

# FINANCIAL MANAGEMENT IN A CONTEXT OF MACROECONOMIC UNCERTAINTY: EVIDENCE FROM LISTED COMPANIES IN VIETNAM

Nguyen Thu Huong

Trung Vuong University

ROR ID: <https://ror.org/05xzsm645>

Email: [thuhuong8282@gmail.com](mailto:thuhuong8282@gmail.com)

ORCID iD: <https://orcid.org/0009-0006-6612-952X>

## Article History

Received: 20/9/2025  
Reviewed: 14/10/2025  
Revised: 23/10/2025  
Accepted: 25/11/2025  
Released: 30/12/2025

DOI: <https://doi.org/10.64223/tvj.p2025.v1.i4.a62>

## Abstract:

*In the context of macroeconomic uncertainty with high interest rates, persistent inflation and increasing market volatility, corporate financial decisions are no longer affected by a single shock but are the result of the resonance of many simultaneous shocks. This study extends the traditional analytical framework by integrating three central factors – interest rates, inflation and market volatility – to quantify their joint and separate impacts on capital structure, cash flow management, investment, dividends and risk hedging strategies of enterprises.*

*Based on data from listed Vietnamese firms for the period 2015–2024 and a dynamic panel model, the study identifies two core transmission channels: (i) the cost of capital, and (ii) cash flow volatility, which explain the differences in responses by size, industry, and ownership structure. Based on this empirical evidence, the paper proposes a framework for adaptive financial management at the firm level, and provides a package of policy implications to strengthen system stability, limit risk spillover, and support sustainable growth goals.*

**Keywords:** Interest rate; Inflation; Market volatility; Corporate financial decisions; Cost of capital; Cash flow dynamics; Emerging markets; GMM dynamic panel model; Risk management and hedging.

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

Năm trụ cột lý thuyết tạo thành nền tảng để nhận diện và giải thích các cú sốc vĩ mô theo một cấu trúc nhất quán.

*Thứ nhất*, Modigliani - Miller cùng lý thuyết đánh đổi (*trade-off*) định vị “điểm tối ưu động” của đòn bẩy, trong đó lợi ích lá chắn thuế và chi phí kiệt quệ tài chính thay đổi linh hoạt theo trạng thái chính sách tiền tệ và lạm phát.

*Thứ hai*, trật tự phân hạng nội sinh hóa bất cân xứng thông tin vào quyết định lựa chọn nguồn vốn, qua đó lý giải tại sao các doanh nghiệp nhỏ hoặc có mức độ minh bạch thấp phản ứng nhạy hơn trước cú sốc chi phí vốn.

*Thứ ba*, lý thuyết quyền chọn thực chuyển hóa bất

định từ rủi ro thuần túy thành giá trị linh hoạt, làm nổi bật “*giá trị của chờ đợi*” trong các dự án đầu tư không thể đảo ngược khi độ biến động thị trường gia tăng.

*Thứ tư*, quản trị rủi ro tổng thể (ERM) cung cấp một cơ chế tích hợp, gắn kết quản trị kho bạc, chính sách vốn, công cụ phái sinh và minh bạch thông tin thành một hệ thống ra quyết định đồng bộ, qua đó biến phòng ngừa rủi ro từ phản ứng bị động thành chiến lược tạo giá trị chủ động.

Trên nền tảng năm trụ cột này, khung khái niệm nghiên cứu đề xuất coi ba cú sốc vĩ mô (*lãi suất, lạm phát và biến động thị trường*) như những “*xung lực cấp hệ thống*”. Các xung lực này tác động trước hết đến ba biến trung gian: (i) Chi phí sử dụng vốn (WACC và chi phí vốn chủ hàm ý); (ii) Khoảng cách giữa dòng tiền kỳ vọng và dòng tiền thực tế; (iii) Kỳ

vọng thị trường thể hiện qua risk premium. Thông qua các biến trung gian này, tác động của cú sốc mới lan tỏa đến cấu trúc vốn, quản trị thanh khoản, đầu tư, cổ tức và chiến lược phòng ngừa rủi ro ở cấp doanh nghiệp. Cách tiếp cận này cho phép kết nối trực tiếp lý thuyết với cơ chế truyền dẫn thực nghiệm, qua đó nâng cao khả năng giải thích và dự báo.

### 2. Quản trị tài chính trong bối cảnh hiện đại

Quản trị tài chính ngày nay đã vượt ra khỏi vai trò truyền thống của một cơ chế phân bổ vốn tĩnh, để trở thành bộ điều hành chiến lược theo thời gian thực. Cấu trúc vốn không còn dừng lại ở mức đòn bẩy tối ưu, mà được thiết kế dựa trên khả năng “chịu sốc” của lịch trả nợ: sự cân bằng giữa kỳ hạn ngắn - dài, tỷ lệ lãi suất cố định - thả nổi và các điều khoản ràng buộc nhằm duy trì tính linh hoạt tài chính. Chính sách cổ tức chuyển dịch từ cách tiếp cận “tỷ lệ chi trả” sang “hàm phản ứng thông tin”, kết hợp cơ chế làm mượt với cam kết tín hiệu trong bối cảnh phân bổ rủi ro thị trường gia tăng. Quản trị dòng tiền không chỉ duy trì thanh khoản, mà còn tái cấu trúc toàn bộ chuỗi vốn lưu động - từ thời hạn thu - trả, vòng quay tồn kho, đến hạn mức tín dụng thương mại - nhằm trung hòa tác động bào mòn của lạm phát lên dòng tiền ròng.

Ở bình diện phòng ngừa rủi ro, chiến lược không chỉ dừng lại ở việc “khóa” chi phí lãi vay, tỷ giá hay giá hàng hóa thông qua các hợp đồng hoán đổi, quyền chọn và kỳ hạn, mà còn phối hợp với kế toán phòng ngừa để giảm biến động lợi nhuận kế toán, qua đó củng cố ổn định báo cáo tài chính. Đồng thời, minh bạch thông tin và áp dụng IFRS trở thành công cụ chiến lược để hạ chi phí vốn, nhờ giảm rủi ro mô hình và rủi ro đo lường, đồng thời mở ra khả năng huy động vốn trên các thị trường quốc tế. Như vậy, quản trị tài chính hiện đại không chỉ là “bảo toàn” trước bất định, mà còn là nghệ thuật chuyển hóa rủi ro vĩ mô thành giá trị chiến lược.

### 3. Cơ chế tác động của các cú sốc vĩ mô

Lãi suất trước hết tác động trực tiếp đến chi phí nợ, đồng thời gián tiếp nâng chi phí vốn chủ thông qua phân bổ rủi ro và kênh chiết khấu dòng tiền, từ đó tái định vị suất sinh lời tối thiểu (*hurdle rate*) và thu hẹp biên đầu tư khả thi. Lạm phát làm xói mòn giá trị thực của dòng tiền và gia tăng bất định về giá đầu vào - đầu ra, khiến doanh nghiệp phải tăng dự trữ tiền mặt như một “lá chắn thanh khoản”, điều chỉnh cổ tức theo hướng thận trọng, đồng thời gia tăng giá trị quyền chọn tri hoãn các dự án không thể đảo ngược. Biến động thị trường tái định giá rủi ro hệ thống, mở rộng biên độ phân phối lợi nhuận, qua đó nâng chi phí vốn chủ và dịch chuyển “khẩu vị rủi ro” của doanh nghiệp sang hướng phòng thủ. Tuy vậy, khi biến động gia tăng, hiệu quả cận biên của các chương trình phòng ngừa rủi ro cũng tăng lên nhờ giá trị bảo hiểm lớn hơn.

Ba cú sốc này không tồn tại biệt lập mà tương tác theo cơ chế khuếch đại: lãi suất cao thường đi kèm phân bổ rủi ro lớn hơn; lạm phát kéo theo bất định giá cả, làm tăng hệ số chiết khấu; và biến động thị trường đẩy chi phí vốn cổ phần tăng, khiến doanh nghiệp phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn nội sinh. Toàn bộ các tác động này hội tụ lại ở hai kênh truyền dẫn cốt lõi: chi phí vốn và dòng tiền, vốn quyết định trực tiếp đến cấu trúc vốn, đầu tư, chính sách cổ tức và chiến lược quản trị rủi ro của doanh nghiệp.

### 4. Thiết kế thực nghiệm và nhận diện nhân - quả

Nghiên cứu này được triển khai dựa trên mô hình băng động, trong đó các quyết định tài chính cốt lõi của doanh nghiệp bao gồm đòn bẩy, đầu tư, nắm giữ tiền mặt và chính sách cổ tức được xem như những biến phụ thuộc trung tâm. Một đặc điểm nổi bật của mô hình là việc đưa vào độ trễ của chính biến phụ thuộc, qua đó phản ánh quán tính hành vi và sự điều chỉnh dần dần trong chiến lược tài chính của doanh nghiệp. Các biến giải thích chính bao gồm lãi suất tham chiếu (đại diện cho chi phí vốn vay), lạm phát (phản ánh sức ép giá cả và kỳ vọng ổn định vĩ mô), cùng mức độ biến động thị trường (biểu hiện của rủi ro hệ thống). Ngoài ra, mô hình còn kiểm soát đặc trưng doanh nghiệp (quy mô, khả năng sinh lời, tài sản hữu hình, cơ hội tăng trưởng, khả năng trả lãi) và yếu tố vĩ mô khác (tốc độ tăng trưởng GDP, chênh lệch kỳ hạn lãi suất). Hiệu ứng cố định theo doanh nghiệp và năm được sử dụng để loại trừ dị biệt không quan sát và các cú sốc chung.

Một thách thức quan trọng của thiết kế thực nghiệm là vấn đề nội sinh. Do các biến tài chính thường chịu tác động đồng thời từ điều kiện vĩ mô và hành vi doanh nghiệp, nguy cơ phản hồi ngược rất lớn. Để khắc phục, nghiên cứu áp dụng phương pháp GMM hệ thống (Arellano–Bover/Blundell–Bond), tận dụng các độ trễ của biến nội sinh làm công cụ nhằm giảm sai lệch và nâng cao tính hợp lệ của ước lượng. Độ tin cậy của công cụ được kiểm chứng thông qua AR(2) và Hansen J-test. Để đảm bảo độ bền vững, nghiên cứu thay thế thước đo (ví dụ: lãi suất trái phiếu chính phủ so với lãi suất liên ngân hàng; CPI so với lạm phát lõi; biến động 30/60 ngày; chi phí vốn cổ phần ẩn hàm từ mô hình định giá), áp dụng các phương pháp ước lượng thay thế và xử lý ngoại lai bằng Winsorization.

Nhằm làm sáng tỏ cơ chế truyền dẫn, hai nhóm phân tích mở rộng được triển khai.

*Thứ nhất*, mô hình trung gian kiểm định vai trò của chi phí vốn và biến động dòng tiền như hai kênh then chốt; kết quả được củng cố bằng kiểm định Sobel và bootstrap.

*Thứ hai*, nghiên cứu khảo sát tính phi tuyến bằng mô hình ngưỡng Hansen và PSTAR, cho phép phát hiện “điểm gãy” - chẳng hạn khi lãi suất hoặc lạm phát vượt một ngưỡng nhất định, mức độ phản ứng

của doanh nghiệp có thể thay đổi đột ngột hoặc điều chỉnh dần. Đồng thời, hồi quy phân vị được áp dụng để nhận diện dị biệt hành vi ở các nhóm đặc thù: doanh nghiệp có đòn bẩy cao hoặc thanh khoản thấp thường phản ứng mạnh mẽ hơn trước cú sốc vĩ mô.

Cuối cùng, để đánh giá hiệu quả của chiến lược phòng ngừa rủi ro (*hedging*), nghiên cứu sử dụng thiết kế khác biệt - khác biệt (DiD). Cách tiếp cận này so sánh nhóm doanh nghiệp bắt đầu áp dụng công cụ phòng ngừa trong giai đoạn biến động cao với nhóm đối chứng, từ đó định lượng tác động của *hedging* lên chi phí nợ và hiệu quả thị trường (Tobin's Q). Kết quả vừa góp phần củng cố bằng chứng nhân - quả, vừa cung cấp cơ sở chính sách quan trọng cho doanh nghiệp và cơ quan quản lý nhằm nâng cao sức bền tài chính trong bối cảnh biến động toàn cầu.

### 5. Kết quả và diễn giải kinh tế

Kết quả cho thấy, tính bền vững của các hệ số vĩ mô và sự hiện diện của quản trị tài chính (độ trễ có ý nghĩa cao), hàm ý điều chỉnh đòn bẩy/tiền mặt diễn ra tiệm cận chứ không tức thời. Tác động của lãi suất lên đòn bẩy là âm và lỗi - mạnh hơn ở nhóm đòn bẩy ban đầu cao và ở trạng thái lãi suất vượt ngưỡng; chi phí vốn tăng làm *hurdle rate* dịch chuyển, khiến đầu tư biên bị triệt tiêu trước. Lạm phát làm tăng nắm giữ tiền mặt có tính phòng thủ nhưng hiệu ứng biên giảm dần khi doanh nghiệp đã đạt mức đệm thanh khoản mục tiêu; đồng thời, cổ tức bị điều chỉnh xuống, phù hợp logic “*ưu tiên thanh khoản trong bất định*”. Biến động thị trường làm tăng chi phí vốn chủ hàm ý, kéo định giá giảm ở nhóm tăng trưởng cao (tính tùy chọn mạnh), song đồng thời làm tăng xác suất sử dụng phái sinh - hiệu quả cận biên của *hedging* lớn nhất trong giai đoạn biến động cực trị. Doanh nghiệp lớn/đa quốc gia/có sở hữu nhà nước ít nhạy cảm hơn nhờ tiếp cận vốn đa kênh, kỳ hạn nợ dài và năng lực tín dụng tốt; trong khi ngành thâm dụng vốn (bất động sản, xây dựng, công nghiệp nặng) chịu tác động mạnh hơn vì phụ thuộc nợ và CAPEX lớn. Phân rã đóng góp gợi ý các biến vĩ mô giải thích phần đáng kể biến thiên theo thời gian của đòn bẩy và đầu tư, trong khi dị biệt chéo doanh nghiệp vẫn chủ yếu do yếu tố vĩ mô (*quy mô, lợi nhuận, tài sản hữu hình, cơ hội tăng trưởng*).

Về cơ chế, mô hình trung gian xác nhận lãi suất và lạm phát tác động tới đòn bẩy/đầu tư qua kênh chi phí vốn nhiều hơn là kênh kỳ vọng thuần túy, còn biến động thị trường ảnh hưởng cổ tức và *Hedging* qua kênh *Premium* và biến động dòng tiền. Các đặc tả ngưỡng cho thấy, khi lãi suất vượt một ngưỡng nhất định, cơ giãn đòn bẩy tăng mạnh (tức doanh nghiệp cắt nợ nhanh hơn), trong khi với lạm phát, hành vi tích trữ tiền mặt mạnh lên tới khi đạt “*tiền mặt mục tiêu*”, sau đó hiệu ứng chững lại. Hồi quy phân vị cho thấy, tác động vĩ mô mạnh nhất ở phân vị đòn bẩy cao/thanh khoản thấp - nhóm rủi ro hệ thống cần ưu tiên giám sát.

### 6. Hàm ý quản trị và chính sách

Ở cấp độ doanh nghiệp, quản trị tài chính cần được tái định hình từ mô hình tối ưu tĩnh sang tối ưu động, có khả năng thích ứng linh hoạt với điều kiện vĩ mô biến đổi nhanh chóng. Trước hết, cấu trúc nợ không thể chỉ được xem xét ở tỷ lệ đòn bẩy mục tiêu, mà cần được quản trị theo một “*ma trận rủi ro*” toàn diện, kết hợp giữa kỳ hạn, loại lãi suất (cố định hay thả nổi) và các điều khoản *Covenant*. Đồng thời, các chỉ tiêu an toàn then chốt như Net Debt/EBITDA hay chỉ số khả năng thanh toán lãi vay (ICR) cần được thiết lập và giám sát thường xuyên trên cơ sở kiểm định sức chịu đựng (Stress Test). Điều này giúp doanh nghiệp không chỉ duy trì cân bằng tài chính trong trạng thái bình thường, mà còn nâng cao khả năng chống chịu khi cú sốc xảy ra.

Chính sách nắm giữ tiền mặt cũng cần được thiết kế lại theo hướng dựa trên rủi ro thay vì các quy tắc cố định. Một mức dự trữ đủ để hấp thụ chi phí vận hành từ 6 - 9 tháng có thể được coi là hợp lý, song quan trọng hơn là phải có cơ chế tái phân bổ linh hoạt nhằm ngăn ngừa tình trạng “*tích trữ tiền mặt*” kéo dài, gây lãng phí chi phí cơ hội và giảm hiệu quả sử dụng vốn. Song song, các chương trình phòng ngừa rủi ro cần được triển khai theo mô hình đa lớp, kết hợp giữa phòng ngừa lãi suất, tỷ giá và hàng hóa. Khi được gắn với chuẩn mực kế toán phòng ngừa (*Hedge Accounting*), các công cụ này không chỉ khóa chi phí tài chính, mà còn góp phần giảm biến động lợi nhuận kế toán - yếu tố trực tiếp ảnh hưởng đến niềm tin của nhà đầu tư.

Một khía cạnh trọng yếu khác là việc thiết kế *Hurdle Rate* theo cơ chế động, gắn với chi phí vốn thực tế (Real WACC) hoặc chi phí vốn chủ hàm ý. Cách tiếp cận này giúp doanh nghiệp đánh giá chính xác hơn giá trị hiện tại ròng của dự án trong bối cảnh lãi suất, lạm phát và *Premium* rủi ro liên tục biến đổi. Việc tích hợp các quyền chọn thực (Real Options) vào quá trình ra quyết định đầu tư cho phép nhà quản trị linh hoạt chia nhỏ, trì hoãn hoặc thậm chí từ bỏ dự án khi biến động vượt ngưỡng chịu đựng. Bên cạnh đó, nâng cấp dữ liệu và minh bạch hóa thông tin tài chính theo chuẩn IFRS là điều kiện cần để doanh nghiệp hạ chi phí vốn chủ, giảm rủi ro đo lường, đồng thời mở ra cánh cửa tiếp cận nguồn vốn quốc tế với chi phí cạnh tranh hơn.

Ở cấp độ chính sách, yêu cầu hàng đầu là duy trì ổn định vĩ mô gắn với một cơ chế lạm phát mục tiêu đáng tin cậy nhằm định hình và củng cố kỳ vọng của doanh nghiệp cũng như nhà đầu tư. Cùng với đó, việc phát triển thị trường phái sinh lãi suất và hàng hóa có ý nghĩa sống còn, bởi nó cung cấp công cụ giúp doanh nghiệp phòng ngừa rủi ro tài chính hiệu quả. Để thị trường này vận hành bền vững, cần xây dựng khung pháp lý, chính sách thuế và chuẩn mực kế toán phù hợp, khuyến khích doanh nghiệp thực hiện *Hedging*

thay vì coi đây là hoạt động mang tính đầu cơ.

Một định hướng quan trọng khác là hoàn thiện thị trường trái phiếu doanh nghiệp theo hướng chuẩn hóa thông tin công bố, đồng thời áp dụng cơ chế xếp hạng tín nhiệm bắt buộc đối với những ngưỡng phát hành nhất định. Điều này vừa gia tăng tính minh bạch, vừa bảo vệ nhà đầu tư, qua đó làm sâu sắc thêm thị trường vốn trong nước. Song song, lộ trình áp dụng IFRS cần được thúc đẩy nhanh hơn, gắn liền với xây dựng hạ tầng dữ liệu như cơ sở dữ liệu tín dụng (Credit Registry) hay nền tảng giao dịch chuẩn (CTP/UTP) dành cho doanh nghiệp nhỏ và vừa. Các biện pháp này không chỉ giúp giảm bất cân xứng thông tin, mà còn nâng cao hiệu quả truyền dẫn chính sách, hạn chế nguy cơ lan truyền rủi ro trong bối cảnh chu kỳ thắt chặt tài chính toàn cầu.

Tổng thể lại, sự kết hợp hài hòa giữa năng lực quản trị thích ứng ở cấp doanh nghiệp và cải cách thể chế ở cấp chính sách chính là chìa khóa để hệ thống tài chính - doanh nghiệp Việt Nam gia tăng khả năng chống chịu, đồng thời khai mở dư địa tăng trưởng bền vững trong một môi trường kinh tế toàn cầu đầy biến động.

## 7. Kết luận

Nghiên cứu này chứng minh rằng, trong môi trường vĩ mô bất định, các quyết định tài chính của doanh nghiệp không thể tách rời ba cú sốc then chốt là lãi suất, lạm phát và biến động thị trường - cùng hai kênh truyền dẫn cơ bản là chi phí vốn và dòng tiền. Dữ liệu từ các doanh nghiệp niêm yết Việt Nam cho thấy, phản ứng của doanh nghiệp mang tính động học, phi tuyến và khác biệt theo quy mô, ngành nghề và cấu trúc sở hữu.

Trên nền tảng đó, nghiên cứu đề xuất một khuôn khổ quản trị tài chính thích ứng, trong đó Hedging, quản trị thanh khoản, tối ưu cấu trúc nợ và minh bạch thông tin không còn là lựa chọn đơn lẻ, mà được tích hợp thành một chiến lược tổng thể. Điều này cho phép doanh nghiệp vừa gia tăng khả năng chống chịu trước cú sốc, vừa mở rộng không gian chiến lược trong bối cảnh biến động.

Đóng góp học thuật của nghiên cứu là sự tích hợp giữa lý thuyết tài chính hiện đại và thực chứng từ thị trường mới nổi; đóng góp thực tiễn là một “Playbook” điều hành tài chính theo kịch bản, có thể ứng dụng trực tiếp để hỗ trợ doanh nghiệp nâng cao sức bền và tìm kiếm giá trị mới trong chu kỳ bất ổn toàn cầu.

---

## Tài liệu tham khảo

- Demir, E. (2017). *Economic Policy Uncertainty and Cash Holdings: Evidence from BRIC Countries*. *Emerging Markets Review*, 33, 189 - 200.
- International Monetary Fund (IMF). (2023). *Global Financial Stability Report* (các ấn bản 2023). International Monetary Fund.
- World Bank (2023). *Global Economic Prospects*. World Bank Group. Open Knowledge World Bank
- Bộ Tài chính Việt Nam (2023). *Báo cáo, thông tin về thị trường trái phiếu doanh nghiệp 2023* (Các thông cáo, văn bản và báo cáo tổng hợp).
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (2023). *Báo cáo chính sách tiền tệ và thị trường tài chính Việt Nam 2023* (Các ấn phẩm/báo cáo chính thức).
- Ngân hàng Nhà nước Việt Nam. *Niên giám thống kê và báo cáo điều hành chính sách tiền tệ* (Các năm).
- Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. *Báo cáo thường niên Thị trường Chứng khoán Việt Nam* (Các năm 2015 - 2024).
- Võ, X.V. (2019). *Tác động của bất ổn kinh tế vĩ mô đến quyết định tài chính doanh nghiệp Việt Nam*. *Tạp chí Phát triển Kinh tế*, 30 (1), 3 - 25.
- Nguyễn, T.C.V. & Trần, T.H.L. (2021). *Quản trị tài chính doanh nghiệp trong bối cảnh rủi ro vĩ mô*. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, (6), 45 - 60.
- Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh. *Báo cáo thường niên 2023*

QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH TRONG BỐI CẢNH BẤT ĐỊNH VĨ MÔ:  
BẢNG CHỨNG TỪ CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Nguyễn Thu Hương

Trường Đại học Trung Vương

**ROR ID:** <https://ror.org/05xzsm645>

Email: [thuhuong8282@gmail.com](mailto:thuhuong8282@gmail.com)

**ORCID iD:** <https://orcid.org/0009-0006-6612-952X>

**Lịch sử bài báo**

Ngày nhận bài:	20/9/2025
Ngày phản biện:	14/10/2025
Ngày tác giả sửa:	23/10/2025
Ngày duyệt đăng:	25/11/2025
Ngày phát hành:	30/12/2025

**DOI:** <https://doi.org/10.64223/tvj.p2025.v1.i4.a62>

**Tóm tắt:**

**T**rong bối cảnh vĩ mô bất định với lãi suất duy trì ở mức cao, lạm phát kéo dài và biến động thị trường ngày càng gia tăng, các quyết định tài chính doanh nghiệp không còn chịu tác động đơn lẻ mà là kết quả cộng hưởng của nhiều cú sốc đồng thời. Nghiên cứu này mở rộng khung phân tích truyền thống bằng cách tích hợp ba yếu tố trung tâm là lãi suất, lạm phát và biến động thị trường để lượng hóa tác động chung và riêng của chúng đến cấu trúc vốn, quản trị dòng tiền, đầu tư, cổ tức và chiến lược phòng ngừa rủi ro của doanh nghiệp.

Dựa trên dữ liệu doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2015 - 2024 và mô hình bảng động, nghiên cứu chỉ ra hai kênh truyền dẫn cốt lõi là chi phí vốn và biến động dòng tiền, qua đó lý giải sự khác biệt phản ứng theo quy mô, ngành nghề và cấu trúc sở hữu. Từ bằng chứng thực nghiệm này, nghiên cứu đề xuất một khuôn khổ quản trị tài chính thích ứng ở cấp doanh nghiệp, đồng thời đưa ra gói hàm ý chính sách nhằm củng cố ổn định hệ thống, hạn chế rủi ro lan truyền và hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng bền vững.

**Từ khóa:** Lãi suất; Lạm phát; Biến động thị trường; Quyết định tài chính doanh nghiệp; Chi phí vốn; Động học dòng tiền; Thị trường mới nổi; Mô hình bảng động GMM; Quản trị rủi ro và phòng ngừa.