Tạp chí Khoa học Đại học Huế: Kinh tế và Phát triển;
Tập 135, Số 5S-2, 05-24, 2026

pISSN: 2588–1205
eISSN: 2615–9716

# MỐI QUAN HỆ GIỮA GIÁ TRỊ VỐN HÓA THỊ TRƯỜNG VÀ HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH CỦA CÁC DOANH NGHIỆP: TỔNG QUAN HỆ THỐNG VÀ ĐỊNH HƯỚNG NGHIÊN CỨU

**Nguyễn Bá Huy***
Trường Đại học Kinh tế, Đại học Huế, 99 Hồ Đắc Di, Huế, Việt Nam
Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh, 36 Tôn Thất Đạm, Phường Sài Gòn, TP.Hồ Chí Minh, Việt Nam
*Tác giả liên hệ: Nguyễn Bá Huy <nbhuy.dhkt24@hueuni.edu.vn >
*(Ngày nhận bài: 03-6-2026; Ngày chấp nhận đăng: 23-10-2026)*

**Tóm tắt.** Nghiên cứu tổng hợp cơ sở lý thuyết và kết quả thực nghiệm về mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Dựa trên lý thuyết tín hiệu, giả thuyết thị trường hiệu quả và lý thuyết đại diện, hiệu quả tài chính tốt được dự báo sẽ làm tăng giá trị vốn hóa. Kết quả tổng hợp cho thấy phần lớn các nghiên cứu ghi nhận mối quan hệ tích cực giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính doanh nghiệp: doanh nghiệp có quy mô vốn hóa lớn thường đạt hiệu quả tài chính cao hơn, và ngược lại doanh nghiệp lợi nhuận cao thường được thị trường định giá cao hơn. Tuy nhiên, mức độ tác động và chiều hướng quan hệ chưa hoàn toàn thống nhất giữa các bối cảnh khác nhau. Một số nghiên cứu gợi ý khả năng tồn tại quan hệ hai chiều giữa hai nhóm biến này. Khoảng trống nghiên cứu đặt ra là cần nhận diện, đánh giá sâu hơn tính động và quan hệ nhân quả hai chiều giữa vốn hóa và hiệu quả tài chính, đặc biệt tại thị trường mới nổi Việt Nam giai đoạn gần đây với nhiều biến động. Trên cơ sở đó, đề xuất khung lý thuyết và định hướng mô hình thực nghiệm nhằm kiểm chứng độ gắn kết giữa định giá thị trường và nền tảng tài chính doanh nghiệp.

**Từ khóa:** vốn hóa thị trường, hiệu quả tài chính, lý thuyết tín hiệu, thị trường hiệu quả, doanh nghiệp niêm yết

## The relationship between market capitalization and financial performance of enterprises: A theoretical overview and future research directions

**Nguyen Ba Huy***
University of Economics, Hue University, 99 Ho Dac Di St., Hue City, Vietmam
Ho Chi Minh University of Banking, 36 Ton That Dam St., Sai Gon Ward, Ho Chi Minh City, Vietnam
* Correspondence to Nguyen Ba Huy <huynb@hub.edu.vn>
*(Submitted: 3 June 2026; Accepted: 23 October 2026)*

**Abstract.** This study synthesizes the theoretical foundations and empirical findings regarding the relationship between market capitalization and corporate financial performance. Based on signaling theory, the efficient market hypothesis, and agency theory, improved financial performance is predicted to increase market value. The literature synthesis indicates that the majority of studies record a positive relationship between market capitalization and corporate financial performance: large-cap firms generally achieve higher financial efficiency, and

conversely, highly profitable enterprises are often assigned higher market valuations. However, the magnitude and direction of this relationship remain inconsistent across different research contexts. Some studies suggest the potential existence of a bidirectional relationship between these two sets of variables. This research gap underscores the need to identify and further evaluate the dynamic nature as well as the bidirectional causality between market capitalization and financial performance, particularly in the emerging market of Vietnam during the recent volatile period. On this basis, the paper proposes a theoretical framework and directions for subsequent empirical modeling to test the degree of alignment between market valuation and corporate financial fundamentals.

**Keywords:** market capitalization, financial performance, signaling theory, efficient market, listed companies

## 1. Giới thiệu

Trong nền kinh tế thị trường, giá trị doanh nghiệp không chỉ được phản ánh thông qua kết quả hoạt động và các chỉ tiêu tài chính được ghi nhận trên báo cáo kế toán, mà ngày càng chịu sự chi phối mạnh mẽ của đánh giá, kỳ vọng từ thị trường vốn. Đối với các doanh nghiệp niêm yết, giá trị vốn hóa thị trường là một trong những chỉ báo quan trọng phản ánh mức định giá của thị trường đối với doanh nghiệp, được hình thành trên cơ sở giá cổ phiếu và số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Trong khi đó, hiệu quả tài chính phản ánh năng lực của doanh nghiệp trong sử dụng các nguồn lực để tạo ra lợi nhuận và gia tăng hiệu quả sử dụng vốn, thường được đánh giá thông qua các chỉ tiêu như ROA, ROE, ROS và một số thước đo khác. Về lý thuyết, doanh nghiệp có hiệu quả tài chính cao, khả năng sinh lời tốt, triển vọng tăng trưởng tích cực thường tạo được niềm tin của nhà đầu tư, từ đó có thể góp phần nâng cao giá cổ phiếu và giá trị vốn hóa. Ngược lại, doanh nghiệp có quy mô vốn hóa lớn thường có lợi thế hơn trong tiếp cận thị trường vốn, nâng cao khả năng huy động nguồn lực, mở rộng đầu tư và củng cố vị thế cạnh tranh, qua đó có thể tạo điều kiện cải thiện hiệu quả tài chính. Tuy nhiên, giá trị thị trường còn chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố ngoài kết quả tài chính hiện tại, như kỳ vọng tăng trưởng, rủi ro, điều kiện kinh tế vĩ mô, cấu trúc sở hữu, quản trị doanh nghiệp, thanh khoản cổ phiếu và tâm lý nhà đầu tư. Vì vậy, vốn hóa thị trường cao không nhất thiết đồng nghĩa với hiệu quả tài chính cao, cũng như hiệu quả tài chính tốt chưa chắc được thị trường phản ánh đầy đủ vào giá trị vốn hóa tại cùng một thời điểm.

Hiện nay, các nghiên cứu quốc tế đã tiếp cận vấn đề này từ nhiều góc độ khác nhau, trong đó nổi bật là hướng nghiên cứu về mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp, giá trị thị trường, khả năng sinh lời và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu. Ở Việt Nam, nhiều nghiên cứu thực nghiệm về doanh nghiệp niêm yết đã sử dụng đồng thời các chỉ tiêu như ROA, ROE và Tobin's Q để đánh giá hiệu quả hoạt động và giá trị doanh nghiệp. Những công trình này đã cung cấp nhiều bằng chứng quan trọng, song kết quả vẫn còn phân tán về cách tiếp cận khái niệm, phương thức đo lường, chiều tác động, biến trung gian, biến điều tiết; chưa hình thành được một bức tranh tổng thể về mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp.

Từ thực tiễn đó, bài viết tập trung thực hiện một tổng quan có hệ thống các nghiên cứu về mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp; góp phần thay đổi việc xem xét rời rạc về "hiệu quả tài chính", "giá trị thị trường", sang nhận thức đầy đủ hơn về mối quan hệ tương tác giữa kết quả hoạt động doanh nghiệp, kỳ vọng của thị trường và quá trình hình thành giá trị doanh nghiệp. Từ đó, tạo cơ sở cho việc phát triển các nghiên cứu tiếp theo nhằm làm rõ hơn chiều tác động, cơ chế tác động, các điều

pISSN: 2588–1205
eISSN: 2615–9716

kiện làm thay đổi mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính, bổ sung thêm bằng chứng khoa học cho quản trị doanh nghiệp, quyết định đầu tư và phát triển thị trường vốn tại các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam trong thời gian tới.

## 2. Phương pháp tổng quan hệ thống

### 2.1. Câu hỏi nghiên cứu tổng quan

Nghiên cứu được thực hiện theo hướng tổng quan hệ thống (Systematic Literature Review – SLR) nhằm hệ thống hóa cơ sở lý thuyết, tổng hợp các bằng chứng thực nghiệm và xác định khoảng trống nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Trên cơ sở đó, nghiên cứu tập trung trả lời ba câu hỏi tổng quan sau: (1) Các cơ chế lý thuyết giải thích chiều hướng và tương tác hai chiều giữa vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính là gì? (2) Sự không thống nhất trong các kết quả thực nghiệm xuất phát từ những khác biệt nào về bối cảnh, thước đo và phương pháp ước lượng? (3) Những khoảng trống về phương pháp luận và bối cảnh tại các thị trường mới nổi như Việt Nam là gì?

### 2.2 Chiến lược tìm kiếm và thu thập tài liệu

Nghiên cứu được thực hiện theo phương pháp Tổng quan hệ thống (Systematic Literature Review – SLR) nhằm tổng hợp có hệ thống các bằng chứng nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Quá trình tìm kiếm tài liệu được thực hiện trên các cơ sở dữ liệu học thuật quốc tế có uy tín gồm Scopus, Web of Science (WoS) và Google Scholar. Việc tìm kiếm được tiến hành trong giai đoạn từ tháng 10 đến tháng 12 năm 2025. Mẫu nghiên cứu chính thức của tổng quan hệ thống được giới hạn ở các công trình công bố trong giai đoạn 2015-2025. Bên cạnh đó, một số nghiên cứu được công bố trước năm 2015 được tham khảo nhằm bổ sung cơ sở lý thuyết, cung cấp bối cảnh phát triển của vấn đề nghiên cứu và đối chiếu kết quả thực nghiệm. Các công trình này không được tính vào 90 nghiên cứu thuộc mẫu tổng quan hệ thống.

Các từ khóa tìm kiếm được xây dựng dựa trên hai nhóm khái niệm chính là giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Chuỗi từ khóa được sử dụng như sau: ("market capitalization" OR "market value" OR "firm value") AND ("financial performance" OR "firm performance" OR "ROA" OR "ROE" OR "profitability"). Bên cạnh các từ khóa bằng tiếng Anh, nghiên cứu cũng sử dụng các từ khóa tương ứng bằng tiếng Việt như: “vốn hóa thị trường”, “giá trị thị trường doanh nghiệp”, “hiệu quả tài chính”, “khả năng sinh lời”, “ROA” và “ROE” nhằm mở rộng phạm vi tìm kiếm.

Ngoài các cơ sở dữ liệu chính thức, nghiên cứu còn thực hiện tìm kiếm bổ sung thông qua danh mục tài liệu tham khảo của các công trình có liên quan nhằm hạn chế nguy cơ bỏ sót các nghiên cứu quan trọng

### 2.3 Tiêu chí lựa chọn và loại trừ tài liệu

Để đảm bảo chất lượng của nguồn dữ liệu tổng quan, nghiên cứu áp dụng các tiêu chí lựa chọn và loại trừ như sau:

Tiêu chí lựa chọn tài liệu gồm: (i) nghiên cứu được công bố trong giai đoạn 2015–2025; (ii) nghiên cứu có nội dung liên quan trực tiếp đến vốn hóa thị trường, giá trị doanh nghiệp hoặc hiệu quả tài chính; (iii) công bố trên các tạp chí khoa học, kỷ yếu hội thảo hoặc nguồn học thuật có phản biện; (iv) có thể tiếp cập được toàn văn; (v) trình bày rõ dữ liệu nghiên cứu, thước đo biến số, phương pháp phân tích và kết quả nghiên cứu.

Tiêu chí loại trừ tài liệu: Các nghiên cứu bị loại khỏi quá trình tổng quan khi thuộc một trong các trường hợp sau: (i) trùng lặp giữa các cơ sở dữ liệu; (ii) không phù hợp qua tiêu đề, tóm tắt, đọc toàn văn, ưu tiên các

nghiên cứu có mô tả rõ dữ liệu, thước đo, phương pháp ước lượng và kết quả; (iii) bài viết không cung cấp thông tin về phương pháp nghiên cứu hoặc kết quả nghiên cứu; (iv) các báo cáo thương mại, bài viết phổ thông hoặc tài liệu không qua phản biện khoa học; (v) không thể tiếp cận được nội dung toàn văn.

**2.4 Đánh giá chất lượng nghiên cứu**

Nhằm bảo đảm chất lượng học thuật của các tài liệu được tổng hợp, các nghiên cứu được đánh giá dựa trên bốn tiêu chí:

(1) Mức độ phù hợp với câu hỏi nghiên cứu;

(2) Tính minh bạch của thiết kế nghiên cứu và phương pháp phân tích;

(3) Chất lượng dữ liệu và tính phù hợp của các thước đo nghiên cứu;

(4) Độ tin cậy và khả năng suy luận của các kết quả nghiên cứu.

Chỉ các nghiên cứu đáp ứng yêu cầu tối thiểu về chất lượng học thuật mới được đưa vào quá trình tổng hợp và phân tích.

**2.5. Quy trình tổng quan theo PRISMA**

Nghiên cứu áp dụng quy trình PRISMA (Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses) nhằm đảm bảo tính minh bạch và khả năng tái lập của quá trình tổng quan. Quy trình tổng quan được thực hiện gồm bốn bước:

Nhận diện tài liệu (Identification): Tiến hành tìm kiếm trên các cơ sở dữ liệu học thuật Scopus, Web of Science và Google Scholar thông qua các từ khóa đã xác định, thu được tổng cộng 155 tài liệu nghiên cứu. Tìm kiếm bổ sung từ các nguồn tài liệu tham khảo, báo cáo ngành và website học thuật khác thu được 12 tài liệu nghiên cứu. Tổng số tài liệu xác định được ban đầu là 167 nghiên cứu. Sau khi chạy công cụ lọc và loại bỏ các tài liệu trùng lặp (n = 32), số lượng nghiên cứu còn lại để đưa vào bước tiếp theo là 135 nghiên cứu.

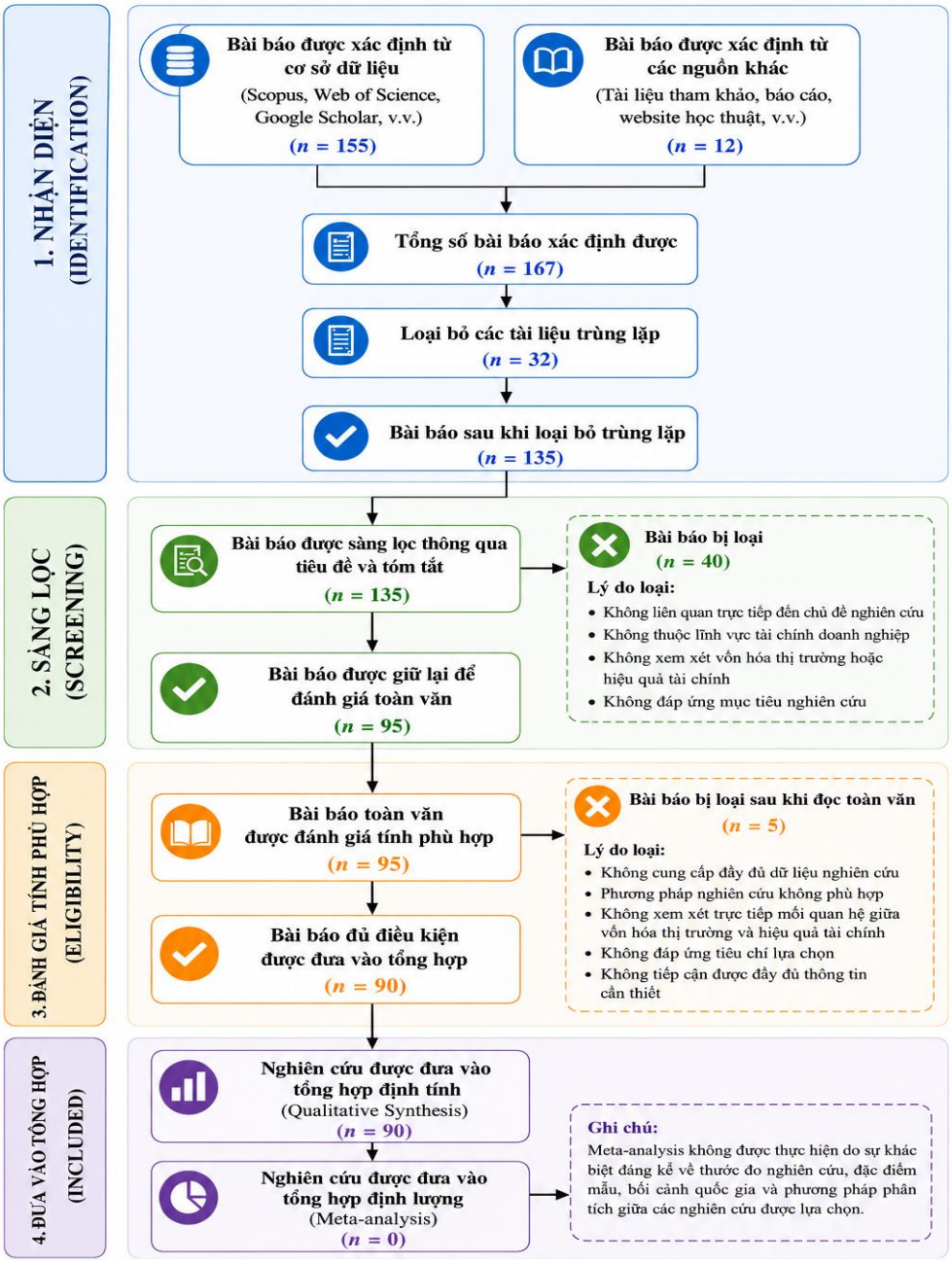
Sàng lọc (Screening): Các tài liệu trùng lặp được loại bỏ. Sau đó, tiêu đề và tóm tắt của từng nghiên cứu được rà soát nhằm loại bỏ các tài liệu không liên quan. Tiến hành rà soát tiêu đề và tóm tắt (abstract) của 135 nghiên cứu. Kết quả có 40 nghiên cứu bị loại bỏ do không liên quan trực tiếp đến chủ đề, sai lệch lĩnh vực nghiên cứu hoặc không đáp ứng mục tiêu đề ra. Số lượng nghiên cứu được giữ lại để đánh giá toàn văn là 95 nghiên cứu.

Đánh giá tính phù hợp (Eligibility): Các nghiên cứu còn lại được đọc toàn văn để đánh giá mức độ phù hợp với mục tiêu nghiên cứu. Tiến hành đọc toàn văn (full-text) đối với 95 nghiên cứu còn lại để đánh giá sâu về phương pháp và mô hình dữ liệu. Kết quả có 5 nghiên cứu bị loại do không cung cấp đủ dữ liệu phù hợp hoặc sai lệch về thước đo thực nghiệm. Cuối cùng, số lượng nghiên cứu đủ điều kiện đưa vào tổng hợp 90 nghiên cứu.

Tổng hợp (Included): Các nghiên cứu đáp ứng đầy đủ tiêu chí được đưa vào tổng hợp và phân tích. Các nghiên cứu được chọn được trích xuất và mã hóa theo khung thông tin thống nhất gồm: bối cảnh nghiên cứu, mẫu và giai đoạn dữ liệu, biến đại diện cho giá trị vốn hóa và hiệu quả tài chính, nhóm biến kiểm soát, phương pháp phân tích và kết quả thực nghiệm. Cuối cùng, nghiên cứu tổng hợp theo hướng mô tả–chủ đề, so sánh kết quả theo thước đo, bối cảnh và phương pháp, đồng thời chỉ ra sự khác biệt, không đồng nhất và khoảng trống nghiên cứu, đặc biệt vấn đề nội sinh, tính hai chiều, khả năng phi tuyến và thiếu bằng chứng ở thị trường mới nổi để làm cơ sở đề xuất hướng nghiên cứu và mô hình thực nghiệm tiếp theo, cụ thể như sau: Toàn bộ

pISSN: 2588–1205
eISSN: 2615–9716

90 nghiên cứu đáp ứng đầy đủ tiêu chí được đưa vào tổng hợp định tính (Qualitative Synthesis) nhằm trích xuất thông tin theo khung thống nhất bao gồm bối cảnh, mẫu, biến số, phương pháp và kết quả thực nghiệm, trong đó các bài báo tiêu biểu nhất được trích xuất chi tiết tại Bảng 1 và Bảng 2. Nghiên cứu này giới hạn phạm vi ở tổng quan hệ thống định tính và xác định số lượng nghiên cứu đưa vào tổng hợp định lượng (Meta-analysis) là n = 0. Lý do là bởi các tài liệu trong mẫu nghiên cứu có sự không đồng nhất lớn (heterogeneity) về cách thức đo lường các biến số cốt lõi (như hiệu quả tài chính được đại diện bởi ROA, ROE, NPM, Tobin's Q; giá trị thị trường được đại diện bởi vốn hóa, EV, tỷ số M/B), đồng thời có sự khác biệt sâu sắc về phương pháp luận ước lượng và bối cảnh quốc gia. Do đó, việc gộp cỡ tác động (effect size) để thực hiện phân tích meta-analysis mang tính định lượng là không khả thi và thiếu chính xác về mặt thống kê.




**Hình 1.** Quy trình lựa chọn tài liệu theo khung PRISMA 2020

## 3. Cơ sở lý thuyết

### 3.1. Các khái niệm

Giá trị vốn hóa thị trường của doanh nghiệp (market capitalization) là một chỉ tiêu quan trọng trong phân tích tài chính và định giá doanh nghiệp, phản ánh giá trị thị trường của phần vốn chủ sở hữu tại một thời điểm nhất định. Sàn giao dịch chứng khoán Nasdaq (Hoa Kỳ) định nghĩa: "Vốn hóa thị trường là tổng giá trị thị trường của toàn bộ số cổ phiếu đang lưu hành của một doanh nghiệp, được xác định bằng số lượng cổ phiếu đang lưu hành nhân với giá thị trường hiện tại của cổ phiếu. Chỉ tiêu này thường được sử dụng để phản ánh quy mô thị trường của doanh nghiệp" (Nasdaq, 2026). Cơ quan Quản lý Công nghiệp Tài chính Hoa Kỳ cũng đưa ra định nghĩa tương tự: "Vốn hóa thị trường là tổng giá trị của các cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp; để tính vốn hóa thị trường, lấy tổng số cổ phiếu đang lưu hành nhân với giá cổ phiếu hiện hành; đồng thời là một trong những thước đo quy mô doanh nghiệp" (Financial Industry Regulatory Authority, 2022). Từ các quan niệm trên, có thể hiểu giá trị vốn hóa thị trường của doanh nghiệp là giá trị thị trường của toàn bộ phần vốn cổ phần đang lưu hành tại một thời điểm nhất định; được xác định theo công thức MC=P×N, trong đó P là giá thị trường của một cổ phiếu và N là số cổ phiếu đang lưu hành.

Về bản chất, vốn hóa thị trường phản ánh giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu doanh nghiệp tại một thời điểm, được hình thành từ giá cổ phiếu và số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Vì vậy, đây là giá trị do thị trường xác lập, không phải giá trị ghi sổ kế toán. Về ý nghĩa, vốn hóa thị trường vừa phản ánh quy mô của doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán, vừa phản ánh mức độ đánh giá và kỳ vọng của nhà đầu tư đối với khả năng sinh lợi, tăng trưởng và rủi ro của doanh nghiệp. Vốn hóa càng cao thường cho thấy thị trường đang dành cho doanh nghiệp mức định giá càng lớn. Vốn hóa thị trường không chỉ phản ánh kết quả hoạt động hiện tại mà còn hàm chứa kỳ vọng về hiệu quả trong tương lai. Vốn hóa có quan hệ với các chỉ tiêu hiệu quả tài chính như ROA, ROE, ROS, nhưng không đồng nhất vốn hóa cao với hiệu quả tài chính cao.

Hiệu quả tài chính của doanh nghiệp được hiểu là khả năng doanh nghiệp tạo ra thu nhập và gia tăng giá trị tài sản thông qua quản lý hợp lý các nguồn lực tài chính trong một khoảng thời gian nhất định. Nói cách khác, đó là mức độ sử dụng nguồn vốn và tài sản hiệu quả nhằm tối đa hóa lợi nhuận ròng, khả năng sinh lời và năng lực quản lý tài sản cũng như nợ phải trả của doanh nghiệp (Brealey et al., 2019). Hiệu quả tài chính là thước đo quan trọng để đánh giá sức khỏe kinh doanh. Để đo lường hiệu quả tài chính, người ta sử dụng nhiều chỉ tiêu, trong đó phổ biến và cốt lõi nhất là ROA (tỷ suất lợi nhuận trên tài sản) và ROE (tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu). Cụ thể, ROA được tính bằng lợi nhuận sau thuế chia cho tổng tài sản bình quân, cho biết mỗi đồng tài sản tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận; ROE bằng lợi nhuận sau thuế trên vốn chủ sở hữu bình quân, thể hiện mức sinh lời trên mỗi đồng vốn của cổ đông. Một doanh nghiệp được xem là có hiệu quả tài chính cao khi có khả năng tối ưu hóa lợi nhuận với chi phí thấp, duy trì nền tảng tài chính vững mạnh và đạt tăng trưởng bền vững dài hạn. Ngược lại, ROA hay ROE thấp cho thấy việc quản lý và sử dụng tài sản/vốn chưa hiệu quả, doanh nghiệp cần cải thiện hiệu suất hoạt động.

Về nguyên lý, giá trị thị trường của doanh nghiệp có xu hướng phản ánh sức khỏe tài chính và kết quả hoạt động của doanh nghiệp đó. Khi doanh nghiệp đạt lợi nhuận cao, thị trường thường đánh giá cao triển vọng của doanh nghiệp, từ đó đẩy giá cổ phiếu và vốn hóa tăng. Ngược lại, hiệu quả sa sút có thể dẫn tới giá trị thị trường sụt giảm. Tuy vậy, mối quan hệ này trên thực tế có thể bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố khác như: tâm lý nhà đầu tư, thông tin bất cân xứng, khiến giá trị vốn hóa không phản ánh kịp thời hoặc đầy đủ hiệu

pISSN: 2588–1205
eISSN: 2615–9716

quả tài chính tại một số thời điểm nhất định. Do đó, cần xem xét mối quan hệ này dưới góc độ lý thuyết để hiểu rõ hơn các cơ chế tác động.

### 3.2. Các lý thuyết nền tảng

Lý thuyết thị trường hiệu quả cho rằng trong một thị trường hiệu quả, giá chứng khoán phản ánh nhanh chóng và đầy đủ mọi thông tin sẵn có (Fama, 1970). Do vậy, mọi thay đổi trong các biến số cơ bản như lợi nhuận, tăng trưởng sẽ lập tức được thị trường điều chỉnh vào giá cổ phiếu. Lý thuyết này hàm ý rằng mọi cải thiện về hiệu quả tài chính như ROA và ROE sẽ ngay lập tức chuyển hóa thành biến động tích cực tương ứng của giá cổ phiếu và giá trị vốn hóa. Ngược lại, nếu hiệu quả suy giảm, thị trường sẽ nhanh chóng phản ánh bằng việc điều chỉnh giảm định giá doanh nghiệp. Giả thuyết thị trường hiệu quả đóng vai trò nền tảng để dự đoán mối quan hệ cùng chiều giữa hiệu quả tài chính và vốn hóa, đồng thời gợi ý rằng độ trễ thời gian trong phản ứng của giá cổ phiếu trước thông tin tài chính là rất thấp và gần như tức thì.

Theo lý thuyết thị trường hiệu quả, vốn hóa thị trường không chỉ phản ánh thông tin hiện tại mà còn hàm chứa kỳ vọng của nhà đầu tư về kết quả kinh doanh trong tương lai. Khi doanh nghiệp đạt được mức vốn hóa cao và duy trì ổn định, áp lực từ thị trường buộc ban lãnh đạo phải sử dụng nguồn lực hiệu quả hơn để đáp ứng kỳ vọng này. Cơ chế kỷ luật của thị trường vốn, thông qua biến động giá cổ phiếu và phản ứng của nhà đầu tư, đóng vai trò thúc đẩy doanh nghiệp cải thiện hiệu quả hoạt động và hiệu quả tài chính.

Lý thuyết tín hiệu cho rằng trong môi trường thông tin không đối xứng, các doanh nghiệp truyền tải tín hiệu về chất lượng của mình tới thị trường thông qua các chỉ số hoạt động. Trong bối cảnh tài chính, kết quả lợi nhuận được coi là tín hiệu quan trọng về triển vọng doanh nghiệp. Một ROA hay ROE cao gửi đi thông điệp rằng doanh nghiệp làm ăn hiệu quả, quản trị tốt; nếu thị trường tin tưởng tín hiệu này, nhà đầu tư sẽ phản ứng bằng cách mua vào cổ phiếu, làm giá và vốn hóa tăng lên. Ngược lại, lợi nhuận suy giảm hay những tín hiệu xấu như cắt giảm cổ tức, báo lỗ sẽ xói mòn niềm tin và kéo giá trị thị trường đi xuống. Như vậy, lý thuyết tín hiệu dự báo mối quan hệ chặt chẽ cùng chiều giữa hiệu quả tài chính và vốn hóa: hiệu quả tốt là tín hiệu tích cực giúp nâng cao giá trị doanh nghiệp, còn hiệu quả kém phát ra tín hiệu xấu làm giảm định giá (Spence, 1973). Theo lý thuyết tín hiệu, trong điều kiện bất cân xứng thông tin, các quyết định tài chính của doanh nghiệp có thể truyền tải thông tin về chất lượng và triển vọng của doanh nghiệp tới thị trường. Khi các tín hiệu được nhà đầu tư diễn giải là đáng tin cậy, chúng có thể làm thay đổi nhận thức của thị trường về giá trị doanh nghiệp, qua đó tác động đến giá trị thị trường của doanh nghiệp (Ross, 1977). Kết quả tương tự được ghi nhận, giá trị thị trường của doanh nghiệp tương quan mạnh với hiệu quả tài chính, đặc biệt ở những doanh nghiệp sở hữu vốn trí tuệ cao, một tín hiệu về lợi thế cạnh tranh và tiềm năng tăng trưởng động (Chen et al., 2005). Điều này lý giải tại sao ban lãnh đạo doanh nghiệp luôn nỗ lực cải thiện các chỉ tiêu lợi nhuận: đó không chỉ là mục tiêu nội tại mà còn nhằm gửi tín hiệu tích cực ra thị trường, từ đó nâng cao giá trị vốn hóa doanh nghiệp.

Từ góc độ lý thuyết tín hiệu, giá trị vốn hóa thị trường cao phản ánh mức độ tín nhiệm và kỳ vọng tích cực của nhà đầu tư đối với doanh nghiệp. Một doanh nghiệp có vốn hóa lớn thường phát đi tín hiệu về vị thế thị trường vững chắc, triển vọng tăng trưởng và chất lượng quản trị tốt. Tín hiệu này giúp doanh nghiệp thuận lợi hơn trong việc huy động vốn mới, cả thông qua phát hành cổ phiếu lẫn vay nợ, với chi phí vốn thấp hơn. Việc giảm chi phí sử dụng vốn góp phần cải thiện khả năng sinh lời và nâng cao các chỉ tiêu hiệu quả tài chính như ROA và ROE.

Lý thuyết đại diện tập trung vào xung đột lợi ích giữa người quản lý và cổ đông. Lý thuyết này gợi ý mối liên hệ gián tiếp giữa hiệu quả tài chính và giá trị doanh nghiệp thông qua chất lượng quản trị và chi phí

đại diện. Hiệu quả tài chính cao thường đạt được khi doanh nghiệp có cơ chế quản trị tốt, hạn chế được hành vi vụ lợi của nhà quản lý, từ đó giảm chi phí đại diện. Thị trường sẽ định giá cao hơn những doanh nghiệp như vậy vì lợi ích của cổ đông được đảm bảo. Ngược lại, ở những nơi quản trị yếu kém, nhà quản lý có thể theo đuổi lợi ích cá nhân (như đầu tư dự án rủi ro để tối đa hóa quy mô thay vì lợi nhuận cổ đông), dẫn đến hiệu quả tài chính thấp hơn tiềm năng và giá trị thị trường bị chiết khấu do nhà đầu tư lo ngại rủi ro nội tại. Do đó, lý thuyết đại diện (Agency Theory) dự báo mối quan hệ hiệu quả – vốn hóa phụ thuộc vào môi trường quản trị: hiệu quả cao chỉ chuyển hóa thành giá trị cao nếu doanh nghiệp quản trị tốt (Jensen & Meckling, 1976). Tác động của hiệu quả tài chính đến giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào quyền lực của ban lãnh đạo: nếu nhà quản lý nắm giữ tỷ lệ cổ phần lớn, họ dễ có động cơ hành động vì lợi ích riêng hơn, khiến giá trị thị trường tăng chậm lại ngay cả khi hiệu quả kinh doanh cải thiện (Dabboussi, 2024). Những kết quả này hàm ý cần kiểm soát tốt chi phí đại diện và nâng cao chất lượng quản trị để đảm bảo lợi nhuận tăng thực sự nâng cao giá trị vốn hóa cho cổ đông.

Trong khung lý thuyết đại diện, hiệu quả tài chính của doanh nghiệp là kết quả tổng hợp phản ánh mức độ sử dụng hiệu quả các nguồn lực dưới sự điều hành của nhà quản lý, đồng thời là chỉ báo gián tiếp về mức độ chi phí đại diện. Doanh nghiệp duy trì được hiệu quả tài chính cao, ổn định thường được hiểu là doanh nghiệp có cơ chế quản trị tốt, mức độ lãng phí thấp, các quyết định đầu tư – tài trợ tương đối phù hợp với lợi ích cổ đông. Ngược lại, hiệu quả tài chính thấp hoặc biến động mạnh có thể khiến nhà đầu tư lo ngại về rủi ro đạo đức, lựa chọn dự án kém hiệu quả hoặc xung đột lợi ích trong nội bộ doanh nghiệp. Khi nhà đầu tư nhận thấy hiệu quả tài chính cao gắn với cơ chế đại diện được kiểm soát tốt, họ sẵn sàng định giá doanh nghiệp ở mức cao hơn (thể hiện qua hệ số P/E, P/B, Tobin's Q cao hơn), từ đó làm tăng giá trị thị trường và giá trị vốn hóa của doanh nghiệp.

Dưới góc nhìn của Lý thuyết đại diện, doanh nghiệp có giá trị vốn hóa lớn thường chịu sự giám sát chặt chẽ hơn từ các nhà đầu tư tổ chức, các quỹ đầu tư và giới phân tích tài chính. Mức độ giám sát cao góp phần làm giảm chi phí đại diện, hạn chế các quyết định đầu tư kém hiệu quả hoặc hành vi tư lợi của nhà quản lý. Khi xung đột lợi ích giữa cổ đông và nhà quản lý được kiểm soát tốt hơn, nguồn lực của doanh nghiệp được phân bổ hiệu quả hơn, qua đó cải thiện kết quả kinh doanh và nâng cao hiệu quả tài chính.

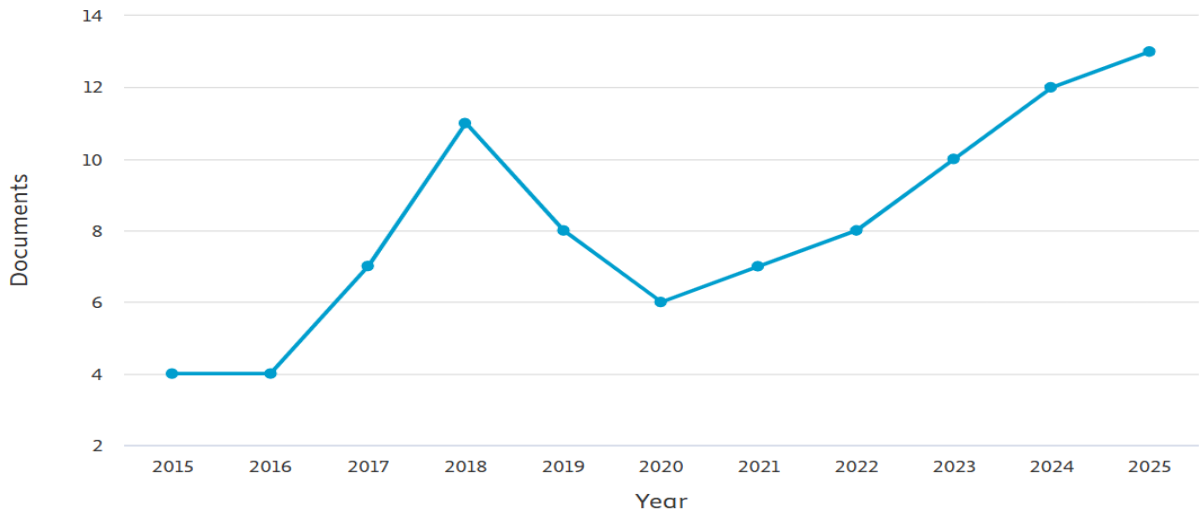
Ngoài ra, giá trị vốn hóa thị trường lớn còn giúp doanh nghiệp khai thác lợi thế kinh tế theo quy mô, như giảm chi phí bình quân, nâng cao sức mạnh thương lượng với nhà cung cấp và khách hàng, cũng như tăng khả năng đầu tư vào công nghệ, đổi mới sáng tạo và phát triển nguồn nhân lực. Những yếu tố này tạo nền tảng cho việc nâng cao năng suất và khả năng sinh lời trong trung và dài hạn.

## 4. Tổng quan nghiên cứu liên quan

### 4.1. Xu hướng tài liệu liên quan đến nghiên cứu

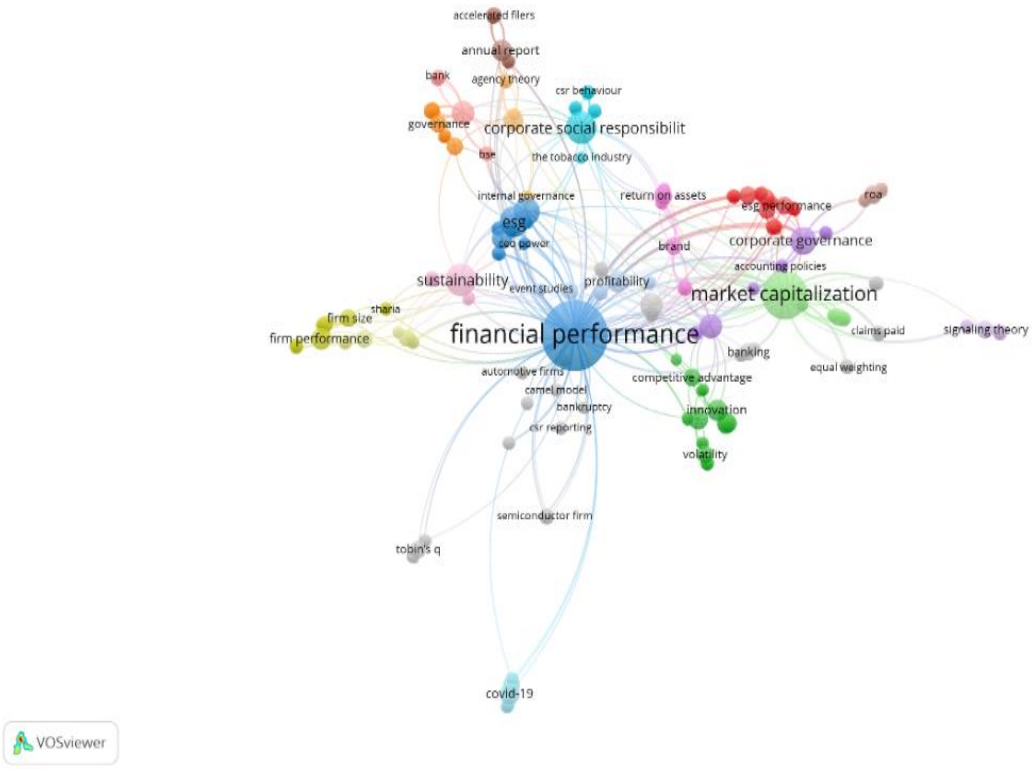
Phân tích tần suất được thực hiện để phân tích sự phân bổ tài liệu dựa trên năm xuất bản, thể loại nghiên cứu, khu vực nghiên cứu, ngành nghiên cứu và lý thuyết áp dụng trong các tài liệu liên quan đến nghiên cứu này. Phân tích đồng xuất hiện (từ khóa) và đồng tác giả (quốc gia) đã được thực hiện để kiểm tra xu hướng phát triển từ khóa vốn hóa thị trường ("market capitalization") và hiệu quả tài chính ("financial performance") từ năm 2015 đến 2025 bằng phần mềm VOSviewer. Thông qua quy trình sàng lọc hệ thống, nghiên cứu này đã xác định và lựa chọn được 90 bài báo khoa học trên cơ sở dữ liệu Scopus, Web of Science và Google Scholar liên quan trực tiếp đến chủ đề vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính doanh nghiệp để đưa vào phân tích.

pISSN: 2588–1205
eISSN: 2615–9716




**Hình 2.** Số lượng các nghiên cứu liên quan được công bố trên Scopus giai đoạn 2015 đến 2025

Kết quả thống kê số lượng các nghiên cứu liên quan được công bố trên Scopus giai đoạn 2015 đến 2025 cho thấy xu hướng đi lên khá rõ. Số lượng tăng từ 4 nghiên cứu năm 2015 lên 13 nghiên cứu năm 2025. Điều này phản ánh mức độ quan tâm ngày càng lớn của học giới đối với chủ đề và sự dồi dào dần lên của nguồn tham khảo cập nhật về vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính doanh nghiệp.




**Hình 3.** Bản đồ đồng xuất hiện từ khóa của tài liệu

Nguồn: Tổng hợp của tác giả (2025)

Bản đồ đồng xuất hiện từ khóa ở Hình 3 cho thấy "financial performance" là nút trung tâm, có kích thước lớn nhất và mật độ liên kết dày, hàm ý đây là trục khái niệm chi phối phần lớn diễn ngôn học thuật trong mẫu tài liệu. Từ khóa này kết nối trực tiếp với các nhánh về "profitability", "firm performance", "sustainability" và một loạt thuật ngữ đo lường hoặc kênh truyền dẫn như "assets", "leverage", "liquidity", phản ánh cách tiếp cận phổ biến: hiệu quả tài chính vừa là kết quả đầu ra, vừa là biến trung gian trong các mô hình tài chính doanh nghiệp.

Cụm liên quan "market capitalization" nổi bật ở phía bên phải và gắn kết chặt với các từ khóa thuộc cụm "corporate governance" và "corporate finance". Đường nối giữa "market capitalization" với "assets", "company size", "valuation" và "capital structure" cho thấy các nghiên cứu thường vận dụng vốn hóa thị trường như thước đo quy mô/thị giá và kiểm định mối quan hệ của nó với cấu trúc vốn, quy mô tài sản và cơ chế quản trị. Về mặt phương pháp, sự hiện diện đồng thời của các từ khóa đo lường (assets, leverage, liquidity) cạnh "market capitalization" và "financial performance" gợi ý các mô hình đa biến (panel/VAR, FEM/REM, GMM) với cặp biến trung tâm vốn hóa–hiệu quả kèm biến kiểm soát quy mô, đòn bẩy, thanh khoản.

### 4.2. Tổng hợp bằng chứng thực nghiệm

#### 4.2.1. Các nghiên cứu trong nước

***Nghiên cứu về ảnh hưởng của vốn hóa thị trường đến hiệu quả tài chính của doanh nghiệp:***

Đoàn Thị Thu Trang (2020) với công trình "How does financial depth influence corporate performance? Evidence from logistics sector" đã sử dụng dữ liệu của 30 doanh nghiệp logistics tại Việt Nam trong giai đoạn 2015–2019, kết hợp dữ liệu doanh nghiệp với dữ liệu về phát triển tài chính từ World Bank. Sau khi so sánh các phương pháp Pooled OLS, FEM và REM, tác giả sử dụng GMM nhằm xử lý khả năng nội sinh và các vấn đề của dữ liệu bảng. Kết quả cho thấy độ sâu tài chính từ khu vực ngân hàng có tác động tích cực tới hiệu quả doanh nghiệp, trong khi vốn hóa thị trường chứng khoán có tác động âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 10% đối với hiệu quả doanh nghiệp ($\beta$ = -0,071) (Doan, T.-T. T., 2020). Bùi Ngọc Toản (2020) tiếp tục kiểm định mối quan hệ giữa phát triển hệ thống tài chính và hiệu quả doanh nghiệp qua nghiên cứu "Impacts of Banking System and Stock Market on Firm Performance: Evidence from Vietnam's Real Estate Sector". Công trình sử dụng dữ liệu tài chính của 35 doanh nghiệp bất động sản Việt Nam trong giai đoạn 2013–2017, kết hợp với dữ liệu của World Bank và áp dụng phương pháp GMM. Hiệu quả doanh nghiệp được đo bằng ROA; trong số các biến phản ánh sự phát triển của thị trường tài chính, stock market capitalization (SMC) được đưa trực tiếp vào mô hình như biến giải thích. Kết quả cho thấy, SMC có tương quan âm với ROA, trong khi tín dụng trong nước dành cho khu vực tư nhân có tác động tích cực đến hiệu quả doanh nghiệp (Bui, T. N., 2020). Doan và Bui (2021) công bố nghiên cứu "The Impact of Financial Development on Corporate Performance: Theory and Evidence trên International Journal of Financial Research", khai thác dữ liệu của 28 doanh nghiệp logistics Việt Nam giai đoạn 2015–2019, trong đó hiệu quả doanh nghiệp tiếp tục được đo bằng tỷ lệ lợi nhuận sau thuế trên tổng tài sản; phát triển tài chính được đại diện bởi hai chỉ tiêu gồm tín dụng trong nước dành cho khu vực tư nhân và stock market capitalization (% GDP). Mô hình được ước lượng bằng GMM, trong đó vốn hóa thị trường là biến độc lập trực tiếp. Kết quả nghiên cứu cho thấy, sự phát triển của thị trường chứng khoán trong điều kiện Việt Nam chưa đương nhiên chuyển hóa thành khả năng cải thiện khả năng sinh lời của doanh nghiệp; trong khi đó, các yếu tố như đòn bẩy tài chính và quy mô doanh nghiệp cũng có ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả hoạt động (Doan, T.-T. T., & Bui, T. N, 2021).

pISSN: 2588–1205
eISSN: 2615–9716

***Nghiên cứu về ảnh hưởng của hiệu quả tài chính doanh nghiệp đến vốn hóa thị trường:***

Trần Thị Tuyết Vân (2025) với công trình "Tác động của hiệu quả tài chính đến giá trị vốn hóa tại doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam" đã sử dụng dữ liệu bảng gồm 3.589 quan sát của 513 doanh nghiệp phi tài chính trong giai đoạn 2016–2023, áp dụng phương pháp System Generalized Method of Moments (SGMM), đồng thời thực hiện các kiểm định Hansen, Sargan, AR(1) và AR(2) nhằm xử lý vấn đề nội sinh, tính động của mô hình và phương sai sai số thay đổi. Kết quả thực nghiệm cho thấy EPS và Tobin's Q có tác động cùng chiều đến vốn hóa thị trường, phản ánh xu hướng thị trường đánh giá cao những doanh nghiệp có kết quả kinh doanh và giá trị thị trường tốt hơn. Mặc dù công trình sử dụng hiệu quả tài chính trong một cấu trúc mô hình rộng hơn, kết quả vẫn cung cấp bằng chứng quan trọng rằng những tín hiệu phản ánh chất lượng và kết quả hoạt động của doanh nghiệp có khả năng được thị trường vốn hóa vào giá trị doanh nghiệp (Trần Thị Tuyết Vân, 2025).

Nghiên cứu của Phan Đình Nguyên và Tô Thị Nhật Minh (2025) cũng cung cấp bằng chứng thực nghiệm quan trọng đối với chiều tác động từ kết quả hoạt động đến vốn hóa thị trường. Sử dụng dữ liệu 7.608 quan sát của 687 doanh nghiệp niêm yết Việt Nam, nghiên cứu áp dụng phương pháp System GMM để xác định các yếu tố quyết định vốn hóa thị trường. Mặc dù mục tiêu tổng thể của nghiên cứu là xác định các nhân tố quyết định vốn hóa, kết quả cho thấy lợi nhuận của doanh nghiệp có quan hệ cùng chiều và có ý nghĩa với vốn hóa thị trường (Phan & Tô, 2025). Nguyễn Thị Phương Thảo, Vũ Thị Thương và Nguyễn Thị Tâm Hiền (2022) đã nghiên cứu đặc điểm doanh nghiệp ảnh hưởng đến quyết định giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng dữ liệu bảng của 222 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trong giai đoạn 2015–2019 và cho thấy nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng ưu tiên những doanh nghiệp có vốn hóa thị trường cao, thanh khoản cao và khả năng sinh lời tốt, trong khi ít quan tâm hơn đến doanh nghiệp có đòn bẩy cao hoặc hệ số giá trên giá trị sổ sách cao (Nguyễn và cộng sự, 2022). Trong nghiên cứu của Nguyễn Thị Thanh Hương, Lê Ngọc Yến, Dương Thị Thanh Thảo và Đàm Thị Thanh Ngân (2025) đối với các doanh nghiệp tài chính niêm yết trên HOSE và HNX giai đoạn 2012–2022, hiệu quả tài chính được đo bằng ROA và giá trị doanh nghiệp được đo bằng PER; kết quả cho thấy ROA có tác động tích cực và có ý nghĩa đến giá trị doanh nghiệp (Nguyễn, T. T. H và cộng sự, 2025).

**Bảng 1.** Tổng quan các nghiên cứu trong nước

| **Tác giả (năm)** | **Phương pháp nghiên cứu** | **Dữ liệu & mẫu nghiên cứu** | **Biến trong mô hình** | **Kết quả chính** | **Khoảng trống nghiên cứu** |
|---|---|---|---|---|---|
| Đoàn Thị Thu Trang (2020) | Pooled OLS, FEM, REM; GMM để xử lý nội sinh và đặc điểm dữ liệu bảng | 30 doanh nghiệp logistics Việt Nam, 2015–2019; kết hợp dữ liệu doanh nghiệp và World Bank | Y: ROA; X: stock market capitalization (% GDP), domestic credit to private sector; biến kiểm soát về quy mô, đòn bẩy | Vốn hóa thị trường → ROA: tác động âm, $\beta \approx -0{,}071$, có ý nghĩa ở mức 10%; tín dụng tư nhân → ROA: tác động dương | Vốn hóa được đo ở cấp độ toàn thị trường, chưa phải vốn hóa của từng doanh nghiệp; chỉ nghiên cứu ngành logistics; chủ yếu sử dụng ROA |
| Bùi Ngọc Toản (2020) | GMM cho dữ liệu bảng | 35 doanh nghiệp bất động sản Việt Nam, 2013–2017; dữ liệu doanh nghiệp | Y: ROA; X: stock market capitalization (SMC), domestic credit to private sector; các biến | Vốn hóa thị trường → ROA: tác động âm; tín dụng trong nước → ROA: tác động dương | Chỉ nghiên cứu bất động sản; SMC phản ánh vốn hóa thị trường chung, chưa phản ánh vốn hóa riêng doanh nghiệp; chưa kiểm định |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | và World Bank | kiểm soát doanh nghiệp | | ROE, ROIC, ROS |
| Đoàn Thị Thu Trang & Bùi Ngọc Toản (2021) | GMM; tiếp cận phát triển tài chính theo hai cấu phần ngân hàng và thị trường chứng khoán | 28 doanh nghiệp logistics Việt Nam, 2015–2019 | Y: ROA; X: stock market capitalization (% GDP), domestic credit to private sector; các biến kiểm soát | Vốn hóa thị trường → hiệu quả doanh nghiệp: tác động âm; tín dụng ngân hàng → hiệu quả doanh nghiệp: tác động dương | Tiếp tục sử dụng vốn hóa thị trường ở cấp độ quốc gia; mẫu hẹp; chưa kiểm định vốn hóa cấp doanh nghiệp và các thước đo hiệu quả khác |
| Nguyễn Thị Phương Thảo, Vũ Thị Thương & Nguyễn Thị Tâm Hiền (2022) | Mô hình dữ liệu bảng | 222 doanh nghiệp phi tài chính niêm yết Việt Nam, 2015–2019 | Y: giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài; X: profitability, market capitalization, liquidity, leverage, P/B… | Hiệu quả/sinh lời → hành vi nhà đầu tư theo hướng tích cực; nhà đầu tư ưu tiên doanh nghiệp có khả năng sinh lời tốt; đồng thời quan tâm doanh nghiệp vốn hóa và thanh khoản cao | Không kiểm định trực tiếp hiệu quả tài chính → vốn hóa thị trường; chỉ cung cấp bằng chứng về kênh hành vi nhà đầu tư |
| Trần Thị Tuyết Vân (2025) | System GMM; kiểm định Hansen, Sargan, AR(1), AR(2) | 3.589 quan sát của 513 doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam, 2016–2023 | Y: vốn hóa thị trường; X: EPS, Tobin's Q và các biến liên quan đến quản trị lợi nhuận, COVID-19 | EPS → vốn hóa thị trường: tác động dương; Tobin's Q → vốn hóa thị trường: tác động dương; cho thấy kết quả và tín hiệu thị trường tích cực được phản ánh vào vốn hóa | Chưa sử dụng nhất quán ROA, ROE, ROS, ROIC như các thước đo hiệu quả tài chính; Tobin's Q bản thân là thước đo giá trị thị trường, cần phân biệt với hiệu quả tài chính |
| Phan Đình Nguyên & Tô Thị Nhật Minh (2025) | System GMM | 7.608 quan sát của 687 doanh nghiệp niêm yết Việt Nam | Y: vốn hóa thị trường; X: profit, intellectual capital, sales growth, leverage; các yếu tố vĩ mô như FDI, inflation, GDP, crisis | Lợi nhuận → vốn hóa thị trường: tác động dương và có ý nghĩa; lợi nhuận cao góp phần cải thiện định giá và vốn hóa doanh nghiệp | "Profit" chưa đồng nhất với hiệu quả tài chính theo nghĩa ROA/ROE/ROIC; chưa tách riêng tác động của hiệu quả sử dụng tài sản và vốn chủ sở hữu |
| Nguyễn Thị Thanh Hương, Lê Ngọc Yến, Dương Thị Thanh Thảo & Đàm Thị Thanh Ngân (2025) | Dữ liệu bảng; hồi quy nghiên cứu tác động của cấu trúc vốn và hiệu quả tài chính đến giá trị doanh nghiệp | Doanh nghiệp tài chính niêm yết trên HOSE và HNX, 2012–2022 | Y: giá trị doanh nghiệp/PER; X: ROA, cấu trúc vốn; quy mô doanh nghiệp có vai trò điều tiết | ROA → giá trị doanh nghiệp: tác động dương | Không phải bằng chứng trực tiếp về hiệu quả tài chính → vốn hóa thị trường; vốn hóa không phải biến phụ thuộc trung tâm. Chỉ nên sử dụng như bằng chứng bổ trợ về cơ chế định giá |

Nguồn: Tổng hợp của tác giả (2025)

pISSN: 2588–1205
eISSN: 2615–9716

**4.2.2. Các nghiên cứu ngoài nước**

***Nghiên cứu về ảnh hưởng của vốn hóa thị trường đến hiệu quả tài chính doanh nghiệp:***

Shamki và Sayari (2016) với công trình *Commercial Banks Profitability and Stock Market Developments* nghiên cứu 13 ngân hàng thương mại Jordan niêm yết trên Amman Stock Exchange trong giai đoạn 2009-2013. Các tác giả xây dựng hai mô hình hồi quy, trong đó ROA và ROE là biến phụ thuộc, còn vốn hóa thị trường và khối lượng giao dịch chứng khoán là các biến độc lập; vốn hóa thị trường được đo bằng tỷ lệ vốn hóa thị trường so với GDP. Dữ liệu được thu thập từ báo cáo tài chính của các ngân hàng và cơ sở dữ liệu của Amman Stock Exchange. Kết quả hồi quy cho thấy vốn hóa thị trường có tác động âm và có ý nghĩa thống kê đối với ROA, nhưng lại có tác động dương và có ý nghĩa đối với ROE; trong khi khối lượng giao dịch có tác động tích cực đến cả ROA và ROE (Shamki & Sayari, 2016). Ở Bangladesh, Hamid (2016) nghiên cứu mối quan hệ giữa quy mô doanh nghiệp và hiệu quả hoạt động trong khu vực ngân hàng thông qua công trình "Dynamics of Firm Size and Performance Relationship: Evidence from the Banking Sector of Bangladesh". Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 23 ngân hàng thương mại niêm yết trên Dhaka Stock Exchange trong giai đoạn 2004-2015; hiệu quả tài chính được đo bằng ROA, còn quy mô doanh nghiệp được phản ánh bởi hai chỉ tiêu là logarit tự nhiên của tổng tài sản và logarit tự nhiên của vốn hóa thị trường, với đòn bẩy tài chính là biến kiểm soát. Kết quả phân tích tương quan cho thấy ROA có quan hệ dương với log vốn hóa thị trường; tuy nhiên, khi kiểm định bằng hồi quy dữ liệu bảng, biến quy mô đo bằng vốn hóa thị trường không có ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả doanh nghiệp, trong khi quy mô tài sản có quan hệ có ý nghĩa với hiệu quả hoạt động và đòn bẩy có tác động âm đến ROA (Hamid, 2016). Zhu (2024) trong nghiên cứu "The Role of Shareholder Management and Market Management in the Enterprise Operations Management–Enterprise Performance Relationship" sử dụng dữ liệu của 1.929 doanh nghiệp Hoa Kỳ trong giai đoạn 2015–2023 và xây dựng các mô hình hồi quy để đánh giá tác động của nhiều yếu tố quản trị đến ROA. Kết quả cho thấy market capitalization có tác động dương và có ý nghĩa thống kê đối với ROA; hệ số ước lượng được báo cáo là B = 7,087, Beta = 0,418 và $p < 0,001$. Tác giả cho rằng mức vốn hóa cao hơn gắn với khả năng tạo ra lợi nhuận trên tài sản tốt hơn, đồng thời vốn hóa thị trường còn tương tác với doanh thu trong việc giải thích hiệu quả hoạt động. Nghiên cứu này cung cấp bằng chứng thuận chiều tương đối rõ về mối liên hệ giữa vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính, đồng thời mở rộng phân tích từ mối quan hệ tuyến tính đơn giản sang vai trò tương tác của vốn hóa trong mô hình hiệu quả doanh nghiệp (Zhu, 2024). Tại Kenya, Kaberia, Kiruga và Munene (2025) thực hiện nghiên cứu "Effect of Market Capitalization on Financial Performance of Cross-Listed Firms: Evidence from the Nairobi Securities Exchange" nhằm đánh giá ảnh hưởng của vốn hóa thị trường đến hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết chéo tại Nairobi Securities Exchange. Nghiên cứu tập trung vào toàn bộ 7 doanh nghiệp niêm yết chéo trên NSE, sử dụng dữ liệu thứ cấp từ Nairobi Securities Exchange và phương pháp event study, kết hợp xử lý dữ liệu bằng EViews. Kết quả cho thấy vốn hóa thị trường có tác động tích cực và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả tài chính, với hệ số $\beta = 0,003$ và $p = 0,030$; tác giả kết luận rằng việc củng cố vốn hóa thị trường có thể góp phần cải thiện hiệu quả tài chính của các doanh nghiệp niêm yết chéo (Kaberia và cộng sự, 2025).

***Nghiên cứu về ảnh hưởng của hiệu quả tài chính doanh nghiệp đến vốn hóa thị trường:***

Al-Nimer và Alslihat (2015) với công trình "The Effect of Profitability Ratios on Market Capitalization in Jordanian Insurance Companies Listed in Amman Stock Exchange", tập trung vào 25 công ty bảo hiểm niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Amman (ASE) trong giai đoạn 2010-2013, sử dụng dữ liệu thứ cấp được khai thác từ báo cáo thường niên của doanh nghiệp. Vốn hóa thị trường được xác định bằng số cổ phiếu đang lưu hành nhân với giá thị trường hiện hành; trong khi hiệu quả tài chính được đại diện bởi ROA, ROE

và ROI. Kết quả cho thấy ROI và ROA có ảnh hưởng đến vốn hóa thị trường, trong khi tác động riêng của ROE không có ý nghĩa thống kê; tuy nhiên, khi các chỉ tiêu ROA, ROE và ROI được xem xét đồng thời, nhóm biến sinh lời có ảnh hưởng có ý nghĩa đến vốn hóa thị trường. (Al-Nimer & Alslihat, 2015). Almumani (2018) với công trình "An Empirical Study on Effect of Profitability Ratios & Market Value Ratios on Market Capitalization of Commercial Banks in Jordan" sử dụng dữ liệu của các ngân hàng thương mại niêm yết tại Jordan trong giai đoạn 2010-2016, trong đó vốn hóa thị trường được xác định bằng số cổ phiếu đăng ký nhân với giá đóng cửa thị trường. Các chỉ tiêu ROA và ROE được sử dụng để đo lường khả năng sinh lời, cùng với EPS, P/E và tỷ lệ chi trả cổ tức đại diện cho các chỉ tiêu thị trường. Kết quả cho thấy ROE là một trong những yếu tố có ảnh hưởng nổi bật đến vốn hóa thị trường, đồng thời tỷ lệ chi trả cổ tức cũng có vai trò đáng kể (Almumani, 2018). Siminică, Cîrciumaru, Cârstina và Sichigea (2017) trong nghiên cứu "The Impact of Economic and Financial Performance on Stock Exchange Performance of Manufacturing Companies Listed on the BVB" đối với 15 doanh nghiệp sản xuất quan trọng niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Bucharest (BVB) của Romania trong giai đoạn 2012–2016. Kết quả phân tích cho thấy tồn tại mối tương quan có ý nghĩa giữa các chỉ tiêu hiệu quả kinh tế - tài chính và các chỉ tiêu phản ánh kết quả trên thị trường chứng khoán; riêng giá trị vốn hóa của doanh nghiệp có sự biến động gắn với thay đổi của các chỉ tiêu hiệu quả tài chính (Siminică et al., 2017). Pavone (2019) với nghiên cứu "Market Capitalization and Financial Variables: Evidence from Italian Listed Companies" đã phân tích 307 doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Italy trong 10 năm, từ 2008 đến 2017, qua đó kiểm định ảnh hưởng của sáu chỉ tiêu tài chính đến vốn hóa thị trường. Tác giả lưu ý rằng các biến được nghiên cứu không phải là những yếu tố duy nhất quyết định vốn hóa thị trường, song chúng cung cấp những mối liên hệ đáng kể giữa thông tin tài chính và định giá thị trường (Pavone, 2019).

**Bảng 2.** Tổng quan các nghiên cứu ngoài nước

| Tác giả (năm) | Phương pháp nghiên cứu | Dữ liệu & mẫu nghiên cứu | Biến trong mô hình | Kết quả chính | Khoảng trống nghiên cứu |
|---|---|---|---|---|---|
| Shamki & Sayari (2016) | Hồi quy dữ liệu bảng | 13 ngân hàng thương mại Jordan niêm yết trên Amman Stock Exchange, 2009–2013 | Y: ROA, ROE; X: market capitalization/GDP, trading volume; các biến kiểm soát | Vốn hóa → ROA: âm và có ý nghĩa; vốn hóa → ROE: dương và có ý nghĩa. Tác động khác nhau tùy chỉ tiêu hiệu quả | Mẫu nhỏ, chỉ tập trung ngân hàng Jordan; vốn hóa đo ở cấp thị trường/GDP; chưa kiểm định đa ngành và chưa xử lý sâu tính nội sinh |
| Hamid (2016) | Phân tích tương quan và hồi quy dữ liệu bảng | 23 ngân hàng thương mại niêm yết tại Bangladesh, 2004–2015 | Y: ROA; X: log market capitalization, log total assets; kiểm soát: leverage | Tương quan cho thấy vốn hóa có quan hệ dương với ROA, nhưng trong mô hình hồi quy vốn hóa không có tác động có ý nghĩa thống kê đến ROA. | Chưa xác định được tác động nhân quả rõ ràng; vốn hóa chủ yếu được sử dụng như thước đo quy mô; chỉ nghiên cứu ngành ngân hàng Bangladesh. |
| Zhu (2024) | Hồi quy OLS; phân tích tác động trực tiếp và | 1.929 doanh nghiệp Hoa Kỳ, 2015– | Y: ROA; X: market capitalization; có | Vốn hóa → ROA: dương và có ý nghĩa thống kê; | Cần kiểm định trong các thị trường khác; chưa xử lý đầy đủ khả năng nội |

pISSN: 2588–1205
eISSN: 2615–9716

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | biến tương tác | 2023 | biến tương tác với doanh thu và các biến quản trị | vốn hóa còn có vai trò điều tiết mối quan hệ giữa doanh thu và ROA. | sinh và quan hệ động; chưa so sánh ROA với ROE/ROIC. |
| Kaberia, Kiruga & Munene (2025) | Event study và hồi quy; xử lý dữ liệu bằng Eviews | 7 doanh nghiệp niêm yết chéo trên Nairobi Securities Exchange, Kenya | Y: financial performance; X: market capitalization | Vốn hóa → hiệu quả tài chính: dương và có ý nghĩa, $\beta = 0{,}003$; $p = 0{,}030$. | Mẫu chỉ 7 doanh nghiệp; tập trung vào doanh nghiệp cross-listed; khả năng khái quát còn hạn chế; chưa kiểm định dữ liệu bảng động. |
| Al-Nimer & Alslihat (2015) | Hồi quy tuyến tính | 25 công ty bảo hiểm niêm yết tại Amman Stock Exchange, Jordan, 2010–2013 | Y: market capitalization; X: ROA, ROE, ROI | ROA và ROI có ảnh hưởng đến vốn hóa thị trường; ROE không có ý nghĩa riêng biệt; nhóm chỉ tiêu sinh lời có ảnh hưởng đáng kể đến vốn hóa. | Mẫu nhỏ và chỉ thuộc ngành bảo hiểm; chưa kiểm định tác động động và nội sinh; chưa mở rộng sang doanh nghiệp đa ngành. |
| Almumani (2018) | Hồi quy dữ liệu doanh nghiệp; phân tích các tỷ số sinh lời và tỷ số thị trường | Các ngân hàng thương mại niêm yết tại Jordan, 2010–2016 | Y: market capitalization; X: ROA, ROE, EPS, P/E, dividend payout | ROE có ảnh hưởng đáng kể đến vốn hóa thị trường; một số chỉ tiêu giá trị thị trường và cổ tức cũng giải thích biến động vốn hóa. | Chỉ tập trung ngân hàng Jordan; chưa tách biệt đầy đủ tác động của hiệu quả hoạt động với các chỉ tiêu thị trường; chưa kiểm định ROIC/ROS. |
| Siminică, Cîrciumaru, Cârstina & Sichigea (2017) | Phân tích tương quan và hồi quy | 15 doanh nghiệp sản xuất niêm yết trên Bucharest Stock Exchange, Romania, 2012–2016 | Y: stock exchange performance, trong đó có capitalized value; X: profitability, operating profit, net profit, ROA/ROE và các chỉ tiêu hiệu quả khác | Có mối liên hệ có ý nghĩa giữa hiệu quả kinh tế–tài chính và kết quả thị trường, trong đó biến động vốn hóa gắn với thay đổi các chỉ tiêu hiệu quả. | Mẫu nhỏ; nhiều chỉ tiêu thị trường cùng được sử dụng; chưa tách riêng hoàn toàn tác động của từng chỉ tiêu hiệu quả lên vốn hóa. |
| Pavone (2019) | Hồi quy trên dữ liệu bảng; phân tích 10 năm | 307 doanh nghiệp niêm yết tại Italy, 2008–2017 | Y: market capitalization; X: ROE, ROA, P/E, earnings yield, operating income/turnover per share, working capital per share | ROE và ROA có quan hệ âm với vốn hóa thị trường; P/E và một số biến tài chính khác có quan hệ dương. | Mẫu nhỏ; chỉ nghiên cứu doanh nghiệp niêm yết tại Italy giai đoạn 2008–2017; chưa làm rõ quan hệ nhân quả, tính nội sinh giữa hiệu quả tài chính và vốn hóa. |

Nguồn: Tổng hợp của tác giả (2025)

## 5. Thảo luận

### 5.1. Khoảng trống nghiên cứu

Tổng quan các nghiên cứu trong và ngoài nước cho thấy mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính đã được tiếp cận dưới nhiều góc độ khác nhau. Phần lớn các nghiên cứu ghi nhận mối quan hệ thuận chiều giữa quy mô hoặc giá trị thị trường của doanh nghiệp với các chỉ tiêu hiệu quả tài chính như ROA, ROE. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm vẫn chưa hoàn toàn thống nhất do sự khác biệt về bối cảnh nghiên cứu, thước đo sử dụng, phương pháp phân tích và đặc điểm của từng thị trường. Qua quá trình tổng quan hệ thống, các khoảng trống nghiên cứu được nhận diện như sau:

Thứ nhất, thiếu góc nhìn tương tác hai chiều: Các nghiên cứu hiện nay chủ yếu xem xét tác động của vốn hóa thị trường hoặc quy mô doanh nghiệp đến hiệu quả tài chính theo hướng một chiều, số nghiên cứu kiểm định trực tiếp sự tương tác hai chiều giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính còn hạn chế. Trong khi đó, bằng chứng lý thuyết từ lý thuyết tín hiệu, giả thuyết thị trường hiệu quả và lý thuyết đại diện gợi mở cơ chế tác động hai chiều, trong khi việc xác định quan hệ nhân quả hai chiều đòi hỏi các mô hình thực nghiệm động (System GMM, Panel VAR) để kiểm chứng. Đây vẫn là khoảng trống cần được tiếp tục làm rõ.

Thứ hai, hạn chế về mặt mô hình động học ngắn hạn: Phần lớn các nghiên cứu tập trung vào các mô hình hồi quy tĩnh hoặc mô hình dữ liệu bảng truyền thống. Các nghiên cứu khai thác động học ngắn hạn, hiệu ứng lan truyền và quan hệ nhân quả giữa vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính còn tương đối hạn chế, đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi.

Thứ ba, mặc dù đã xuất hiện một số nghiên cứu liên quan tại Việt Nam, phần lớn chỉ tập trung vào từng ngành riêng lẻ hoặc xem vốn hóa thị trường như một biến kiểm soát trong mô hình phân tích hiệu quả tài chính. Các nghiên cứu khảo sát trực tiếp mối quan hệ giữa vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính trên phạm vi rộng các doanh nghiệp niêm yết vẫn còn khá khiêm tốn.

Thứ tư, bối cảnh nghiên cứu chưa cập nhật các biến động mới: Bối cảnh thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn gần đây có nhiều thay đổi đáng kể dưới tác động của đại dịch COVID-19, quá trình chuyển đổi số, các biến động kinh tế vĩ mô và tiến trình nâng hạng thị trường. Những thay đổi này có thể làm biến đổi cơ chế tác động giữa định giá thị trường và kết quả hoạt động doanh nghiệp, đòi hỏi các nghiên cứu cập nhật hơn trong tương lai.

### 5.2. Hướng nghiên cứu trong tương lai

Từ các khoảng trống nghiên cứu được xác định, một số định hướng nghiên cứu có thể được xem xét trong thời gian tới.

Thứ nhất, cần tiếp tục nghiên cứu mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính theo hướng động học, trong đó xem xét khả năng tồn tại cơ chế tác động hai chiều giữa hai nhóm biến này. Cách tiếp cận này sẽ góp phần làm rõ liệu hiệu quả tài chính là nguyên nhân dẫn đến gia tăng vốn hóa hay ngược lại, sự gia tăng giá trị thị trường có tạo điều kiện cải thiện hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp hay không.

Thứ hai, các nghiên cứu tương lai cần mở rộng hệ thống chỉ tiêu đo lường. Bên cạnh ROA, ROE, ROS, NPM hoặc EPS, hiệu quả tài chính có thể được đo lường bằng nhiều chỉ tiêu phản ánh khả năng sinh lời và kết quả hoạt động. Đối với khía cạnh thị trường, các nghiên cứu có thể sử dụng vốn hóa thị trường, Market-

pISSN: 2588–1205
eISSN: 2615–9716

to-Book Ratio, Price-to-Earnings Ratio hoặc Tobin's Q tùy theo mục tiêu nghiên cứu. Enterprise Value có thể được sử dụng như một thước đo giá trị doanh nghiệp trong các nghiên cứu xem xét tổng giá trị của doanh nghiệp.

Thứ ba, cần xem xét vai trò của các yếu tố trung gian và điều tiết như cấu trúc vốn, chất lượng quản trị doanh nghiệp, sở hữu nhà nước, mức độ minh bạch thông tin, chất lượng kiểm toán hoặc năng lực đổi mới sáng tạo trong mối quan hệ giữa vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính.

Thứ tư, cần mở rộng phạm vi nghiên cứu theo hướng so sánh giữa các nhóm ngành, các nhóm vốn hóa hoặc giữa các quốc gia trong khu vực ASEAN có thể giúp nhận diện rõ hơn sự khác biệt về cơ chế tác động và nâng cao khả năng khái quát hóa của kết quả nghiên cứu.

Thứ năm, trên cơ sở kết quả tổng quan hệ thống và các khoảng trống nghiên cứu được nhận diện, các nghiên cứu trong tương lai có thể xem xét mối quan hệ động giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp theo hướng tương tác hai chiều. Các phương pháp như dữ liệu bảng động, Panel VAR hoặc System GMM có thể được sử dụng thay vì các mô hình hồi quy tĩnh (OLS, FEM, REM) truyền thống nhằm xử lý vấn đề nội sinh, độ trễ tác động và kiểm định khả năng tồn tại quan hệ nhân quả giữa các biến nghiên cứu trong những bối cảnh thị trường khác nhau.

## 6. Kết luận

### 6.1. Đóng góp của nghiên cứu

Nghiên cứu này đóng góp vào lĩnh vực tài chính doanh nghiệp thông qua việc hệ thống hóa cơ sở lý thuyết và tổng hợp các bằng chứng thực nghiệm liên quan đến mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Về mặt lý thuyết, nghiên cứu tổng hợp và phân tích các nền tảng lý thuyết quan trọng gồm lý thuyết tín hiệu (Signaling Theory), giả thuyết thị trường hiệu quả (Efficient Market Hypothesis) và lý thuyết đại diện (Agency Theory). Các lý thuyết này cung cấp cơ sở giải thích cho mối quan hệ giữa hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và cách thức thị trường định giá doanh nghiệp thông qua giá cổ phiếu và giá trị vốn hóa.

Về mặt thực nghiệm, thông qua quy trình chuẩn hóa hệ thống PRISMA và phân tích cấu trúc mạng lưới từ khóa bằng VOSviewer trên dữ liệu Scopus giai đoạn 2015–2025, kết quả tổng quan cho thấy nhiều nghiên cứu trước đây ghi nhận mối liên hệ tích cực giữa hiệu quả tài chính với quy mô doanh nghiệp, giá trị doanh nghiệp hoặc các chỉ tiêu định giá thị trường. Tuy nhiên, số lượng nghiên cứu kiểm định trực tiếp mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính còn hạn chế, đồng thời chiều hướng và mức độ của mối quan hệ chưa hoàn toàn thống nhất giữa các bối cảnh nghiên cứu do sự khác biệt về bối cảnh quốc gia, đặc điểm ngành nghề, thước đo nghiên cứu và phương pháp phân tích được sử dụng. Đóng góp chính của nghiên cứu không nằm ở việc kiểm định thực nghiệm hay đưa ra các kết luận nhân quả, mà ở việc hệ thống hóa cơ sở lý thuyết, tổng hợp các bằng chứng nghiên cứu hiện có và nhận diện những khoảng trống tri thức còn tồn tại. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất một số định hướng nghiên cứu và khung nghiên cứu khái niệm có thể được vận dụng trong các nghiên cứu thực nghiệm tiếp theo về vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, đặc biệt trong bối cảnh các thị trường mới nổi như Việt Nam.

### 6.2. Hàm ý nghiên cứu

Về mặt học thuật, nghiên cứu cung cấp một bức tranh tổng quan về xu hướng nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính, đồng thời chỉ ra các khoảng trống cần được tiếp tục khám phá.

Đối với các nhà nghiên cứu, kết quả tổng quan gợi ý sự cần thiết của các nghiên cứu thực nghiệm sử dụng dữ liệu bảng động, mô hình Panel VAR hoặc System GMM nhằm xử lý vấn đề nội sinh và quan hệ nhân quả hai chiều.

Đối với doanh nghiệp và nhà đầu tư, kết quả tổng hợp cho thấy tầm quan trọng của việc nâng cao hiệu quả hoạt động và minh bạch thông tin nhằm cải thiện khả năng được thị trường định giá tích cực.

### 6.3. Hạn chế của nghiên cứu

Bên cạnh những đóng góp nêu trên, nghiên cứu cũng có một số hạn chế nhất định:

Thứ nhất, phạm vi tổng quan chủ yếu tập trung vào các nghiên cứu được công bố trong giai đoạn 2015–2025. Một số công trình được công bố trước giai đoạn này chỉ được sử dụng để bổ sung cơ sở lý thuyết và bối cảnh phát triển của vấn đề. Do đó, một số công trình có giá trị được công bố trước giai đoạn này có thể chưa được xem xét đầy đủ.

Thứ hai, mặc dù nghiên cứu sử dụng nhiều cơ sở dữ liệu học thuật khác nhau, khả năng bỏ sót một số công trình liên quan vẫn có thể xảy ra do sự khác biệt về từ khóa, phạm vi lập chỉ mục hoặc khả năng truy cập tài liệu.

Thứ ba, nghiên cứu chủ yếu sử dụng phương pháp tổng hợp định tính nên chưa thực hiện phân tích định lượng tổng hợp (meta-analysis) để lượng hóa mức độ tác động giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính.

Thứ tư, sự khác biệt về bối cảnh nghiên cứu, đặc điểm ngành nghề, quy mô mẫu và phương pháp phân tích giữa các công trình được tổng hợp có thể ảnh hưởng đến mức độ so sánh và khái quát hóa kết quả.

Mặc dù còn những hạn chế nhất định, nghiên cứu vẫn cung cấp một bức tranh tương đối toàn diện về cơ sở lý thuyết, bằng chứng thực nghiệm và khoảng trống nghiên cứu liên quan đến mối quan hệ giữa giá trị vốn hóa thị trường và hiệu quả tài chính của doanh nghiệp, đồng thời tạo nền tảng cho các nghiên cứu tiếp theo trong lĩnh vực này. Việc nhận diện và nêu rõ chúng sẽ giúp định hướng cho các nghiên cứu tiếp theo hoàn thiện hơn. Trong phạm vi cho phép, nghiên cứu này cố gắng kiểm soát và tối giản ảnh hưởng của các hạn chế, đồng thời trình bày kết quả với thái độ thận trọng, chỉ suy luận trong khung cảnh phù hợp.

## Tài liệu tham khảo:

Almumani, M. A. (2018). An empirical study on effect of profitability ratios & market value ratios on market capitalization of commercial banks in Jordan. *International Journal of Business and Social Science, 9*(4), 39–45.

Al-Nimer, M., & Alslihat, N. (2015). The effect of profitability ratios on market capitalization in Jordanian insurance companies listed in Amman Stock Exchange. *Journal of Economics and Sustainable Development, 6*(6), 140–146.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill Education.

Bui, T. N. (2020). Impacts of banking system and stock market on firm performance: Evidence from Vietnam's real estate sector. *International Transaction Journal of Engineering, Management, & Applied Sciences & Technologies, 11*(3), 11A03G, 1–8.

pISSN: 2588–1205
eISSN: 2615–9716

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

Dabboussi, M. (2024). Does managerial power explain the association between agency costs and firm value? The French case. *International Journal of Financial Studies, 12*(3), Article 94. https://doi.org/10.3390/ijfs12030094

Doan, T.-T. T. (2020). How does financial depth influence corporate performance? Evidence from logistics sector. *Accounting, 6*, 937–942. https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.8.003

Doan, T.-T. T., & Bui, T. N. (2021). The impact of financial development on corporate performance: Theory and evidence. *International Journal of Financial Research, 12*(1), 214–219. https://doi.org/10.5430/ijfr.v12n1p214

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383–417. https://doi.org/10.2307/2325486

Financial Industry Regulatory Authority. (2022, September 30). *Market cap explained*. https://www.finra.org/investors/insights/market-cap.

Hamid, M. K. (2016). Dynamics of firm size and performance relationship: Evidence from the banking sector of Bangladesh. *BUBT Journal, 8*, 42–58.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Kaberia, Z. K., Kiruga, A., & Munene, A. (2025). Effect of market capitalization on financial performance of cross-listed firms: Evidence from the Nairobi Securities Exchange. *Cuea Journal of Business and Economics, 2*(1.0).

Nasdaq. (2026). *Market capitalization*. https://www.nasdaq.com/glossary/m/market-capitalization?

Nguyễn, T. P. T., Vũ, T. T., & Nguyễn, T. T. H. (2022). Does firm characteristics affect foreign investors' transactions? The evidence from the Vietnam stock market. *VNU Journal of Economics and Business, 2*(2). https://js.vnu.edu.vn/EAB/article/view/4708

Nguyễn, T. T. H., Lê, N. Y., Dương, T. T. T., & Đàm, T. T. N. (2025). The impact of capital structure and financial performance on firm value: Examining the moderating role of firm size. *Tạp chí Công Thương*. https://doi.org/10.62831/202518005

Pavone, P. (2019). Market capitalization and financial variables: Evidence from Italian listed companies. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 9*(3), 1356–1371. https://dx.doi.org/10.6007/IJARBSS/v9-i3/5802

Phan, D. N., & Tô, T. N. M. (2025). Determinants of market capitalization of listed firms: Evidence from an emerging country. *Journal of Economics and Development, 27*(1), 38–55. https://doi.org/10.1108/JED-06-2024-0202

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. https://doi.org/10.2307/3003485

Shamki, D., & Sayari, K. (2016). Commercial banks profitability and stock market developments. *Journal of Applied Finance & Banking, 6*(4), 43–52.

Siminică, M., Cîrciumaru, D., Cârstina, S., & Sichigea, M. (2017). The impact of economic and financial performance on stock exchange performance of manufacturing companies listed on the BVB. *Economica, 25*(2), 108–115.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics, 87*(3), 355–374. https://doi.org/10.2307/1882010

Trần, T. T. V. (2025). Tác động của hiệu quả tài chính đến giá trị vốn hóa tại doanh nghiệp phi tài chính Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Ngân hàng châu Á*, (234), 37–51. https://doi.org/10.63065/ajeb.vn.2025.234.119628

Zhu, C. (2024). The role of shareholder management and market management in the enterprise operations management–enterprise performance relationship. *International Business & Economics Studies, 6*(4), 256–304. https://doi.org/10.22158/ibes.v6n4p256