm yết tính đến cuối năm 2024. Chúng tôi áp dụng các tiêu chí loại trừ sau: (i) các công ty hủy niêm yết trong giai đoạn nghiên cứu; và (ii) các công ty thiếu thông tin tài chính hoặc dữ liệu về PCI của tỉnh đặt trụ sở chính trong ít nhất ba năm liên tiếp. Đồng thời, chúng tôi đã áp dụng phương pháp winsorize ở mức 1% và 99% cho tất cả các biến liên tục để hạn chế ảnh hưởng của các giá trị ngoại lai, thay vì chỉ loại bỏ thủ công. Sau quá trình sàng lọc, mẫu cuối cùng bao gồm 225 doanh nghiệp, tạo thành một bộ dữ liệu bảng không cân bằng với 1,985 quan sát công ty-năm.

Dữ liệu tài chính thứ cấp được thu thập từ nhà cung cấp dữ liệu Vietstock (vietstock.vn) và được đối chiếu với báo cáo tài chính đã kiểm toán của các công ty. Dữ liệu về PCI được thu thập từ các báo cáo thường niên do Liên đoàn Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI) công bố tại trang web chính thức (pcivietnam.vn).

3.2. Đo lường các biến

Thước đo cho các biến trong nghiên cứu được kế thừa từ các công trình lý thuyết nền tảng và các nghiên cứu trước, đồng thời cân nhắc tính phù hợp và sự sẵn có của dữ liệu trong bối cảnh Việt Nam. Bảng 1 tổng hợp các biến được sử dụng trong nghiên cứu.

Bảng 1. Tổng hợp các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Nguồn
Biến phụ thuộc			
Hiệu quả tài chính (FP)	ROA	Lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản bình quân.	Chen & cộng sự (2005)
	Tobin's Q	(Giá trị thị trường của VCSH + Giá trị sổ sách của nợ)/Tổng tài sản. (Trong đó, giá trị thị trường của VCSH được tính bằng giá cổ phiếu đóng cửa cuối năm tài chính nhân với số lượng cổ phiếu lưu hành).	Clarke & cộng sự (2011)
Biến độc lập			
Hiệu quả Vốn nhân lực	HCE	Giá trị gia tăng (VA)/Chi phí nhân công (HC).	Pulic (2000)
Biến điều tiết			
Năng lực thể chế cấp tỉnh	PCI	Điểm số PCI tổng hợp của tỉnh/thành phố nơi doanh nghiệp đặt trụ sở chính.	VCCI & USAID (2023); Peng & cộng sự (2008)
Biến kiểm soát			
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit tự nhiên của tổng tài sản.	Peng & cộng sự (2008)
Đòn bẩy tài chính	LEV	Tổng nợ/Tổng tài sản.	Chen & cộng sự (2005)
Tuổi doanh nghiệp	AGE	Logarit tự nhiên của số năm kể từ khi thành lập.	Clarke & cộng sự (2011)
Ngành	IND	Biến giả cho các phân ngành sản xuất khác nhau.	Immanuel & Dewi (2021)

Nguồn: Nhóm tác giả tổng hợp.

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để kiểm định các giả thuyết, chúng tôi xây dựng hai mô hình hồi quy dữ liệu bảng. Mô hình (1) được thiết kế để kiểm định tác động trực tiếp của HCE lên FP (giả thuyết H1). Mô hình (2) được mở rộng để kiểm định vai trò điều tiết của năng lực thể chế cấp tỉnh (giả thuyết H2).

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 HCE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \sum \beta_k IND_k + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 HCE_{it} + \beta_2 PCI_{jt-1} + \beta_3 (HCE_{it} * PCI_{jt-1}) + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \sum \beta_k IND_k + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Trong đó, β_0 là hệ số chặn, β_i là hệ số hồi quy, i đại diện cho doanh nghiệp, j cho tỉnh, và t cho năm, ε là sai số ngẫu nhiên.

Một điểm điều chỉnh quan trọng trong mô hình (2) là việc sử dụng giá trị trễ một kỳ của chỉ số PCI (PCI_{jt-1}) và biến tương tác tương ứng. Lựa chọn này dựa trên lập luận rằng tác động của môi trường thể chế lên hoạt động doanh nghiệp và sự tương tác của nó với các nguồn lực nội tại cần có độ trễ để phát huy hiệu lực. Cách tiếp cận này không chỉ phản ánh thực tiễn kinh doanh một cách hợp lý hơn mà còn giúp giảm thiểu lo ngại về vấn đề nội sinh do quan hệ đồng thời, qua đó củng cố tính vững chắc cho các suy luận nhân quả của nghiên cứu.

3.4. Phương pháp phân tích

Chúng tôi sử dụng mô hình Hiệu ứng Cố định (FEM) vì nó phù hợp với dữ liệu bảng của nghiên cứu này. Ngoài việc thực hiện thống kê mô tả mẫu nghiên cứu, chúng tôi tiến hành phân tích tương quan và kiểm tra hiện tượng đa cộng tuyến để có được đánh giá sơ bộ về mối quan hệ giữa các biến.

Để giải quyết các vấn đề tiềm ẩn về phương sai sai số thay đổi, tự tương quan và sự phụ thuộc chéo giữa các quan sát, chúng tôi ước tính lại mô hình bằng cách sử dụng sai số chuẩn mạnh Driscoll & Kraay (1998). Để kiểm soát các vấn đề nội sinh tiềm tàng, chúng tôi tiếp tục kiểm định các mô hình bằng phương pháp System GMM. Tính hợp lệ của biến được kiểm tra bằng cách sử dụng thước đo thay thế cho biến phụ thuộc

(Tobin's Q). Đồng thời, để phân tích sâu hơn, các chỉ số thành phần chính của PCI như “Tính minh bạch”, “Chi phí không chính thức”, “Thiết chế pháp lý” và “Cạnh tranh bình đẳng” cũng được sử dụng trong các kiểm định độ vững, cho phép xác định cơ chế điều tiết cụ thể nào có tác động mạnh nhất.

Toàn bộ quá trình phân tích dữ liệu được thực hiện bằng phần mềm thống kê Stata 17.0.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả mẫu

Bảng 2 trình bày kết quả thống kê mô tả chi tiết cho các biến được sử dụng trong nghiên cứu, bao gồm 1,985 quan sát công ty-năm từ 225 doanh nghiệp sản xuất trong giai đoạn 2015-2024.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến nghiên cứu

Biến	Quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Tối thiểu	Tối đa
ROA	1,985	0.058	0.049	0.105	-0.254	0.451
Tobin's Q	1,985	1.210	1.050	0.650	0.400	4.880
HCE	1,985	3.150	2.850	1.780	0.750	9.500
PCI	1,985	67.55	67.90	3.820	60.15	74.84
SIZE	1,985	27.85	27.70	1.650	24.50	31.20
LEV	1,985	0.510	0.530	0.220	0.050	0.890
AGE	1,985	2.950	2.900	0.600	1.610	4.050

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Stata 17.0.

Kết quả thống kê mô tả cho thấy mẫu nghiên cứu có mức sinh lời vừa phải (ROA trung bình 5.8%) và được thị trường đánh giá tích cực (Tobin's Q trung bình 1.21). Quan trọng hơn, sự biến thiên lớn trong hiệu quả vốn nhân lực (HCE) và sự phân hóa rõ rệt về năng lực thể chế cấp tỉnh (PCI, dao động từ 60.15 đến 74.84 điểm) là cơ sở thực nghiệm vững chắc, cho phép kiểm định một cách có ý nghĩa các giả thuyết về tác động trực tiếp và vai trò điều tiết trong mô hình.

4.2. Phân tích tương quan và kiểm tra đa cộng tuyến

Bảng 3 trình bày ma trận tương quan giữa các biến nghiên cứu, đồng thời tích hợp các giá trị của hệ số nhân tử phóng đại phương sai (VIF) trên đường chéo chính để đánh giá mức độ đa cộng tuyến.

Bảng 3. Ma trận tương quan Pearson và Hệ số VIF

Biến	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) ROA	-					
(2) HCE	0.218***	(1.25)				
(3) PCI	0.145**	0.112*	(1.18)			
(4) SIZE	0.189***	0.255***	0.310***	(1.35)		
(5) LEV	-0.152***	-0.089*	-0.121**	0.280***	(1.29)	
(6) AGE	0.031	0.055	0.098*	0.175***	0.067	(1.09)

***, **, và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, và 10%.

Các giá trị trong ngoặc đơn trên đường chéo chính là hệ số VIF của các biến độc lập.

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Stata 17.0.

Kết quả phân tích tương quan trong Bảng 3 cho thấy, hệ số tương quan giữa HCE và ROA là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ($r = 0.218$), cung cấp bằng chứng sơ bộ ủng hộ cho giả thuyết H1. Tương tự, PCI cũng có tương quan dương với ROA ($r = 0.145$, $p < 0.05$). Hầu hết các hệ số tương quan giữa các biến độc lập và biến kiểm soát đều ở mức thấp đến trung bình, cho thấy khả năng xảy ra đa cộng tuyến không cao.

Về vấn đề đa cộng tuyến, các giá trị VIF được trình bày trên đường chéo của Bảng 3 cung cấp một chẩn đoán chính xác hơn. Kết quả cho thấy giá trị VIF cao nhất là 1.35 của biến SIZE và tất cả các giá trị VIF khác đều thấp hơn đáng kể so với ngưỡng giới hạn phổ biến là 10 (Gujarati, 2003). Điều này khẳng định rằng hiện tượng đa cộng tuyến không phải là một vấn đề nghiêm trọng trong mô hình nghiên cứu.

4.3. Phân tích hồi quy

Kết quả hồi quy chính kiểm định các giả thuyết nghiên cứu được thể hiện chi tiết trong Bảng 4.

Bảng 4. Kết quả hồi quy tác động của HCE và vai trò điều tiết của PCI đến ROA

Biến	(1) FEM	(2) Driscoll-Kraay	(3) System GMM
HCE_it	0.028*** (0.009)	0.028*** (0.008)	0.031** (0.013)
PCI_it-i	0.003* (0.0017)	0.003 (0.0021)	0.004* (0.0023)
HCE_it * PCI_it-1	-0.0004** (0.00018)	-0.0004* (0.00021)	-0.0005** (0.00022)
SIZE_it	0.015** (0.006)	0.015** (0.007)	0.012* (0.007)
LEV_it	-0.061*** (0.020)	-0.061*** (0.022)	-0.058** (0.025)
AGE_it	0.005 (0.011)	0.005 (0.013)	0.003 (0.015)
Hằng số	-0.215** (0.105)	-0.215* (0.128)	-0.254* (0.140)
Quan sát	1,985	1,985	1,760
R-squared (within)	0.287	-	-
AR(1) p-value	-	-	0.031
AR(2) p-value	-	-	0.255
Hansen test p-value	-	-	0.198

Sai số chuẩn trong ngoặc đơn. ***, **, và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Stata 17.0.

Kết quả hồi quy cho thấy:

Thứ nhất, đối với giả thuyết H1, hệ số của biến HCE là dương và có ý nghĩa thống kê ở mức cao trên cả ba mô hình. Kết quả nhất quán này khẳng định rằng, sau khi kiểm soát các yếu tố khác, việc nâng cao hiệu quả sử dụng vốn nhân lực có tác động tích cực và đáng kể đến FP của các doanh nghiệp sản xuất tại Việt Nam. Do đó, giả thuyết H1 được ủng hộ.

Thứ hai, kết quả kiểm định giả thuyết H2 lại cho thấy một mối quan hệ phức tạp và nghịch lý. Hệ số của biến tương tác HCE * PCI_{t-1} là âm và có ý nghĩa thống kê. Kết quả này không ủng hộ giả thuyết H2 ban đầu, vốn kỳ vọng PCI sẽ đóng vai trò điều tiết tích cực. Thay vào đó, nó cho thấy một tác động điều tiết tiêu cực: tác động tích cực của HCE lên FP bị suy yếu khi doanh nghiệp hoạt động tại các tỉnh có chỉ số PCI của năm trước đó cao hơn. Việc sử dụng biến trễ của PCI càng làm cho kết quả này trở nên vững chắc, cho thấy tác động điều tiết tiêu cực không phải là một hiện tượng tức thời mà có độ trễ theo thời gian, củng cố cho lập luận về một cơ chế tác động có tính hệ thống.

Về các biến kiểm soát, kết quả cho thấy quy mô doanh nghiệp (SIZE) có tác động tích cực, trong khi đòn bẩy tài chính (LEV) có tác động tiêu cực đến FP. Những kết quả này phù hợp với lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm trước đây.

4.4. Kiểm định độ vững

Để đảm bảo rằng các kết quả chính của nghiên cứu không chỉ là đặc thù của một thước đo hay một mô hình cụ thể, chúng tôi tiến hành các kiểm định độ vững.

Kết quả hồi quy mô hình FEM với Tobin's Q là biến phụ thuộc cho thấy sự nhất quán đáng kể so với các kết quả phân tích chính. Hệ số của HCE vẫn dương và có ý nghĩa thống kê ở mức 1% ($\beta = 0.085$), khẳng định tác động tích cực của HCE lên giá trị thị trường của doanh nghiệp. Quan trọng hơn, hệ số của biến tương tác HCE * PCI tiếp tục mang dấu âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% ($\beta = -0.0015$). Điều này củng cố phát hiện nghịch lý rằng một môi trường thể chế cấp tính tốt hơn dường như làm suy yếu lợi tức (lần này là lợi tức về giá trị thị trường) từ HCE. Việc các kết quả vẫn nhất quán trên hai thước đo có bản chất khác nhau (kế toán và thị trường) cung cấp bằng chứng mạnh mẽ cho độ vững của các kết luận nghiên cứu.

Để làm rõ cơ chế đằng sau tác động điều tiết nghịch lý, chúng tôi phân rã chỉ số PCI tổng hợp và phân tích

vai trò của bốn chỉ số thành phần chính: «Tính minh bạch», «Chi phí không chính thức», «Thiết chế pháp lý», và «Cạnh tranh bình đẳng». Kết quả được trình bày trong Bảng 5.

Bảng 5. Phân tích vai trò điều tiết của các chỉ số thành phần PCI

Biến	(1) Tính minh bạch	(2) Chi phí không chính thức	(3) Thiết chế pháp lý	(4) Cạnh tranh bình đẳng
HCE	0.027*** (0.009)	0.029*** (0.009)	0.028*** (0.009)	0.026*** (0.008)
HCE * Component	-0.0007** (0.0003)	-0.0002 (0.0004)	0.0001 (0.0003)	-0.0011*** (0.0003)
Controls	Có	Có	Có	Có
Fixed Effects	Có	Có	Có	Có
Quan sát	1,985	1,985	1,985	1,985
R-squared (within)	0.291	0.288	0.288	0.295

Ghi chú: Biến 'Component' trong mỗi cột lần lượt đại diện cho các chỉ số thành phần: (1) Tính minh bạch, (2) Chi phí không chính thức, (3) Thiết chế pháp lý, và (4) Cạnh tranh bình đẳng.

Sai số chuẩn trong ngoặc đơn. ***, **, và * lần lượt biểu thị mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, và 10%.

Nguồn: Tính toán của tác giả từ Stata 17.0.

Kết quả phân tích trong Bảng 5 cho thấy những phát hiện quan trọng:

Thứ nhất, tác động trực tiếp của HCE vẫn dương và có ý nghĩa thống kê cao trong tất cả các mô hình, một lần nữa khẳng định độ vững của giả thuyết H1.

Thứ hai, và quan trọng nhất, tác động điều tiết tiêu cực không xuất hiện đồng đều ở tất cả các thành phần. Đáng chú ý nhất, kết quả ở cột (4) cho thấy hệ số tương tác giữa HCE và chỉ số “Cạnh tranh bình đẳng” là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức cao nhất ($\beta = -0.0011$, $p < 0.01$). Điều này gợi ý rằng chính môi trường cạnh tranh lành mạnh và gay gắt hơn ở các tỉnh có PCI cao là cơ chế chính yếu làm suy giảm lợi tức biên từ vốn nhân lực.

Tương tự, cột (1) cho thấy chỉ số “Tính minh bạch” cũng có vai trò điều tiết tiêu cực ($\beta = -0.0007$, $p < 0.05$). Môi trường minh bạch hơn có thể làm tăng khả năng so sánh của người lao động về các cơ hội việc làm, gia tăng sự cạnh tranh trên thị trường lao động và làm giảm khả năng doanh nghiệp thu được lợi nhuận “độc quyền” từ nguồn nhân lực của mình.

Ngược lại, các biến tương tác với “Chi phí không chính thức” (cột 2) và “Thiết chế pháp lý” (cột 3) lại không có ý nghĩa thống kê. Điều này không có nghĩa là các yếu tố này không quan trọng, mà nó cho thấy chúng không phải là tác nhân chính gây ra tác động điều tiết tiêu cực. Việc giảm chi phí không chính thức hay cải thiện thiết chế pháp lý có thể mang lại lợi ích chung cho tất cả doanh nghiệp, nhưng chúng không tạo ra áp lực cạnh tranh đủ lớn để làm suy yếu mối quan hệ HCE-FP như cách mà “Cạnh tranh bình đẳng” và “Tính minh bạch” đã tạo ra.

Như vậy, nghiên cứu của chúng tôi mang đến hai phát hiện chính. Thứ nhất, kết quả tái khẳng định mạnh mẽ tác động tích cực của HCE lên FP, phù hợp với Lý thuyết Dựa trên Nguồn lực và các công trình thực nghiệm trước đó tại Việt Nam và trên thế giới (Chen & cộng sự, 2005; Nguyen, 2023; Zhang & cộng sự, 2021). Tuy nhiên, phát hiện thứ hai, và cũng là đóng góp cốt lõi lại cho thấy một vai trò điều tiết nghịch lý của năng lực thể chế cấp tỉnh, qua đó thách thức giả định phổ biến rằng một môi trường tốt hơn luôn đóng vai trò xúc tác tích cực (Iroth & cộng sự, 2023).

Phát hiện nghịch lý này có thể được lý giải thông qua “hiệu ứng cạnh tranh lấn át” trong bối cảnh kinh tế Việt Nam. Các tỉnh có chỉ số PCI cao của năm trước (PCI_{t-1}) không chỉ là nơi có thủ tục hành chính thuận lợi mà còn là những trung tâm kinh tế năng động, thu hút mạnh mẽ đầu tư và doanh nghiệp trong năm tiếp theo. Điều này dẫn đến một môi trường cạnh tranh vô cùng gay gắt trên hai mặt trận:

(i) Cạnh tranh trên thị trường lao động: Sự tập trung của nhiều doanh nghiệp tại các tỉnh có thể chế tốt làm gia tăng cuộc cạnh tranh gay gắt trên thị trường lao động. Để thu hút và giữ chân lao động chất lượng cao,

các doanh nghiệp buộc phải trả chi phí nhân sự cao hơn, làm tăng mẫu số trong công thức tính HCE (VA/HC) và do đó làm giảm lợi tức biên thu được từ mỗi đồng đầu tư vào vốn nhân lực.

(ii) Cạnh tranh trên thị trường sản phẩm: Môi trường cạnh tranh bình đẳng và minh bạch hơn làm giảm khả năng doanh nghiệp thu được lợi nhuận siêu ngạch. Lợi ích từ việc tăng năng suất lao động (HCE cao) khó có thể chuyển hóa hoàn toàn thành lợi nhuận cao hơn vì doanh nghiệp phải liên tục cạnh tranh về giá và chất lượng.

Do đó, một môi trường thể chế tốt của năm trước thể hiện một tác động kép trong năm sau: vừa là yếu tố thu hút doanh nghiệp, vừa là nguồn gốc của các áp lực cạnh tranh, qua đó làm suy yếu mối quan hệ HCE-FP. Việc kết quả vẫn nhất quán khi sử dụng biến trễ PCI_{t-1} đã củng cố mạnh mẽ cho cơ chế giải thích này.

5. Kết luận và đóng góp

5.1. Kết luận

Bằng cách phân tích dữ liệu bảng của 225 doanh nghiệp sản xuất niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015-2024, nghiên cứu đã tiến hành kiểm định tác động của hiệu quả vốn nhân lực (HCE) và vai trò điều tiết của năng lực thể chế cấp tỉnh đến hiệu quả tài chính (FP). Để tăng tính vững chắc và phản ánh độ trễ trong tác động chính sách, mô hình đã sử dụng chỉ số PCI trễ một kỳ (PCI_{jt-1}) làm biến điều tiết. Thông qua mô hình FEM và các kiểm định độ vững chắc chẽ (bao gồm System GMM, thước đo Tobin's Q và phân rã chỉ số thành phần), nghiên cứu đi đến hai kết luận quan trọng.

Thứ nhất, kết quả tái khẳng định một cách vững chắc rằng HCE là động lực cốt lõi, có tác động tích cực và ý nghĩa thống kê đến FP của doanh nghiệp, phù hợp với Lý thuyết Dựa trên Nguồn lực.

Tuy nhiên, và là phát hiện trung tâm, nghiên cứu cung cấp bằng chứng mạnh mẽ về vai trò điều tiết tiêu cực của PCI_{jt-1}: tác động tích cực của HCE lên FP bị suy yếu đáng kể tại các doanh nghiệp hoạt động ở những địa phương có môi trường thể chế tốt hơn trong năm trước. Phân tích sâu hơn cho thấy cơ chế này chủ yếu bắt nguồn từ áp lực cạnh tranh gia tăng, thể hiện rõ nhất qua các chỉ số thành phần 'Cạnh tranh bình đẳng' và 'Tính minh bạch'.

5.2. Đóng góp của nghiên cứu

Về mặt lý thuyết, nghiên cứu của chúng tôi làm phong phú thêm sự giao thoa giữa Lý thuyết Dựa trên Nguồn lực và Lý thuyết Thể chế. Thay vì chỉ xác nhận vai trò xúc tác tích cực của môi trường thể chế như các nghiên cứu trước đây, chúng tôi cung cấp bằng chứng thực nghiệm về một "hiệu ứng cạnh tranh lẫn át". Cụ thể, các khía cạnh tích cực của thể chế (như cạnh tranh bình đẳng) cũng chính là yếu tố làm giảm lợi tức từ các nguồn lực nội tại của doanh nghiệp. Phát hiện này bổ sung một góc nhìn phản biện cho giả định về mối quan hệ tương tác tuyến tính và gợi mở một hướng đi mới, cho thấy giá trị của nguồn lực không phải lúc nào cũng được gia tăng một cách tương ứng trong môi trường tốt nhất.

Về mặt thực tiễn, kết quả của chúng tôi cung cấp một góc nhìn chiến lược cho các nhà quản trị. Việc lựa chọn địa điểm kinh doanh không chỉ nên dựa vào chất lượng thể chế tổng thể, mà còn phải cân nhắc đến khả năng đối mặt với áp lực cạnh tranh gia tăng về nhân lực và thị trường. Doanh nghiệp cần xây dựng các chiến lược quản trị nhân sự tốt và năng lực cạnh tranh cốt lõi đủ mạnh để có thể thực sự hưởng lợi từ môi trường kinh doanh thuận lợi, thay vì bị chính sự cạnh tranh đó làm suy giảm lợi nhuận.

Đối với các nhà hoạch định chính sách, nghiên cứu hàm ý rằng việc cải thiện chỉ số PCI là cần thiết nhưng chưa đủ. Chính quyền địa phương cần nhận thức rằng một môi trường cạnh tranh hơn cũng đặt ra thách thức mới cho doanh nghiệp. Do đó, các chính sách hỗ trợ nên được thiết kế không chỉ để cải thiện môi trường kinh doanh, mà còn để nâng cao năng lực cạnh tranh nội tại của doanh nghiệp, giúp họ thích ứng và phát triển trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng gay gắt.

Tài liệu tham khảo

- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- 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. <https://doi.org/10.1108/14691930510592771>
- Clarke, M., Seng, D., & Whiting, R. H. (2011). Intellectual capital and firm performance in Australia. *Journal of Intellectual Capital*, 12(4), 505–530. <https://doi.org/10.1108/14691931111181706>
- Driscoll, J. C., & Kraay, A. C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549–560.
- Gujarati, D. N. (2003). *Data disk to accompany Basic Econometrics* (4th ed.). McGraw-Hill.
- Immanuel, C., & Dewi, S. P. (2021). Analysis of factors affecting firm performance moderated by competitive strategies. *Jurnal Akuntansi*, 22(1), 1-18. <https://doi.org/10.36452/akunukd.v22i1.2531>
- Iroth, R., Budiarto, N., & Rondonuwu, S. (2023). The effect of intellectual capital on financial performance in non-cyclical consumer sector companies listed in idx. *Journal of Contemporary Accounting*, 5(3), 155-162. <https://doi.org/10.20885/jca.vol5.iss3.art3>
- Kumala, L., Hariyanti, W., & Siddiq, F. (2023). The influence of intellectual capital on banking financial performance. *Journal of Business and Information Systems*, 5(1), 43-52. <https://doi.org/10.36067/jbis.v5i1.163>
- Nguyen, N. T. (2023). Intellectual capital and financial performance of industrial firms in emerging countries: Empirical evidence from Vietnam. *Global Business & Finance Review (GBFR)*, 28(2), 107-122.
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge University Press.
- Ognjanović, J., Slavković, M., & Bugarčić, M. (2023). Managing employee performance in the agricultural sector: Importance of human capital development. *Ekonomika Poljoprivrede*, 70(1), 237-252. <https://doi.org/10.59267/ekopolj23012370>
- Peng, M. W., Wang, D. Y., & Jiang, Y. (2008). An institution-based view of international business strategy: A focus on emerging economies. *Journal of International Business Studies*, 39(5), 920–936. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400377>
- Pulic, A. (2000). VAIC™ – an accounting tool for IC management. *International Journal of Technology Management*, 20(5-8), 702–714. <https://doi.org/10.1504/IJTM.2000.002891>
- Shah, S., Lai, F., Tahir, M., Shad, M., Hamad, S., & Ali, S. (2024). Intellectual capital and financial performance: Does board size and independent directors matter? An empirical enquiry. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 18(2), 107-119. <https://doi.org/10.1108/jiabr-02-2023-0043>
- Vietnam Chamber of Commerce and Industry (VCCI) and United States Agency for International Development (USAID). (2023). *The Provincial Competitiveness Index 2022: A resilient and adaptive private sector*. Hanoi, Vietnam.
- Vo, D. H., & Tran, N. P. (2021). Intellectual capital and bank performance in Vietnam. *Managerial Finance*, 47(8), 1094-1106.
- Yousaf, M. (2024). Human capital efficiency and firm performance of quality-certified firms from efqm excellence model: A dynamic panel data study. *Organizacija*, 57(2), 151-164. <https://doi.org/10.2478/orga-2024-0011>
- Zhang, X. B., Duc, T. P., Burgos Mutuc, E., & Tsai, F. S. (2021). Intellectual capital and financial performance: Comparison with financial and pharmaceutical industries in Vietnam. *Frontiers in Psychology*, 12, Article 595615.

*Tác giả liên hệ: Phạm Huy Hùng - Email: phamhuyhung0302@gmail.com