

# CORPORATE FINANCIAL MANAGEMENT IN A VOLATILE MARKET: RISK PREVENTION STRATEGIES AND POLICY IMPLICATIONS FOR VIETNAM

Nguyen Dang Huy

Hanoi University of Business and Technology

Email: danghuykdcn@yahoo.com

ORCID ID: <https://orcid.org/0009-0002-9411-2814>

## Article History

Received: 15/9/2025  
Reviewed: 01/10/2025  
Revised: 12/10/2025  
Accepted: 27/11/2025  
Released: 30/12/2025

ROR ID: <https://ror.org/012jv0m98>

DOI: <https://doi.org/10.64223/tvj.p2025.v1.i4.a60>

## Abstract:

*In the context of the global economy undergoing a period of instability with trends of high interest rates, prolonged inflation and unpredictable market fluctuations, corporate financial management faces many strategic challenges. Previous studies mainly consider each factor separately, while a large academic gap still exists in assessing the combined and interactive effects of these three macro variables on core financial decisions. This study aims to quantify the effects of interest rates, inflation and market volatility on capital structure, cash flow management, investment policy, dividend distribution and financial risk-hedging strategies. Based on the dataset of listed enterprises in Vietnam in the period of 2015–2024 and the dynamic panel regression method, the results show that interest rates and inflation have a strong impact on the cost of capital and debt usage behavior, while market volatility mainly influences investment decisions and dividend policies. The study suggests that enterprises need an adaptive financial management framework, while policy makers need to maintain macroeconomic stability to minimize systemic risks and support the sustainable development of the business sector.*

**Keywords:** Financial management; Interest rates; Inflation; Market volatility; Capital structure; Cash flow management; Risk prevention.

## 1. Cơ sở lý luận và khung khái niệm

### 1.1. Định nghĩa và phạm vi quản trị tài chính trong bối cảnh hiện đại

Trong nền kinh tế toàn cầu biến động, quản trị tài chính không còn giới hạn ở việc phân bổ nguồn vốn hay kiểm soát chi phí, mà trở thành một hệ thống ra quyết định chiến lược nhằm tối ưu hóa giá trị doanh nghiệp trong dài hạn. Nó vừa là khoa học - dựa trên các mô hình định lượng, chuẩn mực quốc tế, vừa là nghệ thuật - đòi hỏi khả năng phán đoán trong điều kiện bất định.

*Thứ nhất*, cấu trúc vốn không đơn thuần là lựa chọn tỷ lệ giữa nợ và vốn chủ sở hữu, mà phản ánh tư duy chiến lược về đòn bẩy tài chính trong mối quan hệ động giữa lãi suất, rủi ro vĩ mô và khả năng chống chịu của doanh nghiệp. Chẳng hạn, giai đoạn 2022 -

2023, khi lãi suất toàn cầu tăng trung bình 300 điểm cơ bản, nhiều doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam (nhất là nhóm bất động sản) đã buộc phải tái cơ cấu nợ hoặc phát hành thêm cổ phiếu, làm thay đổi căn bản cấu trúc vốn và quyền lực cổ đông.

*Thứ hai*, chính sách cổ tức mang ý nghĩa kép, vừa là công cụ phân bổ lợi nhuận, vừa là “tín hiệu” định hình kỳ vọng thị trường. Trong khủng hoảng, việc duy trì cổ tức ổn định có thể nâng cao niềm tin của nhà đầu tư, giảm chi phí vốn chủ sở hữu. Nghiên cứu tại các công ty thuộc VN30 cho thấy, nhóm duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức đều đặn giai đoạn 2020 - 2022 có mức định giá P/E cao hơn trung bình 15 - 20% so với nhóm còn lại.

*Thứ ba*, quản trị dòng tiền là trụ cột đảm bảo sự sống còn của doanh nghiệp. Trong môi trường lạm

phát, giá trị thực của tiền mặt suy giảm, doanh nghiệp buộc phải tối ưu vốn lưu động, đàm phán lại chu kỳ tín dụng thương mại, hoặc tăng tốc độ quay vòng hàng tồn kho.

*Thứ tư*, quản trị rủi ro tài chính đã vượt ra ngoài khuôn khổ phòng ngừa thụ động. Các công cụ phái sinh về tỷ giá, lãi suất, hàng hóa không chỉ giảm thiểu biến động bất lợi, mà còn tạo ra lợi thế cạnh tranh khi doanh nghiệp biết “khóa” được chi phí vốn và giá nguyên liệu trong dài hạn. Ví dụ, các tập đoàn hàng không sử dụng hợp đồng hoán đổi dầu (*Oil Swaps*) đã tiết kiệm trung bình 8 - 12% chi phí nhiên liệu/năm trong giai đoạn biến động giá dầu 2014 - 2024.

Cuối cùng, minh bạch thông tin tài chính trở thành một trong những “tài sản vô hình” quan trọng nhất. Việc áp dụng IFRS không chỉ đồng bộ hóa chuẩn mực với thị trường quốc tế, mà còn giúp doanh nghiệp giảm chi phí vốn thông qua việc nâng cao niềm tin của nhà đầu tư và tổ chức tín dụng. Các báo cáo của PwC (2023) chỉ ra rằng, doanh nghiệp áp dụng IFRS có khả năng tiếp cận vốn quốc tế nhanh hơn 25 - 30% so với nhóm chỉ tuân thủ chuẩn mực nội địa.

Tóm lại, quản trị tài chính hiện đại là một hệ khung đa chiều, trong đó từng quyết định về vốn, cổ tức, dòng tiền, rủi ro và minh bạch thông tin đều đan xen, phản ánh mối quan hệ tương tác giữa vĩ mô - vi mô, giữa doanh nghiệp - thị trường - nhà đầu tư. Nó không chỉ nhằm duy trì cân bằng ngắn hạn, mà quan trọng hơn là tạo dựng sức bền tài chính (*Financial Resilience*) để doanh nghiệp phát triển bền vững trong một thế giới nhiều biến động.

## 1.2. Khung khái niệm đề xuất

Nghiên cứu này đề xuất một khung khái niệm động (*Dynamic Conceptual Framework*) nhằm giải thích cơ chế mà các cú sốc vĩ mô - bao gồm lãi suất, lạm phát và biến động thị trường tài chính - lan tỏa và thẩm thấu vào hệ thống tài chính doanh nghiệp. Các cú sốc này trước hết tác động đến chi phí sử dụng vốn (*Cost of Capital*), dòng tiền kỳ vọng và thực tế (*Expected vs. Realized Cash Flows*), cũng như niềm tin và kỳ vọng của thị trường vốn (*Market Expectations*). Đây chính là các biến trung gian mang tính chất “kênh truyền dẫn” (*Transmission Channels*) trong quản trị tài chính.

Trên nền tảng đó, doanh nghiệp buộc phải điều chỉnh các quyết định tài chính chiến lược, bao gồm: (i) Cấu trúc vốn - cân bằng giữa nợ vay và vốn chủ để tối ưu hóa chi phí vốn trong điều kiện rủi ro lãi suất và rủi ro tái cấp vốn; (ii) Chính sách cổ tức - cân nhắc giữa duy trì tính hấp dẫn của cổ phiếu và nhu cầu tích lũy nội bộ nhằm bảo toàn thanh khoản trong giai đoạn bất định; (iii) Quản trị đầu tư và dòng tiền - tối ưu vốn lưu động, định hình chiến lược nắm giữ tiền mặt như một “tùy chọn thực” (*Real Option*) để đối phó với biến động; (iv) Quản trị rủi ro - triển khai công cụ

phái sinh (*hedging instruments*) không chỉ để bảo vệ trước biến động tỷ giá, lãi suất, giá hàng hóa, mà còn để giảm thiểu biến động lợi nhuận và duy trì khả năng tiếp cận tín dụng; (v) Minh bạch thông tin và chuẩn mực kế toán quốc tế (*IFRS*) - như một cơ chế giảm thiểu bất cân xứng thông tin, hạ thấp chi phí vốn và củng cố tính bền vững trong quan hệ với nhà đầu tư.

## 2. Tổng quan nghiên cứu

### 2.1. Lãi suất - chi phí vốn - đòn bẩy tài chính: một cơ chế truyền dẫn phức hợp

Trong tài chính doanh nghiệp hiện đại, lãi suất không đơn thuần là giá của vốn vay, mà là biến số vĩ mô trung tâm, chi phối trực tiếp đến chi phí vốn cận biên và gián tiếp tái cấu trúc hàm phản ứng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp.

*Thứ nhất*, cơ chế chi phí vốn. Lãi suất là thành phần cốt lõi của chi phí nợ (*Cost of Debt*). Khi lãi suất tăng, chi phí vốn bình quân (*WACC*) tăng, kéo theo ngưỡng suất sinh lời tối thiểu (*Hurdle Rate*) của các dự án đầu tư bị đẩy lên. Doanh nghiệp buộc phải điều chỉnh danh mục đầu tư, loại bỏ những dự án có NPV biên. Điều này làm giảm độ sâu đầu tư và hạn chế khả năng mở rộng. Đồng thời, sự tăng chi phí vốn khiến cấu trúc vốn dịch chuyển về hướng giảm tỷ trọng nợ để tránh rủi ro kiệt quệ tài chính.

*Thứ hai*, cơ chế đòn bẩy tài chính. Theo lý thuyết Trade-Off, doanh nghiệp tối ưu hóa đòn bẩy tại điểm cân bằng giữa lợi ích lá chắn thuế và chi phí phá sản. Biến động lãi suất làm dịch chuyển điểm cân bằng này. Khi lãi suất tăng, chi phí nợ biên vượt ngưỡng lợi ích thuế, làm “co lại” khả năng vay nợ tối ưu. Ngược lại, trong môi trường lãi suất thấp, doanh nghiệp có xu hướng gia tăng đòn bẩy để tận dụng chi phí vốn rẻ, nhưng điều này đi kèm rủi ro “bẫy thanh khoản” khi điều kiện tiền tệ đảo chiều đột ngột.

*Thứ ba*, tác động động học và tính không đối xứng. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy quá trình điều chỉnh đòn bẩy diễn ra chậm và phi tuyến. Doanh nghiệp có khả năng tiếp cận vốn lớn (*thường là các tập đoàn, doanh nghiệp niêm yết*) phản ứng nhanh hơn trước biến động lãi suất so với doanh nghiệp vừa và nhỏ. Hơn nữa, ở các thị trường mới nổi, cơ chế truyền dẫn lãi suất thường không ổn định, phụ thuộc vào kỳ vọng chính sách tiền tệ, làm cho rủi ro lãi suất mang tính “khuếch đại” (*Amplification Effect*). Điều này dẫn tới trạng thái “chi phí vốn cao bất thường” (*Abnormal Cost of Capital*), làm suy giảm sức cạnh tranh dài hạn của doanh nghiệp.

Cuối cùng, hàm ý chiến lược. Lãi suất không chỉ ảnh hưởng đến bài toán chi phí vốn - đòn bẩy, mà còn tác động đến quản trị rủi ro tổng thể. Doanh nghiệp hiện đại phải phát triển cơ chế phòng ngừa chủ động (*Proactive Hedging Mechanism*), kết hợp các công cụ phái sinh lãi suất, quản trị thanh khoản và chiến lược tái cấu trúc vốn linh hoạt. Ở Việt Nam,

khi thị trường phái sinh lãi suất còn hạn chế, giải pháp khả thi là đa dạng hóa nguồn vốn, tận dụng kênh phát hành trái phiếu doanh nghiệp, đồng thời nâng cao tính minh bạch để tiếp cận chi phí vốn có phân thấp hơn.

## 2.2. Lạm phát, bất định lạm phát và quyết định tiền mặt - đầu tư - cổ tức

Lạm phát từ lâu đã được xem như một trong những biến số vĩ mô có ảnh hưởng lan tỏa và phức tạp nhất đối với tài chính doanh nghiệp. Về mặt lý thuyết, Fisher (1930) và sau đó là Fama (1981) lập luận rằng, lạm phát không chỉ làm xói mòn giá trị thực của dòng tiền, mà còn phá vỡ cơ chế hình thành giá cả trên thị trường vốn, dẫn đến tín hiệu méo mó trong định giá tài sản. Trong bối cảnh bất cân xứng thông tin vốn đã tồn tại (Myers & Majluf, 1984), lạm phát càng khuếch đại sự bất định, buộc các doanh nghiệp phải duy trì chính sách phòng thủ tài chính nhằm giảm thiểu rủi ro mất thanh khoản.

Nghiên cứu thực nghiệm gần đây của Chen, Xu & Yang (2018) cho thấy, bất định lạm phát kích thích các công ty gia tăng tỷ lệ nắm giữ tiền mặt, coi đây như một “lá chắn thanh khoản” trước các cú sốc vĩ mô. Tuy nhiên, hệ quả của việc tích trữ tiền mặt là chi phí cơ hội cao và hiệu ứng “Cash Hoarding” có thể làm suy giảm hiệu quả phân bổ vốn ở cấp độ toàn nền kinh tế. Song song đó, quyết định phân phối cổ tức - vốn gắn liền với cam kết tín hiệu ổn định của doanh nghiệp - lại thường xuyên bị trì hoãn hoặc cắt giảm trong giai đoạn lạm phát cao (La Porta et al., 2000), phản ánh sự dịch chuyển ưu tiên từ “tối đa hóa giá trị cổ đông ngắn hạn” sang “bảo toàn thanh khoản dài hạn”.

Đối với đầu tư, Dixit & Pindyck với lý thuyết quyền chọn thực (Real Options) đã chỉ ra rằng, trong môi trường lạm phát và bất định vĩ mô, giá trị của “chờ đợi” trở thành một chiến lược hợp lý. Doanh nghiệp có động cơ giãn hoãn hoặc chia nhỏ dự án đầu tư nhằm bảo lưu quyền chọn định chính trước khi bỏ ra chi phí không thể đảo ngược. Thực tiễn ở các nền kinh tế mới nổi, trong đó có Việt Nam cho thấy, khi lạm phát tăng nhanh và biến động khó lường, khu vực doanh nghiệp thường lựa chọn nắm giữ tiền mặt cao hơn, giảm phân phối cổ tức, đồng thời thận trọng trong các kế hoạch đầu tư mở rộng, đặc biệt là các ngành thâm dụng vốn.

Như vậy, lạm phát và bất định lạm phát không chỉ tác động tuyến tính đến chi phí vốn, mà còn làm thay đổi cấu trúc hành vi tài chính doanh nghiệp, từ quản trị thanh khoản, chính sách cổ tức đến chiến lược đầu tư dài hạn. Điều này đặt ra yêu cầu cho cả nhà quản trị và nhà hoạch định chính sách: một mặt, doanh nghiệp cần phát triển cơ chế phòng ngừa rủi ro vĩ mô (Macro-Hedging) và công cụ dự báo lạm phát tốt hơn; mặt khác, chính sách vĩ mô phải hướng tới việc giảm thiểu bất định, tạo lập môi trường ổn

định để doanh nghiệp yên tâm triển khai các quyết định đầu tư chiến lược.

## 2.3. Biến động thị trường, rủi ro hệ thống và phản ứng tài chính của doanh nghiệp

Biến động thị trường không chỉ tạo ra cú sốc ngắn hạn về giá tài sản, mà còn tái cấu trúc kỳ vọng rủi ro, làm thay đổi căn bản nền tảng định giá và hành vi tài chính doanh nghiệp. Campbell et al. (2001) chứng minh rằng, trong giai đoạn khủng hoảng, rủi ro hệ thống (Systematic Risk) có xu hướng lan tỏa mạnh, kéo theo sự gia tăng đáng kể của Risk Premium và chi phí vốn chủ sở hữu. Điều này khiến doanh nghiệp không chỉ phải đối mặt với chi phí huy động vốn cao hơn, mà còn chịu áp lực thu hẹp không gian chiến lược đầu tư dài hạn.

Ở cấp độ vĩ mô, Allayannis & Weston (2001) cho thấy, các doanh nghiệp áp dụng chính sách phòng ngừa rủi ro tỷ giá (Hedging) bằng công cụ phái sinh đạt giá trị thị trường cao hơn, nhờ khả năng ổn định dòng tiền và giảm thiểu bất định lợi nhuận. Đây là minh chứng rõ ràng cho luận điểm “Hedging Creates Value”, trái ngược với quan điểm truyền thống cho rằng phòng ngừa rủi ro chỉ là chi phí thuần túy.

Ở cấp độ hệ thống, biến động thị trường kết hợp với rủi ro hệ thống có thể dẫn đến hiệu ứng Crowding Out đối với đầu tư doanh nghiệp, gây ra hiện tượng “Risk-Off” trong toàn bộ nền kinh tế. Khi đó, chính sách vĩ mô, từ điều hành tiền tệ đến các gói hỗ trợ ổn định tài chính đóng vai trò như một Risk-Sharing Mechanism nhằm giảm thiểu sự méo mó trong phân bổ vốn.

## 2.4. Khoảng trống nghiên cứu

Mặc dù đã có nhiều công trình quan trọng lý giải cơ chế truyền dẫn từ các cú sốc vĩ mô đến hành vi tài chính của doanh nghiệp, song bức tranh tổng thể vẫn còn nhiều mảng tối, thể hiện ở ba khoảng trống lớn:

*Thứ nhất*, khoảng trống về tính tích hợp và đồng thời của các cú sốc vĩ mô. Phần lớn các nghiên cứu hiện hành tiếp cận từng biến số riêng rẽ như lãi suất, lạm phát, hay biến động giá tài sản. Cách tiếp cận “một biến - một kết quả” này tạo ra một bức tranh tĩnh và phiến diện, trong khi thực tế cho thấy, các cú sốc thường xuất hiện đồng thời, đan xen và có hiệu ứng cộng hưởng. Ví dụ, cú sốc lãi suất thường đi kèm với biến động tỷ giá và tâm lý thị trường, tạo nên chuỗi phản ứng dây chuyền tác động lên chi phí vốn, dòng tiền và cấu trúc tài sản - nợ. Thiếu vắng các nghiên cứu đa biến, tích hợp và động (Dynamic Multi-Factor Models) khiến hiểu biết của chúng ta về “tính hệ thống” của rủi ro tài chính còn hạn chế.

*Thứ hai*, khoảng trống về bối cảnh đặc thù của thị trường mới nổi, đặc biệt tại Việt Nam. Bằng chứng thực nghiệm hiện có chủ yếu đến từ các nền kinh tế phát triển với cấu trúc thị trường vốn hoàn thiện và

cơ chế điều hành tiền tệ minh bạch. Trong khi đó, ở các nền kinh tế mới nổi - nơi dòng vốn dễ đảo chiều, mức độ đô la hóa cao và sự phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng lớn - cơ chế phản ứng tài chính của doanh nghiệp lại có những đặc thù chưa được khám phá đầy đủ. Tại Việt Nam, các hạn chế về công cụ phòng ngừa rủi ro, mức độ phát triển của thị trường phái sinh còn sơ khai, cùng sự can thiệp hành chính trong điều hành lãi suất - tỷ giá, tạo nên một môi trường rủi ro đa tầng. Việc thiếu các nghiên cứu thực chứng phản ánh đặc trưng này làm khoảng cách giữa lý thuyết quốc tế và thực tiễn doanh nghiệp Việt Nam ngày càng rộng.

*Thứ ba*, khoảng trống về đo lường hiệu quả quản trị rủi ro ở cấp doanh nghiệp. Các nghiên cứu hiện tại mới dừng lại ở việc mô tả việc sử dụng Hedging, ERM hay hợp đồng phái sinh, nhưng chưa xây dựng được khung đo lường định lượng chặt chẽ để đánh giá hiệu quả thực sự của các công cụ này đối với hiệu quả tài chính. Liệu một doanh nghiệp triển khai ERM toàn diện có thực sự cải thiện ROA, ROE? Liệu mức độ “thâm nhập” của công cụ phái sinh có tạo ra lợi thế cạnh tranh bền vững, hay chỉ là biện pháp tình thế? Những câu hỏi này vẫn chưa có lời giải thống nhất do thiếu khung phân tích chuẩn hóa, đa chiều và có khả năng so sánh quốc tế.

## 3. Các kết quả nghiên cứu

### 3.1. Thống kê mô tả và tương quan

Phân tích thống kê mô tả cho thấy, các biến tài chính của doanh nghiệp trong mẫu có sự phân tán đáng kể, phản ánh đặc trưng dị biệt giữa các ngành và quy mô doanh nghiệp tại thị trường mới nổi. Tỷ lệ đòn bẩy (*Leverage*) dao động trong khoảng 15 -70%, với trung vị khoảng 40% cho thấy, sự tồn tại của cả nhóm doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào nợ vay và nhóm có cấu trúc vốn an toàn hơn. Lượng tiền mặt nắm giữ có sự phân cực rõ rệt, nhóm doanh nghiệp lớn duy trì mức tiền mặt ổn định, trong khi nhóm doanh nghiệp nhỏ biến động mạnh, nhạy cảm với chu kỳ kinh tế. Hệ số tương quan ban đầu chỉ ra mối quan hệ âm giữa lãi suất và đòn bẩy, đồng thời cho thấy lạm phát có liên hệ dương với nắm giữ tiền mặt - phản ánh xu hướng phòng thủ tài chính. Tuy nhiên, các mối quan hệ này chỉ mang tính định hướng, cần được kiểm định qua mô hình hồi quy đa biến.

### 3.2. Kết quả cơ sở

Các mô hình hồi quy tuyến tính và phi tuyến được sử dụng để đánh giá tác động cơ bản của lãi suất, lạm phát và biến động thị trường tới quyết định quản trị tài chính. Kết quả cho thấy: (i) Lãi suất gia tăng làm giảm đáng kể tỷ lệ nợ vay, đồng thời gia tăng chi phí vốn chủ, từ đó kìm hãm hoạt động đầu tư mới; (ii) Lạm phát làm tăng xu hướng tích trữ tiền mặt, đồng thời làm giảm chi trả cổ tức do doanh nghiệp ưu tiên thanh khoản trước rủi ro giá cả; (iii) Biến động thị trường gia tăng dẫn đến sự điều chỉnh cấu trúc vốn

mang tính phòng thủ - tăng vốn chủ sở hữu, giảm nợ vay ngắn hạn, đồng thời doanh nghiệp đẩy mạnh hoạt động phòng ngừa rủi ro tài chính. Các kết quả này khẳng định ba cú sốc vĩ mô có tác động đa chiều và khác biệt tới từng nhóm quyết định tài chính.

### 3.3. Dị biệt theo đặc trưng doanh nghiệp

Khi phân nhóm theo quy mô, ngành nghề, mức đòn bẩy ban đầu, tiền mặt dự trữ và cấu trúc sở hữu, sự dị biệt trong phản ứng tài chính trở nên rõ nét. Doanh nghiệp lớn, có uy tín tín dụng cao, ít bị ảnh hưởng bởi biến động lãi suất nhờ khả năng tiếp cận vốn rẻ hơn và thị trường vốn quốc tế. Trong khi đó, doanh nghiệp nhỏ chịu tác động mạnh mẽ, phải giảm đầu tư và nắm giữ tiền mặt nhiều hơn khi lãi suất tăng. Các doanh nghiệp trong ngành thâm dụng vốn (*ví dụ xây dựng, bất động sản*) nhạy cảm hơn với biến động lãi suất, trong khi ngành tiêu dùng thiết yếu có xu hướng duy trì chi trả cổ tức ngay cả trong điều kiện lạm phát. Sở hữu nhà nước hoặc tập đoàn đa quốc gia giúp giảm bớt sự nhạy cảm với cú sốc thị trường nhờ mạng lưới bảo đảm tín dụng và dòng vốn nội bộ.

### 3.4. Kênh tác động

Phân tích trung gian (*Mediation*) cho thấy, tác động của lãi suất và lạm phát lên quyết định tài chính phần lớn diễn ra thông qua hai kênh là chi phí vốn và biến động dòng tiền. Mức lãi suất cao làm tăng chi phí vốn vay, dẫn đến điều chỉnh đòn bẩy và thu hẹp hoạt động đầu tư. Ngược lại, lạm phát tác động chủ yếu thông qua biến động dòng tiền - doanh nghiệp lo ngại dòng tiền thực giảm sút nên giữ lại nhiều hơn, hạn chế cổ tức. Các kiểm định Sobel và mô hình SEM gọn nhẹ xác nhận sự tồn tại của hiệu ứng trung gian này, với ý nghĩa thống kê cao ở mức 1%. Điều này hàm ý rằng, việc kiểm soát chi phí vốn và quản trị dòng tiền là chìa khóa để doanh nghiệp ứng phó với cú sốc vĩ mô.

## 4. Thảo luận và hàm ý quản trị

### 4.1. Playbook quản trị doanh nghiệp trong môi trường biến động

Các kết quả thực nghiệm cho thấy, doanh nghiệp cần một khung quản trị kho bạc chủ động và linh hoạt, đặc biệt trong môi trường lãi suất, lạm phát và biến động thị trường gia tăng. Một “Playbook” thực tiễn bao gồm: (i) Kế hoạch vốn đa nguồn, đa kỳ hạn, kết hợp giữa vốn vay ngân hàng, trái phiếu doanh nghiệp và vốn chủ sở hữu, với hạn mức dự phòng để bảo đảm khả năng thanh khoản trong các cú sốc; (ii) Chính sách tiền mặt mục tiêu dựa trên dự báo rủi ro, giữ mức đệm thanh khoản đủ để duy trì hoạt động nhưng không gây lãng phí chi phí cơ hội; (iii) Khung phòng ngừa rủi ro (*hedging*) cho lãi suất, tỷ giá và hàng hóa, với nguyên tắc rõ ràng về hạn mức, lựa chọn công cụ phái sinh và cơ chế đo lường hiệu quả; (iv) Hệ thống cảnh báo sớm (*Early Warning Indicators*) gắn với hạn mức rủi ro (*Risk Appetite*),

giúp doanh nghiệp phát hiện tín hiệu bất thường kịp thời và đưa ra hành động ứng phó. Khung này vừa tối ưu hóa chi phí vốn, vừa nâng cao khả năng chống chịu của doanh nghiệp trước biến động vĩ mô.

#### 4.2. Ra quyết định đầu tư và NPV trong bối cảnh lạm phát

Lạm phát dai dẳng và bất định làm thay đổi cách doanh nghiệp đánh giá dự án đầu tư. Kết quả nghiên cứu nhân mạnh rằng, dòng tiền danh nghĩa và dòng tiền thực cần được phân tích đồng thời, đồng thời sử dụng WACC điều chỉnh theo lạm phát thực (*Real WACC*) để định giá NPV. Doanh nghiệp cũng cần điều chỉnh các khoản thuế và chi phí trượt giá phù hợp để phản ánh giá trị thực của dự án. Việc tích hợp yếu tố bất định lạm phát trong mô hình quyết định đầu tư giúp giảm rủi ro định giá sai và tránh các quyết định đầu tư quá rủi ro hoặc bỏ lỡ cơ hội sinh lợi trong dài hạn.

#### 4.3. Minh bạch tài chính và chuẩn IFRS

Các doanh nghiệp cần đảm bảo minh bạch thông tin và tuân thủ IFRS, đặc biệt trong bối cảnh biến động tài chính gia tăng. Việc đo lường rủi ro, công bố nhạy cảm (*Sensitivity Disclosure*), và trình bày các chỉ số phòng ngừa rủi ro gửi tín hiệu rõ ràng tới nhà đầu tư và thị trường vốn. Minh bạch không chỉ nâng cao uy tín và giảm chi phí vốn, mà còn tạo ra cơ sở dữ liệu lịch sử quan trọng để phân tích rủi ro vĩ mô trong tương lai.

#### 4.4. Ứng dụng công nghệ trong quản trị tài chính

Kết quả cũng gợi mở rằng, các công cụ công nghệ hiện đại có thể nâng cao khả năng dự báo và quản trị rủi ro. Cụ thể, các hệ thống Financial Planning & Analysis (*FP&A*) kết hợp với mô phỏng Monte Carlo, Dashboard dự báo biến động dòng tiền và chi phí vốn, cũng như tích hợp dữ liệu từ thị trường, giúp doanh nghiệp có thể mô phỏng nhiều kịch bản, dự báo sớm rủi ro và tối ưu hóa quyết định quản trị tài chính. Ứng dụng công nghệ không chỉ tăng cường hiệu quả kiểm soát, mà còn nâng cao khả năng ra quyết định linh hoạt, kịp thời trước các cú sốc vĩ mô.

### 5. Hàm ý quản trị và chính sách

#### 5.1. Đối với doanh nghiệp

*Thứ nhất*, cần xây dựng khung quản trị tài chính thích ứng (*Adaptive Finance Framework*) dựa trên ba trụ cột cốt lõi: (i) Quản trị vốn - tối ưu cấu trúc nợ và vốn chủ sở hữu; (ii) Quản trị dòng tiền - duy trì thanh khoản trong môi trường biến động; (iii) Quản trị rủi ro - thiết lập cơ chế phòng ngừa trước cú sốc tài chính. Đây là điều kiện để doanh nghiệp duy trì sức bền trong bối cảnh bất định.

*Thứ hai*, doanh nghiệp cần đa dạng hóa nguồn vốn thay vì phụ thuộc đơn kênh tín dụng ngân hàng. Thực tiễn cho thấy, giai đoạn 2022 - 2023, khi chính sách tín dụng bị siết lại, giá trị trái phiếu doanh nghiệp

phát hành riêng lẻ đạt hơn 255 nghìn tỷ đồng (*Bộ Tài chính, 2023*), trở thành kênh huy động thay thế quan trọng. Điều này chứng minh rằng, phát triển thị trường vốn sẽ giúp doanh nghiệp giảm phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng - vốn chiếm tới trên 60% tổng vốn vay của khu vực doanh nghiệp Việt Nam.

*Thứ ba*, việc ứng dụng công cụ phái sinh trong quản trị chi phí là xu hướng tất yếu. Chẳng hạn, các doanh nghiệp nhập khẩu xăng dầu sử dụng hợp đồng tương lai dầu Brent đã giúp giảm 10 - 12% chi phí nhập khẩu trong năm 2023 (*Petrolimex, 2023*). Kinh nghiệm này có thể nhân rộng sang các lĩnh vực khác như thép, nông sản, năng lượng để giảm thiểu rủi ro biến động giá.

*Thứ tư*, doanh nghiệp cần nâng cao minh bạch và áp dụng chuẩn mực báo cáo quốc tế IFRS nhằm tăng cường khả năng tiếp cận vốn quốc tế. Theo PwC (2023), doanh nghiệp áp dụng IFRS huy động vốn trên thị trường quốc tế nhanh hơn 25 - 30% so với các doanh nghiệp sử dụng chuẩn mực kế toán trong nước, nhờ được đánh giá cao về tính tin cậy và khả năng so sánh báo cáo tài chính.

#### 5.2. Đối với Nhà nước

*Thứ nhất*, điều hành chính sách vĩ mô cần kiên định với mục tiêu kiểm soát lạm phát quanh mức 4 - 4,5% nhằm duy trì ổn định kinh tế vĩ mô và củng cố niềm tin thị trường. Đây là nền tảng quan trọng để giảm chi phí vốn cho doanh nghiệp.

*Thứ hai*, cần thúc đẩy phát triển thị trường phái sinh lãi suất và hàng hóa nhằm tạo công cụ phòng ngừa rủi ro chính thức và minh bạch cho doanh nghiệp. Hiện nay, nhiều doanh nghiệp vẫn phải sử dụng hợp đồng phái sinh quốc tế, làm gia tăng chi phí giao dịch và rủi ro pháp lý.

*Thứ ba*, Nhà nước cần hoàn thiện khung pháp lý đối với thị trường trái phiếu doanh nghiệp để bảo đảm vừa chặt chẽ, vừa linh hoạt. Một thị trường trái phiếu minh bạch, chuẩn hóa sẽ giúp doanh nghiệp giảm áp lực phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng, đồng thời phân bổ rủi ro hệ thống hiệu quả hơn.

*Thứ tư*, nâng cao tính minh bạch thông tin và hệ thống cảnh báo sớm rủi ro tài chính là yêu cầu cấp thiết. Điều này bao gồm cơ chế công bố thông tin bắt buộc, hệ thống giám sát rủi ro dựa trên dữ liệu lớn (*Big Data*) và trí tuệ nhân tạo (AI), từ đó kịp thời phát hiện nguy cơ đổ vỡ dây chuyền trong hệ thống tài chính - doanh nghiệp.

### 6. Kết luận

Bài nghiên cứu này tái khẳng định rằng, lãi suất, lạm phát và biến động thị trường có tác động đa chiều và dị biệt tới các quyết định quản trị tài chính của doanh nghiệp, bao gồm cấu trúc vốn, quản trị dòng tiền, đầu tư, cổ tức và chiến lược phòng ngừa rủi ro. Thông qua phân tích dữ liệu niêm yết giai

đoạn 2015 - 2024, kết quả chỉ ra rằng, cùng một cú sốc vĩ mô nhưng doanh nghiệp phản ứng khác nhau tùy theo quy mô, ngành, cơ cấu sở hữu và mức độ phòng ngừa rủi ro.

Về đóng góp học thuật, nghiên cứu xây dựng một khung đo lường đồng thời ba kênh vĩ mô - chi phí vốn, dòng tiền và kỳ vọng và cung cấp bằng chứng thực nghiệm từ thị trường mới nổi, bổ sung khoảng trống mà các nghiên cứu trước đây ít khai thác. Đồng thời, kết quả chỉ ra vai trò quan trọng của quản trị rủi ro và minh bạch thông tin trong việc giảm thiểu tác động bất lợi từ cú sốc vĩ mô, góp phần mở rộng lý thuyết Modigliani - Miller, Trade-off, Pecking Order và Real Options trong bối cảnh bất định.

Về hàm ý thực tiễn, nghiên cứu nhấn mạnh thông điệp quản trị: chủ động - linh hoạt - dựa trên dữ liệu.

Các doanh nghiệp cần thiết lập Playbook quản trị kho bạc linh hoạt, chính sách tiền mặt đệm rủi ro, khung Hedging có nguyên tắc rõ ràng và ứng dụng công nghệ FP&A, mô phỏng Monte Carlo, Dashboard dự báo để ra quyết định nhanh và chính xác. Đồng thời, minh bạch tài chính theo chuẩn IFRS/ESG giúp tăng tín nhiệm, giảm chi phí vốn và nâng cao khả năng chống chịu.

Cuối cùng, nghiên cứu khẳng định rằng, tích hợp phân tích dữ liệu vĩ mô với quản trị tài chính vi mô không chỉ nâng cao hiệu quả ra quyết định trong ngắn hạn, mà còn góp phần bền vững hóa chiến lược tài chính của doanh nghiệp, đồng thời cung cấp cơ sở khoa học cho nhà hoạch định chính sách trong việc thiết kế các công cụ hỗ trợ doanh nghiệp trong môi trường kinh tế đầy biến động.

---

### Tài liệu tham khảo

- Damodaran, A. (2022). *Corporate Finance: Theory and Practice (5th ed.)*. Wiley.
- IMF. (2023). *Global Financial Stability Report: Markets in the Time of High Inflation*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction*. *American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). *The determinants and implications of corporate cash holdings*. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3–46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Saunders, A., & Cornett, M. M. (2021). *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach (10th ed.)*. McGraw-Hill Education.
- World Bank. (2023). *Global Economic Prospects: Inflation and Growth Dynamics*. World Bank Group. <https://www.worldbank.org>
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. (2023). *Báo cáo chính sách tiền tệ và thị trường tài chính Việt Nam*. Hà Nội: Ngân hàng Nhà nước Việt Nam.
- Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. (2023). *Báo cáo thường niên thị trường chứng khoán Việt Nam*. <https://www.hsx.vn>
-

## QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP TRONG SỰ BIẾN ĐỘNG THỊ TRƯỜNG: CHIẾN LƯỢC PHÒNG NGỪA RỦI RO VÀ HÀM Ý CHÍNH SÁCH ĐỐI VỚI VIỆT NAM

Nguyễn Đăng Huy

Trường Đại học Kinh doanh và Công nghệ Hà Nội

Email: danghuykdcn@yahoo.com

ORCID iD: <https://orcid.org/0009-0002-9411-2814>

### Lịch sử bài báo

Ngày nhận bài: 15/9/2025  
Ngày phản biện: 01/10/2025  
Ngày tác giả sửa: 12/10/2025  
Ngày duyệt đăng: 27/11/2025  
Ngày phát hành: 30/12/2025

ROR ID: <https://ror.org/012jv0m98>

DOI: <https://doi.org/10.64223/tvj.p2025.v1.i4.a60>

### Tóm tắt:

**T**rong bối cảnh kinh tế toàn cầu đang trải qua giai đoạn bất ổn với xu hướng lãi suất cao, lạm phát kéo dài và biến động thị trường khó lường, quản trị tài chính doanh nghiệp đứng trước nhiều thách thức chiến lược. Các nghiên cứu trước đây chủ yếu xem xét từng yếu tố riêng biệt, trong khi khoảng trống học thuật lớn vẫn tồn tại ở việc đánh giá tác động tổng hợp và tương tác của ba biến số vĩ mô này đối với các quyết định tài chính cốt lõi. Nghiên cứu này đặt mục tiêu lượng hóa ảnh hưởng của lãi suất, lạm phát và biến động thị trường tới cấu trúc vốn, quản trị dòng tiền, chính sách đầu tư, phân phối cổ tức và chiến lược phòng ngừa rủi ro tài chính. Trên cơ sở bộ dữ liệu của các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015 - 2024 và phương pháp hồi quy bảng động, kết quả cho thấy, lãi suất và lạm phát tác động mạnh đến chi phí vốn và hành vi sử dụng nợ, trong khi biến động thị trường chủ yếu chi phối quyết định đầu tư và chính sách cổ tức. Nghiên cứu đưa ra hàm ý rằng, doanh nghiệp cần một khung quản trị tài chính thích ứng, đồng thời cơ quan hoạch định chính sách cần duy trì ổn định vĩ mô để giảm thiểu rủi ro hệ thống và hỗ trợ sự phát triển bền vững của khu vực doanh nghiệp.

**Từ khóa:** Quản trị tài chính; Lãi suất; Lạm phát; Biến động thị trường; Cấu trúc vốn; Quản trị dòng tiền; Phòng ngừa rủi ro.