

KIỂM ĐỊNH VAI TRÒ TRUNG GIAN CỦA CẤU TRÚC VỐN TRONG MỐI QUAN HỆ GIỮA LỢI NHUẬN VÀ GIÁ TRỊ CÔNG TY TRÊN THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2018 - 2024

HỒ THỊ VÂN ANH¹

¹Viện Tài Chính – Kế Toán

Tác giả liên hệ: hothivananh@iuh.edu.vn

DOIs: <https://www.doi.org/10.46242/jstiuh.v80i2.5879>

Tóm tắt. Nghiên cứu phân tích mối quan hệ giữa ROA, PER, DER và PBV của các công ty niêm yết (CTNY) phi tài chính trên HOSE giai đoạn 2018 – 2024, trong bối cảnh thị trường vốn chịu nhiều cú sốc vĩ mô. Sử dụng dữ liệu bảng với lựa chọn mô hình dựa trên Hausman, hiệu ứng năm, sai số chuẩn cụm và kiểm tra nội sinh và quan hệ nhân quả ngược cùng bootstrap, kết quả cho thấy các CTNY sinh lợi cao hoặc được định giá tăng trưởng cao có xu hướng giảm sử dụng nợ. Giá trị công ty tăng theo ROA và mức đòn bẩy hợp lý, trong khi PER không duy trì vai trò giải thích ổn định. Đặc biệt, kiểm định bootstrap không tìm thấy bằng chứng về tác động trung gian của cấu trúc vốn, và kết quả vẫn nhất quán sau khi xử lý nội sinh. Điều này cho thấy thị trường Việt Nam trong giai đoạn biến động chủ yếu định giá trực tiếp các yếu tố nền tảng thay vì thông qua cơ chế truyền dẫn đòn bẩy.

Từ khóa. Cấu trúc vốn, giá trị công ty, khả năng sinh lời, cơ hội tăng trưởng, thị trường vốn Việt Nam, vai trò trung gian.

1 GIỚI THIỆU

Giai đoạn 2018 – 2024 đánh dấu những biến động sâu sắc của thị trường vốn Việt Nam trong bối cảnh hội nhập tài chính, đại dịch COVID-19 và chu kỳ thắt chặt tín dụng sau năm 2022. Song hành với quá trình này là xu hướng gia tăng các chuẩn mực về minh bạch, đạo đức tài chính và quản trị rủi ro, vốn được phản ánh rõ nét qua sự phát triển của các chỉ số đầu tư tuân thủ Shariah tại khu vực Đông Nam Á và thị trường quốc tế. Các chỉ số như FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index [21], FTSE ASEAN All-Share Shariah Index [38], FTSE ASEAN Extended All Cap Shariah Index [37] hay MSCI AC ASEAN Islamic Index cho thấy những CTNY đáp ứng các tiêu chí tài chính thận trọng, hạn chế đòn bẩy quá mức và minh bạch thông tin thường duy trì khả năng chống chịu tốt hơn trong các giai đoạn bất ổn kinh tế.

Mặc dù thị trường vốn Việt Nam không vận hành dưới khuôn khổ Sharia ở cấp độ thể chế, sự lan tỏa của các chuẩn mực đầu tư đạo đức và minh bạch trong giai đoạn 2018 – 2024 gợi mở những hàm ý lý thuyết quan trọng. Theo lý thuyết tín hiệu, các chỉ tiêu tài chính như khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng và đặc biệt là cấu trúc vốn không chỉ phản ánh tình trạng nội tại của CTNY mà còn đóng vai trò như kênh truyền tải thông tin tới nhà đầu tư về kỳ vọng dòng tiền, mức độ chấp nhận rủi ro và kỷ luật tài chính. Trong bối cảnh các cú sốc vĩ mô liên tiếp, cấu trúc vốn thận trọng đi kèm hiệu quả hoạt động ổn định thường được thị trường diễn giải như tín hiệu tích cực về năng lực quản trị và tính bền vững tài chính.

Giai đoạn 2018 – 2024, thị trường vốn Việt Nam tăng trưởng nhanh nhưng biến động mạnh, khiến các tín hiệu tài chính trở nên nhạy cảm theo chu kỳ [63]. Trong bối cảnh đó, ROA tiếp tục phản ánh hiệu quả vận hành, trong khi các thước đo kỳ vọng tăng trưởng như P/E hay Tobin's Q chỉ phát huy vai trò trong điều kiện lợi nhuận ổn định [44, 55]. Các nghiên cứu trước cho thấy cấu trúc vốn có ảnh hưởng đến hiệu quả và giá trị công ty, song tác động không đồng nhất giữa các ngành và nhóm sở hữu, và việc gia tăng nợ thường đi kèm rủi ro suy giảm hiệu quả tại nhiều doanh nghiệp [10, 13, 43, 45]. Đồng thời, bất cân xứng thông tin làm suy giảm giá trị doanh nghiệp, trong khi đòn bẩy chỉ bù đắp hạn chế tác động này [29], qua đó lý giải vì sao trong nghiên cứu này, thị trường có xu hướng định giá trực tiếp lợi nhuận và cấu trúc vốn, thay vì thông qua kênh kỳ vọng tăng trưởng đo bằng P/E.

Tại Việt Nam, tỷ số nợ trên vốn chủ sở hữu (DER) tuy đơn giản nhưng phản ánh các lựa chọn cấu trúc vốn mang hàm ý chiến lược, trong đó việc duy trì đòn bẩy hợp lý giúp nâng cao hiệu quả và kiểm soát rủi ro [24]. Theo lý thuyết tín hiệu, cấu trúc vốn được nhà quản trị sử dụng như kênh truyền tải thông tin về kỳ vọng dòng tiền, kỷ luật tài chính và mức chấp nhận rủi ro ra thị trường [7]. Điều này đặc biệt rõ nét trong

KIỂM ĐỊNH VAI TRÒ TRUNG GIAN CỦA CẤU TRÚC VỐN ...

giai đoạn 2018 – 2024, khi các CTNY đối mặt với các cú sốc như đại dịch và chu kỳ thắt chặt tín dụng, khiến đòn bẩy thận trọng gắn với khả năng sinh lợi ổn định thường được thị trường định giá tích cực, trong khi đòn bẩy quá mức làm gia tăng rủi ro và suy giảm giá trị [24, 28, 33]. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm cho thấy cấu trúc vốn chủ yếu tác động trực tiếp đến giá trị công ty, trong khi vai trò trung gian giữa lợi nhuận, cơ hội tăng trưởng và giá trị công ty không rõ ràng. Điều này hàm ý rằng trong bối cảnh gia tăng yêu cầu minh bạch và chuẩn mực đạo đức tài chính, thị trường Việt Nam có xu hướng định giá trực tiếp hiệu quả và mức độ thận trọng tài chính, thay vì khuếch đại tín hiệu tăng trưởng thông qua cơ chế trung gian của đòn bẩy [34].

Tuy nhiên, mặc dù cấu trúc vốn được xem là kênh truyền tải tín hiệu quan trọng, bằng chứng thực nghiệm về vai trò trung gian của cấu trúc vốn giữa lợi nhuận, cơ hội tăng trưởng và giá trị công ty tại Việt Nam vẫn còn hạn chế, đặc biệt trong giai đoạn hậu COVID-19 và siết tín dụng. Phần còn lại của nghiên cứu này được bố cục như sau: Phần II, tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết nghiên cứu. Phần III, dữ liệu và phương pháp nghiên cứu. Phần III, kết quả và thảo luận kết quả nghiên cứu thực nghiệm. Phần IV, kết luận và kiến nghị.

2 TỔNG QUAN VÀ PHÁT TRIỂN GIẢ THUYẾT

2.1 Khung lý thuyết

Nghiên cứu này dựa trên ba nền tảng lý thuyết chính cụ thể: (1) lý thuyết tín hiệu, các quyết định tài chính của CTNY (bao gồm khả năng sinh lợi, lựa chọn đòn bẩy và chiến lược tài trợ) không chỉ phản ánh tình trạng nội tại mà còn đóng vai trò truyền tải thông tin tới nhà đầu tư về kỳ vọng dòng tiền, mức độ rủi ro và kỷ luật tài chính của nhà quản trị [7, 53]. Trong môi trường thị trường mới nổi, nơi bất cân xứng thông tin còn lớn thì các tín hiệu tài chính càng có ý nghĩa quan trọng đối với quá trình định giá CTNY [29]; (2) lý thuyết trật tự phân hạng (pecking order theory) cho rằng CTNY ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội bộ trước, sau đó mới đến nợ và cuối cùng là phát hành vốn chủ sở hữu. Theo đó, các công ty có khả năng sinh lợi cao thường ít phụ thuộc vào nợ vay hơn, đặc biệt trong bối cảnh chi phí vốn tăng và điều kiện tín dụng bị thắt chặt [20]. Ngược lại, các công ty có nhu cầu mở rộng tăng trưởng có thể buộc phải tiếp cận nguồn vốn bên ngoài để tài trợ cho các dự án đầu tư; Trong khi đó, (3) lý thuyết đánh đổi (trade-off theory) nhấn mạnh sự cân bằng giữa lợi ích thuế của nợ và chi phí kiệt quệ tài chính. Mức đòn bẩy hợp lý có thể giúp gia tăng giá trị CTNY thông qua lá chắn thuế và kỷ luật tài chính, song đòn bẩy quá mức lại làm gia tăng rủi ro và làm suy giảm giá trị [22, 31]. Các cú sốc vĩ mô trong giai đoạn 2018 – 2024 (COVID-19, siết tín dụng năm 2022) khiến quá trình đánh đổi này trở nên nhạy cảm hơn tại thị trường Việt Nam.

Trên cơ sở ba khung lý thuyết này, nghiên cứu xem xét hai loại tác động: (i) tác động trực tiếp của khả năng sinh lợi và cơ hội tăng trưởng đến cấu trúc vốn và giá trị công ty; (ii) tác động gián tiếp (tác động trung gian) của khả năng sinh lợi và cơ hội tăng trưởng đến giá trị công ty thông qua cấu trúc vốn nhằm giải thích mối quan hệ giữa khả năng sinh lợi, cơ hội tăng trưởng, cấu trúc vốn và giá trị công ty trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam.

2.2 Phát triển giả thuyết nghiên cứu

2.2.1. Khả năng sinh lợi và cấu trúc vốn - Tín hiệu tự tin trong chiến lược

Theo lý thuyết trật tự phân hạng, các công ty có khả năng sinh lợi cao thường ưu tiên sử dụng vốn nội bộ thay vì gia tăng nợ vay, đặc biệt trong bối cảnh rủi ro tín dụng và chi phí lãi vay gia tăng [20, 56]. Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam cho thấy mối quan hệ này thường mang dấu âm và phụ thuộc vào đặc điểm ngành cũng như chu kỳ kinh tế [10, 43]. Do đó, nghiên cứu này đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết 1: có mối quan hệ âm giữa khả năng sinh lợi và cấu trúc vốn trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam (2018 – 2024)

2.2.2. Cơ hội tăng trưởng và cấu trúc vốn - Nguồn vốn cho mở rộng quy mô và tín hiệu thị trường lạc quan

Cơ hội tăng trưởng phản ánh khả năng mở rộng quy mô và triển khai các dự án mới, thường kéo theo nhu cầu chi tiêu đầu tư vốn (Capital Expenditures – CAPEX) vượt quá lợi nhuận giữ lại, buộc công ty phải tìm đến tài trợ bên ngoài để hiện thực hóa kế hoạch [4]. Dưới góc độ lý thuyết tín hiệu, việc tiếp cận nợ ở mức

hợp lý có thể được thị trường diễn giải như tín hiệu tích cực về triển vọng dòng tiền và năng lực thực thi chiến lược của công ty [10, 14, 15, 24, 27, 56]. Vì vậy, nghiên cứu này đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:
Giả thuyết 2: Có mối quan hệ dương giữa cơ hội tăng trưởng và cấu trúc vốn trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam (2018 – 2024).

2.2.3. Khả năng sinh lợi và giá trị công ty - Tín hiệu về hiệu quả quản trị và vận hành

Khả năng sinh lợi (ROE) phản ánh hiệu quả vận hành và năng lực tạo dòng tiền của công ty, đồng thời là tín hiệu quan trọng mà nhà đầu tư sử dụng trong quá trình định giá [8, 30]. Nhiều nghiên cứu thực nghiệm cho thấy mối quan hệ dương giữa khả năng sinh lợi và giá trị công ty tại các thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam [2, 10, 43, 60]. Từ đó, nghiên cứu này đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết 3: Có mối quan hệ dương giữa khả năng sinh lợi và giá trị công ty trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam (2018 – 2024).

2.2.4. Cơ hội tăng trưởng và giá trị công ty - Phản ánh sức mạnh cạnh tranh tương lai

Trong giai đoạn 2018–2024, khi chi phí vốn và điều kiện tín dụng trong nước biến động, cơ hội tăng trưởng được nhìn nhận như một tín hiệu hướng về tương lai của công ty [35]. Tại các CTNY, những quyết định gia tăng R&D, mở rộng công suất hoặc đa dạng hóa thường được thị trường diễn giải như cam kết tạo giá trị dài hạn [48]. Ở cấp độ khu vực, luận điểm “chuyên môn hoá thông minh - chiến lược tập trung nguồn lực (R&D, vốn, nhân lực, công nghệ) vào một vài lĩnh vực/ngách nơi công ty có lợi thế so sánh động và khả năng bứt phá thay vì dàn trải” gợi ý rằng các chiến lược đầu tư bám sát lợi thế so sánh động sẽ thu hút nhà đầu tư theo đuổi tăng giá vốn [39]. Kinh nghiệm quốc tế và Việt Nam cho thấy đổi mới (product/process) gắn với hiệu quả thị phần và phản ứng tích cực của thị trường, dù tác động lên chỉ tiêu kế toán có thể khác biệt theo ngành và chu kỳ [11]. Cơ hội tăng trưởng phản ánh kỳ vọng về thu nhập tương lai và năng lực cạnh tranh dài hạn của công ty. Theo lý thuyết tín hiệu, các quyết định đầu tư mở rộng thường được thị trường diễn giải như cam kết tạo giá trị dài hạn [35]. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết 4: Có mối quan hệ dương giữa cơ hội tăng trưởng và giá trị công ty trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam (2018 – 2024).

2.2.5. Cấu trúc vốn và giá trị công ty - Cân bằng lợi ích thuế và rủi ro tiềm ẩn

Theo lý thuyết đánh đổi, cấu trúc vốn có thể ảnh hưởng trực tiếp đến giá trị công ty thông qua lợi ích thuế của nợ và kỷ luật tài chính, song tác động này phụ thuộc vào mức độ đòn bẩy và điều kiện thị trường [22, 31]. Các nghiên cứu tại Việt Nam cho thấy đòn bẩy ở mức hợp lý thường gắn với định giá cao hơn, trong khi đòn bẩy quá mức làm gia tăng rủi ro tài chính [10, 45]. Từ đó, nghiên cứu này đề xuất giả thuyết nghiên cứu sau:

Giả thuyết 5: Có mối quan hệ dương giữa cấu trúc vốn và giá trị công ty trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam (2018 – 2024).

2.2.6. Vai trò trung gian của cấu trúc vốn

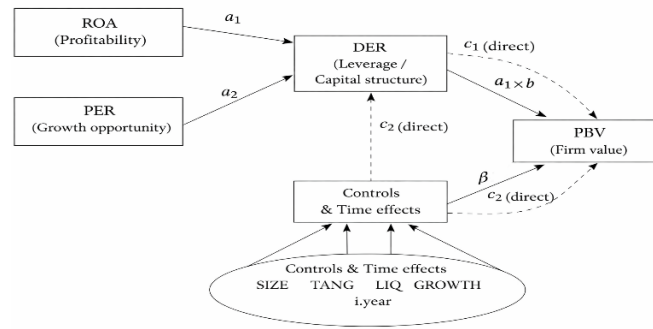
Bên cạnh các tác động trực tiếp, cấu trúc vốn có thể đóng vai trò trung gian trong việc chuyển hóa các tín hiệu về khả năng sinh lợi và cơ hội tăng trưởng thành giá trị thị trường. Theo lý thuyết tín hiệu, khả năng sinh lợi hoặc triển vọng tăng trưởng chỉ được thị trường đánh giá tích cực khi chúng gắn với các quyết định tài trợ hợp lý [7]. Tuy nhiên, bằng chứng thực nghiệm tại các thị trường mới nổi cho thấy vai trò trung gian này không phải lúc nào cũng rõ ràng và phụ thuộc mạnh vào bối cảnh kinh tế [61]. Trên cơ sở đó, nghiên cứu này tiến hành kiểm tra tác động gián tiếp (indirect effect) của khả năng sinh lợi và cơ hội tăng trưởng đến giá trị công ty thông qua cấu trúc vốn:

Giả thuyết H6: Khả năng sinh lợi có ảnh hưởng gián tiếp đến giá trị công ty thông qua cấu trúc vốn trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam giai đoạn 2018–2024.

Giả thuyết H7: Cơ hội tăng trưởng có ảnh hưởng gián tiếp đến giá trị công ty thông qua cấu trúc vốn trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam giai đoạn 2018–2024.

Các giả thuyết H1 – H5 được kiểm định thông qua hệ số ước lượng trong ba phương trình cấu trúc, gồm phương trình DER để đánh giá tác động của ROA và PER đến đòn bẩy, và hai phương trình PBV (có và không có DER) để kiểm định các tác động trực tiếp và vai trò của đòn bẩy đối với giá trị công ty. Đối với H6 và H7, nghiên cứu sử dụng tích hệ số ($a \times b$) kết hợp bootstrap 2.000 lần lặp nhằm ước lượng sai số chuẩn và khoảng tin cậy. Cách tiếp cận này cho phép đánh giá trực tiếp cơ chế truyền dẫn qua cấu trúc vốn thay vì chỉ dựa vào ý nghĩa riêng lẻ của từng hệ số.

KIỂM ĐỊNH VAI TRÒ TRUNG GIAN CỦA CẤU TRÚC VỐN ...



Hình 1: Khung nghiên cứu

3. PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Đối tượng nghiên cứu bao gồm các CTNY phi tài chính trên HOSE (2018 – 2024), các CTNY được lựa chọn nghiêm ngặt theo các tiêu chí (1) đảm bảo thời gian niêm yết nhất quán trên HOSE trong suốt giai đoạn quan sát, (2) công bố đầy đủ báo cáo tài chính, (3) báo cáo tài chính phải được kiểm toán và cùng một đơn vị tiền tệ (VND) để đảm bảo khả năng so sánh và loại bỏ các sai lệch chuyên đổi tiền tệ. Kết quả, mẫu cuối cùng bao gồm 269 CTNY phi tài chính. Dữ liệu tài chính được trích xuất từ cơ sở dữ liệu FiiinPro-X đảm bảo tính nhất quán, độ tin cậy và minh bạch của dữ liệu. Ngoài ra, để đảm bảo lựa chọn mô hình phù hợp cho từng phương trình cũng như giảm thiểu hơn nữa khả năng nhân quả ngược giữa giá trị công ty và cấu trúc vốn, nghiên cứu này tiến hành lựa chọn mô hình dựa trên Hausman, hiệu ứng năm, sai số chuẩn cụm, bootstrap, và phương pháp bình phương nhỏ nhất hai giai đoạn (2SLS) với PBV trễ và DER trễ làm biến công cụ (IV).

Phương pháp nghiên cứu và mô hình nghiên cứu thực nghiệm, nghiên cứu này dựa vào nghiên cứu của [47]

$$DER_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 PER_{it} + \text{CONTROLS} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$PBV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{it} + \alpha_2 PER_{it} + \text{CONTROL} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$PBV_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 ROA_{it} + \lambda_2 PER_{it} + \lambda_3 DER_{it} + \text{CONTROL} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Bảng 1. Mô tả cách thức đo lường các biến nghiên cứu

Biến	Mô tả	Đo lường
Phụ thuộc		
Giá trị công ty	PBV	Giá cổ phiếu/Giá trị sổ sách trên mỗi cổ phần
Biến trung gian		
Cấu trúc vốn	DER	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu
Biến độc lập		
Khả năng sinh lời	ROA	Lợi nhuận ròng/Tổng tài sản
Cơ hội tăng trưởng	PER	Giá cổ phiếu/Lợi nhuận mỗi cổ phần (EPS)
Biến kiểm soát		
Quy mô	SIZE	$\ln(\text{Tổng tài sản})$
Tỷ trọng TSCĐHH	TANG	TSCĐHH/Tổng tài sản
Khả năng thanh khoản	LIQ	Tài sản ngắn hạn / Nợ ngắn hạn (Current ratio)
Tăng trưởng	GROWTH	$(\text{Doanh thu}_t - \text{Doanh thu}_{t-1}) / \text{Doanh thu}_{t-1}$
Tuổi	AGE	$\text{Year}_t - \text{FoundYear}_i$

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

4. KẾT QUẢ VÀ THẢO LUẬN

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 2. Thống kê mô tả

	Obs	Mean	Std.dev	Min	Max
PBV	1880	1.509328	1.531794	-12.57194	34.03011
DER	1882	1.347623	4.479919	-7.227001	140.0325

ROA	1882	.0652129	.0794955	-.4672669	.6537167
PER	1882	31.95757	158.9973	-1769.784	3461.892
SIZE	1882	28.37238	1.437477	24.3065	33.04485
TANG	1882	.2255935	.2120554	0	.9626768
LIQ	1882	2.698913	4.289501	.0971288	60.30508
GROWTH	1879	347.8494	15135.05	-1397.057	656062.4
AGE	1882	3.297251	.5255973	1.386294	4.905275

(Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA 17)

Bảng 2 cho thấy các biến nghiên cứu có mức độ phân tán khá lớn, phản ánh sự khác biệt đáng kể giữa các CTNY trong mẫu. PBV và DER có giá trị trung bình lần lượt khoảng 1.51 và 1.35 nhưng độ lệch chuẩn cao và xuất hiện giá trị cực trị (đặc biệt DER tối đa 140), hàm ý tồn tại một số CTNY sử dụng đòn bẩy rất cao hoặc có vốn chủ sở hữu âm. ROA bình quân khoảng 6.5%, song dao động mạnh từ âm 46.7% đến 65.4%, cho thấy hiệu quả hoạt động không đồng đều. PER và GROWTH có phân phối lệch mạnh với giá trị tối đa rất lớn, gợi ý sự hiện diện của ngoại lai và biến động lợi nhuận đáng kể trong giai đoạn nghiên cứu. Các biến kiểm soát như SIZE, TANG, LIQ và AGE nhìn chung ổn định hơn, tuy nhiên LIQ và GROWTH vẫn thể hiện độ phân tán cao, phản ánh khác biệt về quy mô, cấu trúc tài sản và chiến lược tăng trưởng giữa các CTNY.

4.2. Phân tích tương quan

Ma trận tương quan cho thấy PBV có mối quan hệ dương và có ý nghĩa với ROA và DER, hàm ý CTNY có hiệu quả sinh lợi cao và mức đòn bẩy phù hợp thường được thị trường đánh giá tích cực hơn. Ngược lại, PER chỉ tương quan rất yếu với PBV và không có ý nghĩa rõ ràng với DER, phản ánh vai trò hạn chế của thước đo này trong quan hệ tuyến tính đơn giản. DER tương quan âm đáng kể với ROA, phù hợp với xu hướng CTNY sinh lợi tốt ít phụ thuộc vào nợ. Các hệ số tương quan nhìn chung đều có độ lớn thấp (dưới 0.4), hàm ý nguy cơ đa cộng tuyến trong các mô hình hồi quy là không đáng kể.

Bảng 3. Phân tích tương quan

	PBV	DER	ROA	PER	SIZE	TANG	LIQ	GROWTH	AGE
PBV	1.0000								
DER	0.3715*** (0.0000)	1.0000							
ROA	0.3066*** (0.0000)	-0.2205*** (0.0000)	1.0000						
PER	0.0440* (0.0567)	-0.0146 (0.5271)	-0.0930*** (0.0001)	1.000					
SIZE	0.2087*** (0.0000)	0.1085*** (0.0000)	-0.0986*** (0.0000)	0.0145 (0.5303)	1.000				
TANG	0.0002 (0.9947)	-0.0391* (0.0896)	0.0436* (0.0584)	-0.0203 (0.379)	0.1157*** (0.0000)	1.000			
LIQ	-0.0278 (0.2285)	-0.0917*** (0.0001)	0.1629*** (0.0000)	0.0024 (0.9163)	-0.2682*** (0.0000)	-0.1423*** (0.0000)	1.000		
GROWTH	-0.0168 (0.4660)	0.0115 (0.6196)	-0.0166 (0.4713)	-0.0025 (0.9120)	-0.0180 (0.4349)	-0.0242 (0.2947)	-0.0089 (0.6999)	1.000	
AGE	0.0116 (0.6154)	-0.0010 (0.9641)	0.0288 (0.2114)	0.0024 (0.9163)	0.0637** (0.0057)	-0.1045*** (0.0000)	0.0238 (0.3016)	-0.0090 (0.6968)	1.000

(Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA 17)

4.3. Kết quả thực nghiệm và thảo luận

4.3.1. Kiểm định các yếu tố gây nhiễu kết quả thực nghiệm

Bảng 4. Lựa chọn mô hình

Mô hình	Biến phụ thuộc	Hausman χ^2	p	Lựa chọn MH	Firm FE	Year FE	Clustered SE
(1)	DER	10.80	0.373	REM	No	Yes	Yes
(2)	PBV	107.33	0.000	FEM	Yes	Yes	Yes

KIỂM ĐỊNH VAI TRÒ TRUNG GIAN CỦA CẤU TRÚC VỐN ...

Mô hình	Biến phụ thuộc	Hausman χ^2	p	Lựa chọn MH	Firm FE	Year FE	Clustered SE
(3)	PBV (with DER)	126.99	0.000	FEM	Yes	Yes	Yes

(Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA.17)

Kiểm định Hausman được sử dụng để lựa chọn giữa mô hình tác động cố định và tác động ngẫu nhiên cho từng phương trình. Kết quả cho thấy phương trình cấu trúc vốn (DER) không bác bỏ giả thuyết hiệu ứng ngẫu nhiên ($p = 0.373$), do đó REM được lựa chọn. Ngược lại, với các phương trình giải thích giá trị công ty (PBV), kiểm định bác bỏ giả thuyết hiệu ứng ngẫu nhiên ($p < 0.01$), hàm ý dị biệt không quan sát được giữa CTNY có tương quan với các biến giải thích; vì vậy FEM là phù hợp. Tất cả các mô hình sau đó được ước lượng với sai số chuẩn cụm theo công ty và hiệu ứng năm để tăng độ tin cậy suy luận.

Bảng 5: Kết quả trung gian Bootstrap

Giả thuyết	Path	Indirect	SE	z	p	95% CI
H6	ROA → DER → PBV	-2.0877	1.6298	-1.28	0.200	[-5.28; 1.11]
H7	PER → DER → PBV	-0.000084	0.000161	-0.52	0.601	[-0.000400; 0.000232]

(Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA.17)

Về kiểm định trung gian, hệ số tác động gián tiếp của ROA và PER thông qua DER đều không có ý nghĩa thống kê; khoảng tin cậy 95% bao gồm giá trị 0. Điều này cho thấy cấu trúc vốn không đóng vai trò trung gian giữa lợi nhuận, tăng trưởng và giá trị công ty trong giai đoạn nghiên cứu. Thị trường dường như phản ứng trực tiếp với các chỉ tiêu nền tảng hơn là thông qua điều chỉnh đòn bẩy.

4.3.2. Kết quả và thảo luận kết quả thực nghiệm

Bảng 6. Kết quả hồi quy

	(1) DER	(2) PBV	(3) PBV
ROA	-13.103*	0.422	2.987***
PER	-0.001*	0.000	0.000
DER			0.159*
SIZE	1.374**	0.078	-0.126
TANG	-0.998	0.675**	0.874**
LIQ	0.009	0.003	0.001
GROWTH	0.000	-0.000**	-0.000**
AGE	-0.865	1.200	1.390*
Year FE	Yes	Yes	Yes
Clustered SE	Yes	Yes	Yes
Obs	1879	1877	1877

(Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA.17)

Bảng 7. FGLS robustness (controls + year effects)

	(1) DER	(2) PBV	(3) PBV
ROA	-7.483***	6.732***	7.853***
PER	-0.001***	0.000***	0.000***
DER			0.112***
SIZE	0.204***	0.189***	0.155***
TANG	-0.681***	-0.068	0.034
LIQ	-0.052***	-0.006***	-0.004
Year FE	Yes	Yes	Yes
Obs	1879	1877	1877

(Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA.17)

Các kết quả bảng 6 và 7 cho thấy cơ chế hình thành giá trị công ty trong giai đoạn nghiên cứu nghiêng về định giá trực tiếp hơn là cơ chế truyền dẫn thông qua cấu trúc vốn. ROA và PER đều làm giảm DER, phản ánh xu hướng thận trọng tài trợ khi công ty có nguồn lực nội bộ tốt hoặc được định giá tăng trưởng cao, đặc biệt trong bối cảnh tín dụng bị siết chặt và chi phí vốn gia tăng sau năm 2022. Đồng thời, PBV tăng theo ROA và theo DER, cho thấy thị trường phản ứng tích cực với hiệu quả hoạt động và mức đòn bẩy hợp lý. Tuy nhiên, kiểm định bootstrap (bootstrap = 2.000 được chọn để đảm bảo ước tính ổn định về hiệu ứng gián tiếp và khoảng tin cậy trong khi vẫn duy trì hiệu quả tính toán. Tăng số lần lặp lại vượt quá mức này không làm thay đổi đáng kể kết luận) không ghi nhận tác động gián tiếp có ý nghĩa thống kê, qua đó không ủng hộ vai trò trung gian của cấu trúc vốn. Kết quả này gợi ý rằng tại một thị trường mới nổi chịu biến động vĩ mô mạnh, nhà đầu tư có xu hướng định giá trực tiếp các tín hiệu tài chính cốt lõi thay vì thông qua các điều chỉnh về đòn bẩy. Về mặt lý thuyết, phát hiện này hàm ý rằng giá định về cơ chế trung gian của cấu trúc vốn không phải lúc nào cũng được xác nhận trong bối cảnh thị trường mới nổi, và vai trò của đòn bẩy có thể mang tính trực tiếp hơn là truyền dẫn.

Bảng 8. Kiểm tra nội sinh và quan hệ nhân quả ngược (IV-2SLS)

	Biến nội sinh	Biến công cụ	Key Coefficient	p	Kết luận
(1) DER	PBV	L.PBV	ROA → DER (-)	< 0.05	Nhất quán
(2) PBV	DER	L.DER	DER → PBV (+)	< 0.05	Nhất quán
Mediation H6	ROA → DER → PBV	Lag instruments	Indirect effect	> 0.10	Không có bằng chứng trung gian
Mediation H7	PER → DER → PBV	Lag instruments	Indirect effect	> 0.10	Không có bằng chứng trung gian

(Nguồn. Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA.17)

Kết quả IV phù hợp về mặt định tính với ước lượng hiệu ứng cố định cơ bản và hiệu ứng trung gian bootstrap vẫn không có ý nghĩa thống kê. Những phát hiện này cho thấy vấn đề nội sinh không làm thay đổi đáng kể các kết luận chính của nghiên cứu này. Kết quả giai đoạn đầu tiên cho thấy các biến công cụ trở có tương quan mạnh với các biến hồi quy nội sinh; (ii) các hệ số chính vẫn không thay đổi về mặt định tính so với ước lượng hiệu ứng cố định cơ bản. Đặc biệt, ROA tiếp tục thể hiện mối quan hệ tiêu cực đáng kể với đòn bẩy, trong khi DER duy trì mối quan hệ tích cực với giá trị công ty. Quan trọng hơn, kết quả trung gian bootstrap vẫn không có ý nghĩa thống kê. Những phát hiện này cho thấy các kết quả chính không bị ảnh hưởng bởi nhân quả ngược hoặc sai lệch đồng thời. Do đó, nghiên cứu này kết luận rằng cấu trúc vốn không đóng vai trò trung gian giữa lợi nhuận, tăng trưởng và giá trị công ty vẫn vững chắc sau khi đã tính đến khả năng nội sinh.

Bảng 9. Tổng hợp giả thuyết nghiên cứu

	Dấu kỳ vọng	Mối quan hệ	Dấu KQTN	Kết quả thực nghiệm	
				Biến	Mô hình
H1	-	ROA -> DER	-	p-value < 5%	Chấp nhận
H2	+	PER -> DER	-	p-value < 10%	Bác bỏ (dấu ngược kỳ vọng)
H3	+	ROA -> PBV	+	p-value < 5%	Chấp nhận
H4	+	PER -> PBV	+	p-value < 5%	Chấp nhận
H5	+	DER -> PBV	+	p-value < 5%	Chấp nhận
H6 (DER)	+	ROA -> DER -> PBV	+	Bootstrap indirect effect (p = 0.200)	Không có bằng chứng trung gian
H7 (DER)	+	PER -> DER -> PBV	+	Bootstrap indirect effect (p = 0.601)	Không có bằng chứng trung gian

(Nguồn. Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA.17)

Bảng 9 cho thấy cấu trúc quan hệ giữa ROA, PER, DER và PBV phản ánh khá rõ cơ chế vận hành của công ty trong giai đoạn nghiên cứu. ROA có tác động âm đến DER, trong khi PER cũng làm giảm đòn bẩy, cho thấy các CTNY sinh lợi tốt hoặc được định giá tăng trưởng cao có xu hướng hạn chế sử dụng nợ. Về định giá, PBV tăng theo cả ROA và DER, hàm ý thị trường đánh giá tích cực hiệu quả hoạt động và mức đòn bẩy ở ngưỡng hợp lý. PER cũng thể hiện tác động dương đến PBV trong đặc tả chính, cho thấy tín hiệu tăng trưởng vẫn có vai trò nhất định trong định giá. Tuy nhiên, kiểm định bootstrap cho thấy không tồn tại tác động gián tiếp có ý nghĩa thống kê thông qua cấu trúc vốn, do đó vai trò trung gian của DER trong cả

KIỂM ĐỊNH VAI TRÒ TRUNG GIAN CỦA CẤU TRÚC VỐN ...

hai mối quan hệ không được xác nhận. Tổng thể, các kết quả ủng hộ cơ chế định giá trực tiếp hơn là cơ chế truyền dẫn gián tiếp qua đòn bẩy.

5. KẾT LUẬN

Trong bối cảnh kinh tế Việt Nam giai đoạn 2018 – 2024 với các cú sốc liên tiếp từ đại dịch, giai đoạn nổi lũng thanh khoản 2020 – 2021 đến siết tín dụng và biến động trái phiếu doanh nghiệp từ năm 2022, bằng chứng thực nghiệm cho thấy thị trường định giá công ty chủ yếu dựa trên các yếu tố nền tảng. Khả năng sinh lợi duy trì tác động dương và ổn định đến PBV, trong khi đòn bẩy ở mức hợp lý cũng được thị trường ghi nhận tích cực. Ngược lại, cơ hội tăng trưởng đo bằng PER không thể hiện vai trò nhất quán trong mô hình cơ sở. Ở phương trình cấu trúc vốn, cả ROA và PER đều quan hệ âm với DER, phản ánh xu hướng thận trọng trong chính sách tài trợ khi chi phí vốn tăng và điều kiện tín dụng bị siết chặt. Quan trọng hơn, kết quả bootstrap cho thấy không tồn tại tác động gián tiếp có ý nghĩa thống kê của DER trong cả hai mối quan hệ, và các ước lượng IV nhằm xử lý nguy cơ nội sinh và quan hệ hai chiều vẫn cho kết quả tương tự. Điều này củng cố kết luận rằng cấu trúc vốn không đóng vai trò trung gian trong cơ chế hình thành giá trị ở giai đoạn nghiên cứu. Thị trường dường như phản ứng trực tiếp với hiệu quả hoạt động và mức độ an toàn tài chính, thay vì thông qua điều chỉnh đòn bẩy. Phát hiện này mở ra hướng nghiên cứu tiếp theo với các kênh trung gian thay thế hoặc thiết kế động đề kiểm tra sự thay đổi cơ chế định giá trước và sau các cú sốc chính sách.

REFERENCES

- [1] Akhtar, F., & Das, N. (2020). Investor personality and investment performance: From the perspective of psychological traits. *Qualitative Research in Financial Markets*, 12(3), 333–352.
- [2] Alarussi, A. S., & Alhaderi, S. M. (2018). Factors affecting profitability in Malaysia. *Journal of Economic Studies*, 45(3), 442–458. <https://doi.org/10.1108/JES-05-2017-0124>
- [3] Alzoubi, T. (2017). Profitability of Islamic financing tools. *Banking and Finance Review*, 9(1), 75–83.
- [4] Aparicio, S., Urbano, D., & Audretsch, D. B. (2016). Institutional factors, opportunity entrepreneurship and economic growth: Panel data evidence. *Technological Forecasting and Social Change*, 102, 45–61. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2015.04.006>
- [5] Audretsch, D. B., Coad, A., & Segarra, A. (2014). Firm growth and innovation. *Small Business Economics*, 43(4), 743–749. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9560-x>
- [6] Bensaid, B., Grine, F., Nor, M. R. M., & Yusoff, M. Y. Z. M. (2013). Enduring financial debt: An Islamic perspective. *Middle East Journal of Scientific Research*, 13(2), 162–170.
- [7] Bergh, D. D., & Gibbons, P. (2011). The stock market reaction to the hiring of management consultants: A signalling theory approach. *Journal of Management Studies*, 48(3), 544–567. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00957.x>
- [8] Bernhardt, K. L., Donthu, N., & Kennett, P. A. (2000). A longitudinal analysis of satisfaction and profitability. *Journal of Business Research*, 47(2), 161–171. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(98\)00042-3](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(98)00042-3)
- [9] Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2018). *Investments* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
- [10] Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market. *International Journal of Financial Studies*, 11(3), Article 100. <https://doi.org/10.3390/ijfs11030100>
- [11] Canh, N. T., Liem, N. T., Thu, P. A., & Khuong, N. V. (2019). The impact of innovation on firm performance and corporate social responsibility of Vietnamese manufacturing firms. *Sustainability*, 11(13), Article 3666. <https://doi.org/10.3390/su11133666>

- [12] Clarkson, P., Hanna, J. D., Richardson, G. D., & Thompson, R. (2011). The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 7(1), 1–17.
- [13] Dang, T. D., & Do, T. V. T. (2021). Does capital structure affect firm value in Vietnam? *Investment Management and Financial Innovations*, 18(1), 33–41. [https://doi.org/10.21511/imfi.18\(1\).2021.03](https://doi.org/10.21511/imfi.18(1).2021.03)
- [14] Dang, V. T. (2022). Debt, growth opportunities and investment of listed firms in Vietnam. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 38(4), 1–14. <https://js.vnu.edu.vn/EAB/article/view/4716>
- [15] De Mooij, R. A. (2011). *The tax elasticity of corporate debt: A synthesis of size and evidence* (IMF Working Paper No. 11/95). International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1195.pdf>
- [16] DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 3–29. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90019-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90019-7)
- [17] Doan, T. T. T. (2020). Capital structure determinants: Evidence from Vietnam industrial firms. *International Transaction Journal of Engineering, Management, & Applied Sciences & Technologies*, 11(9), Article 11A9F.
- [18] Dosso, M., van Beers, C., & Battke, B. (2020). Firm market valuation and intellectual property assets. *Industry and Innovation*, 27(8), 865–895. <https://doi.org/10.1080/13662716.2019.1685374>
- [19] Erragraguy, E., & Revelli, C. (2015). Should Islamic investors consider SRI criteria in their investment strategies? *Finance Research Letters*, 14, 11–19. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.07.003>
- [20] Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2007). Trade-off and pecking order theories of debt. In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of empirical corporate finance* (Vol. 1, pp. 135–202). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>
- [21] FTSE Russell. (2023). *FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index (FBMHS): Factsheet*. Retrieved August 18, 2025, from <https://research.ftserussell.com/Analytics/FactSheets/Home/DownloadSingleIssue?isManual=False&issueName=FBMHS>
- [22] Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *The Journal of Finance*, 55(5), 1901–1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- [23] Halal, W. E. (2001). The collaborative enterprise: A stakeholder model uniting profitability and responsibility. *Journal of Corporate Citizenship*, (2), 27–42.
- [24] Hennessy, C. A., & Whited, T. M. (2005). Debt dynamics. *The Journal of Finance*, 60(3), 1129–1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00758.x>
- [25] Hirdinis, M. (2019). Capital structure and firm size on firm value moderated by profitability. *International Journal of Economics and Business Administration*, 7(1), 174–191.
- [26] Hosen, M. N., & Rahmawati, R. (2016). Efficiency and profitability in the Indonesian Islamic banking industry. *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah*, 8(1), 33–48.
- [27] Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt–equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1–24. <https://doi.org/10.2307/2676195>
- [28] Huang, R., Tan, K. J. K., & Faff, R. W. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93–110.
- [29] Huynh, T. L. D., Wu, J., & Duong, A. T. (2020). Information asymmetry and firm value: Is Vietnam different? *The Journal of Economic Asymmetries*, 21, e00147. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2019.e00147>

KIỂM ĐỊNH VAI TRÒ TRUNG GIAN CỦA CẤU TRÚC VỐN ...

- [30] Khan, M. M. S., Ijaz, F., & Aslam, E. (2014). Determinants of profitability of Islamic banking industry: Evidence from Pakistan. *Business & Economic Review*, 6(2), 27–46. <https://doi.org/10.22547/BER/6.2.2>
- [31] Korteweg, A. G. (2010). The net benefits to leverage. *The Journal of Finance*, 65(6), 2137–2170. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01612.x>
- [32] Larasati, D., & Asrori, A. (2020). The effect of corporate governance mechanisms, capital structure and firm size on risk management disclosure. *Accounting Analysis Journal*, 9(1), 60–66.
- [33] LeBaron, B. (2014). Econophysics of agent-based models [Book review]. *Journal of Economic Literature*, 52(3), 855–858. <https://doi.org/10.1257/jel.52.3.855>
- [34] Li, J., Pike, R., & Haniffa, R. (2008). Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms. *Accounting and Business Research*, 38(2), 137–159.
- [35] Liu, G., & Zhang, C. (2020). Does financial structure matter for economic growth in China? *China Economic Review*, 61, 101194.
- [36] Lo, C. W., & Leow, C. S. (2014). Islamic banking in Malaysia: A sustainable growth of the consumer market. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 5(6), 526–529.
- [37] London Stock Exchange Group. (2023). *FTSE ASEAN Extended All Cap Shariah Index*. FTSE Russell. Retrieved August 18, 2025, from <https://www.lseg.com/en/ftse-russell/indices/asean-extended>
- [38] London Stock Exchange Group. (2023). *FTSE ASEAN Index Series: Ground rules*. FTSE Russell. Retrieved August 18, 2025, from https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/ground-rules/ftse-asean-index-series-ground-rules.pdf
- [39] McCann, P., & Ortega-Argilés, R. (2015). Smart specialization, regional growth and applications to European Union Cohesion Policy. *Regional Studies*, 49(8), 1291–1302. <https://doi.org/10.1080/00343404.2013.799769>
- [40] McConaughy, D. L., Matthews, C. H., & Fialko, A. S. (2001). Founding family-controlled firms: Performance, risk, and value. *Journal of Small Business Management*, 39(1), 31–49. <https://doi.org/10.1111/0447-2778.00004>
- [41] Muchlis, M. (2022). Disclosure of Islamic values and their impact on third-party funds and Islamic bank financing. *Jurnal Minds: Manajemen Ide Dan Inspirasi*, 9(2), 239–252.
- [42] Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- [43] Nguyen, H. T., & Nguyen, A. H. (2020). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(4), 97–105. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no4.97>
- [44] Nguyen, Q., et al. (2024). Corporate governance and earnings management: Evidence and proxies (MTB, Tobin's Q). *Journal of Accounting and Public Policy*.
- [45] Nguyen, T. H. (2024). The impact of capital structure on the performance of state-invested enterprises in Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), Article 2399955. <https://doi.org/10.1080/23322039.2024.2399955>
- [46] Nguyen, T. T. N. (2019). Dividend policy and earnings quality in Vietnam. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 26(1), 100–115. <https://doi.org/10.1108/JABES-07-2018-0047>
- [47] Nianty, D. A., Rustan, D. M., & Sylvia, S. (2025). Between profit and value: Can capital structure carry the weight? *Jurnal Minds: Manajemen Ide dan Inspirasi*, 12(1), 137–148.

- [48] Niu, S., Ding, Y., Niu, Y., Li, Y., & Luo, G. (2011). Economic growth, energy conservation and emissions reduction: A comparative analysis based on panel data for 8 Asian-Pacific countries. *Energy Policy*, 39(4), 2121–2131.
- [49] Parmitasari, R. D. A., & Hasrianto, H. (2017). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, leverage, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen saham-saham yang terdaftar pada Jakarta Islamic Index (JII) periode tahun 2011–2015. *Jurnal Minds: Manajemen Ide dan Inspirasi*, 4(2), 28–48.
- [50] Prasetya, R. A., & Yulianto, A. (2018). The effects of tax avoidance, accrual earnings management, real earnings management, and capital intensity on the cost of equity. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 10(1), 71–81.
- [51] Rehan, R., & Mahmud, M. S. (2023). Capital structure determinants across sectors: Comparison among Malaysian firms. *Heliyon*, 9(12), e23017. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e23017>
- [52] Rosiana, R., Syihabudin, S., & Nurmeilani, S. (2019). The influence of profit-sharing financing, murabaha financing, non-performing financing, inflation and exchange rates on profitability of sharia commercial banks in Indonesia. *Syiar Iqtishadi: Journal of Islamic Economics, Finance and Banking*, 3(1), 22–47.
- [53] Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- [54] Smith, C. W., Jr., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- [55] Thai, N. V., et al. (2024). *Factors and anomalies in the Vietnamese stock market* (SSRN Working Paper). <https://ssrn.com/abstract=4557815>
- [56] Tran, V. H., Nguyen, D. V., Tran, M. M., & Duong, K. D. (2023). Capital structure and profitability of listed firms in a transition market: Does debt maturity matter? *Montenegrin Journal of Economics*, 19(1), 161–171.
- [57] Vu, N. T., Nguyen, T. H., & Pham, T. Q. (2023). A LASSO-based model for financial distress of Vietnamese listed firms: Does the COVID-19 pandemic matter? *Cogent Economics & Finance*, 11(1), Article 2210361. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2210361>
- [58] Wahab, A., Abbas, N., Syariati, A., & Syariati, N. E. (2020). The trickle-down effect of intellectual capital on banks' macro performance in Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 703–710.
- [59] White, G., Lee, A., Yuningsih, Y., Nielsen, C., & Bukh, P. N. (2010). The nature and extent of voluntary intellectual capital disclosures by Australian and UK biotechnology companies. *Journal of Intellectual Capital*, 11(4), 519–536.
- [60] Widarjono, A. (2018). Estimating profitability of Islamic banking in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(3), 452–463. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i3.2197>
- [61] Widarjono, A., Anto, M. H., & Fakhrunnas, F. (2020). Financing risk in Indonesian Islamic rural banks: Do financing products matter? *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 305–314.
- [62] Wiczorek-Kosmala, M. (2021). COVID-19 impact on the hospitality industry: Exploratory study of financial-slack-driven risk preparedness. *International Journal of Hospitality Management*, 94, 102799.
- [63] World Bank. (2024). *Unlocking the potential of Viet Nam's capital markets* (Country Private Sector Diagnostic). Washington, DC.

KIỂM ĐỊNH VAI TRÒ TRUNG GIAN CỦA CẤU TRÚC VỐN ...

[64] Yildirim, R., Masih, M., & Bacha, O. I. (2018). Determinants of capital structure: Evidence from Shari'ah-compliant and non-compliant firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 198–219.

[65] Yoo, J., Kim, J.-H., & Kim, S. (2019). The effect of firm life cycle on the relationship between R&D expenditure and future performance/market response. *Sustainability*, 11(8), Article 2371. <https://doi.org/10.3390/su11082371>

EXAMINING THE MEDIATORY ROLE OF CAPITAL STRUCTURE IN THE RELATIONSHIP BETWEEN PROFIT AND COMPANY VALUE IN THE VIETNAMESE CAPITAL MARKET, 2018 – 2024

HO THI VAN ANH

School of Finance and Accounting, Industrial University of Ho Chi Minh City, Vietnam

** Corresponding author: hothivananh@iuh.edu.vn*

Abstract. This study analyzes the relationship between ROA, PER, DER, and PBV of non-financial listed companies on the HOSE from 2018 to 2024, in the context of a capital market experiencing numerous macroeconomic shocks. Using panel data with a model selection based on Hausman, yearly effects, cluster standard errors, endogeneity testing, reverse causality, and bootstrap, the results show that highly profitable or high-growth valued listed companies tend to reduce their debt use. Company value increases with ROA and reasonable leverage levels, while PER does not maintain a stable explanatory role. Notably, the bootstrap test found no evidence of a mediating impact of capital structure, and the results remained consistent after endogeneity treatment. This suggests that the Vietnamese market, during periods of volatility, primarily values fundamental factors directly rather than through leverage transmission mechanisms.

Keywords. Capital structure; firm value; profitability; growth opportunities; Vietnam capital market; mediating role.

Ngày nhận bài: 25/8/2025
Ngày nhận đăng: 04/3/2026