VAI TRÒ CỦA DÒNG TIỀN TRONG CẤU TRÚC VỐN - THỊ TRƯỜNG VỐN VIỆT NAM 2020 - 2024

TS. Hồ Thị Vân Anh* - TS. Hoàng Thị Ngọc Nghiêm*

Nghiên cứu xem xét tác động của biến động dòng tiền (CFV) đến đòn bẩy tài chính của các công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE giai đoạn 2020-2024 bằng mô hình hồi quy và ước lượng vững. Kết quả cho thấy CFV ảnh hưởng khác nhau đến đòn bẩy theo sổ sách và thị trường, qua đó khẳng định cần đặt lý thuyết cơ cấu vốn trong bối cảnh thị trường và thể chế đặc thù của từng quốc gia.

• Từ khóa: *biến động dòng tiền, đòn bẩy, cấu trúc vốn.*

This study examines the impact of cash flow volatility (CFV) on the financial leverage of non-financial companies listed on the Hong Kong Stock Exchange (HKSE) during the period 2020-2024, using a regression model and robust estimation techniques. The results show that CFV affects accounting-based leverage and market-based leverage differently, thus confirming the need to contextualize capital structure theory within the specific market and institutional environment of each country.

• Key words: *cash flow volatility, leverage, capital structure.*

Ngày nhận bài: 25/12/2025
Ngày gửi phản biện: 05/02/2026
Ngày duyệt đăng: 17/02/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i308.06

1. Giới thiệu

Vấn đề trung tâm của nghiên cứu cấu trúc vốn là lý giải vì sao các công ty niêm yết lệch khỏi tỷ lệ đòn bẩy mục tiêu và yếu tố thúc đẩy hành vi này. Lý thuyết đánh đổi cho rằng doanh nghiệp cân bằng lợi ích - chi phí nợ để xác định đòn bẩy tối ưu, nhưng không giải thích được biến động thực tế (Graham & Leary, 2011). Hiện tượng này đặt ra thách thức cho lý thuyết (Fama & French, 2002; Welch, 2004) và có ý nghĩa quản trị rủi ro tín dụng (Dangl & Zechner, 2004) cũng như hành vi tài trợ (Frank & Shen, 2019); Rauh & Sufi (2010) cho thấy việc bỏ qua tính không đồng nhất của nợ khiến kết quả thiếu toàn diện; Lemmon, Roberts & Zender (2008) nhấn mạnh vai trò các yếu tố như dòng tiền, quản trị và cấu trúc tài chính.

Nghiên cứu này đề xuất CFV là nhân tố chính gây sai số ước lượng tỷ lệ nợ tối ưu, từ đó làm gia tăng biến động đòn bẩy. Với dữ liệu FiinPro-X (2020-2024) của các công ty phi tài chính HOSE, kết quả cho thấy CFV giải thích tốt hơn biến động đòn bẩy so với các yếu tố truyền thống, đồng thời tác động khác nhau theo quy mô và thời gian. Kết quả nghiên cứu cung cấp bằng chứng thực nghiệm cho Việt Nam - một thị trường mới nổi nhiều biến động (COVID-19, khủng hoảng trái phiếu, siết tín dụng) - đồng thời mở rộng thảo luận học thuật về giới hạn khái quát hóa của các lý thuyết quốc tế.

2. Tổng quan nghiên cứu

Nghiên cứu về cấu trúc vốn khẳng định vai trò then chốt của CFV trong động lực vay nợ, linh hoạt tài chính và điều chỉnh đòn bẩy. CFV ảnh hưởng trực tiếp đến lựa chọn nợ - vốn chủ sở hữu: Kim & Sorensen (1986), Friend & Lang (1988) cho thấy CFV cao làm giảm sử dụng nợ, kết quả được củng cố bởi O'Keefe & Yaghoubi (2016). Ngược lại, Harris & Roark (2019) chỉ ra doanh nghiệp hoạt động kém vẫn tăng vay khi CFV biến động. Gần đây, Dong & Jiang (2025) nhấn mạnh CFV giải thích sự biến thiên đòn bẩy thông qua sai số ước lượng.

CFV còn gắn liền với linh hoạt tài chính: Gamba & Triantis (2008), Marchica & Mura (2010) cho rằng CFV cao khuyến khích duy trì dung lượng vay dự phòng; Guay (1999), DeAngelo et al. (2006) cho thấy cổ tức linh hoạt có thể thay thế phòng ngừa rủi ro. Ngoài ra, mối quan hệ CFV - đòn bẩy phụ thuộc quy mô, tài sản và bối cảnh vĩ mô (Dong & Jiang, 2025; Devereux, Maffini & Xing, 2018).

Về tốc độ điều chỉnh đòn bẩy, Graham & Leary (2011) cho rằng công ty điều chỉnh chậm, trong khi Dong & Jiang (2025) phát hiện CFV cao khiến điều chỉnh nhanh hơn. Như vậy, CFV là yếu tố quan trọng giải thích cả mức đòn bẩy lẫn sự linh hoạt tài chính, đồng thời mở rộng cách tiếp cận trong nghiên cứu cấu trúc vốn, đặc biệt tại thị trường mới nổi.

** Trường Đại học Công nghiệp Thành phố Hồ Chí Minh*

3. Dữ liệu và phương pháp nghiên cứu

Dữ liệu tài chính được lấy từ cơ sở dữ liệu FiinPro-X, gồm 284 công ty niêm yết phi tài chính trên HOSE với 1.417 quan sát giai đoạn 2020 - 2024. Biến phụ thuộc gồm TDA (biến động đòn bẩy) & TDM (biến động vốn hoá thị trường). Biến độc lập là CFV. Biến kiểm soát gồm INDBL (Đòn bẩy trung bình ngành), M2B (Tỷ lệ tài sản thị trường trên sổ sách), TANG (Tài sản hữu hình), PROF (Lợi nhuận), SIZE (Quy mô công ty), INFL (Lạm phát). Nghiên cứu này dựa vào phương pháp của Dong & Jiang (2025). Cụ thể: (1) Kiểm tra và đánh giá tác động giữa CFV và biến động đòn bẩy thông qua phân tích dữ liệu bảng bằng cách sử dụng hồi quy tuyến tính; (2) Kiểm tra các cơ chế được đề xuất, không đưa CFV vào hồi quy để thấy sức mạnh giải thích tương đối của các biến khác.

4. Kết quả thực nghiệm

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1 cho thấy tỷ lệ đòn bẩy trung bình của các công ty trong mẫu khá thấp (TDA: 22,6%; TDM: 28,9%), phản ánh xu hướng ưu tiên vốn chủ sở hữu trong bối cảnh thị trường vốn Việt Nam 2020-2024 có nhiều biến động. Biến CFV có giá trị trung bình 3.2% và độ lệch chuẩn cao, cho thấy sự khác biệt đáng kể giữa các công ty, phù hợp với những cú sốc kinh tế lớn trong giai đoạn COVID-19. Bên cạnh đó, chỉ số M2B trung bình 1.04 nhưng dao động mạnh, phản ánh sự tăng trưởng nóng của thị trường chứng khoán năm 2020 - 2021. Các biến kiểm soát khác cũng phản ánh rõ bối cảnh kinh tế: TANG thấp cho thấy hạn chế về tài sản thế chấp của nhiều công ty vừa và nhỏ; PROF trung bình dương nhưng biên độ trải rộng từ âm đến dương cho thấy sự phân hóa mạnh mẽ về lợi nhuận giữa các ngành; SIZE cho thấy sự chênh lệch đáng kể giữa các công ty lớn và nhỏ; INFL dao động ổn định quanh mức 3%, phù hợp với chính sách kiểm soát lạm phát của Việt Nam.

Nhìn chung, kết quả mô tả dữ liệu phản ánh sát thực tiễn thị trường vốn Việt Nam giai đoạn 2020 - 2024, đồng thời khẳng định tính phù hợp của các biến trong việc giải thích động thái đòn bẩy của công ty.

Bảng 1. Thống kê mô tả

	Obs	Mean	Std. dev	Min	Max
TDA	1,417	.2264879	.1761007	0	.7017439
TDM	1,417	.2882602	.2456377	0	1
CFV	1,417	.0318646	.0502044	.0004298	1
INDBL	1,417	.2280804	.0301649	.133794	.2946108
M2B	1,417	1.042292	.7090763	.0794242	8.301476
TANG	1,417	.2183831	.2104819	0	.9626768
PROF	1,417	.1016181	.0903303	-.2610777	.7856632
SIZE	1,417	28.41439	1.437487	25.45573	33.04485
INFL	1,417	.0302	.0061314	.0184	.0363

Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA17

4.2. Phân tích tương quan

Kết quả Bảng 2 phản ánh nhiều đặc điểm phù hợp với bối cảnh kinh tế và thị trường vốn Việt Nam giai đoạn 2020 - 2024. Trước hết, TDA và TDM có mối tương quan dương chặt chẽ (0.8575), cho thấy cả hai thước đo đòn bẩy đều phản ánh cùng một cấu trúc vốn công ty, dù chịu tác động khác nhau từ biến động thị trường chứng khoán. Đáng chú ý, CFV có quan hệ âm và có ý nghĩa thống kê với cả TDA và TDM, hàm ý rằng công ty có dòng tiền biến động mạnh thường duy trì mức nợ thấp hơn; điều này phản ánh đúng thực tiễn khi COVID-19, khủng hoảng trái phiếu và siết tín dụng giai đoạn 2022- 2023. Tương quan âm giữa M2B và đòn bẩy cũng phù hợp với bối cảnh: giai đoạn 2020 - 2021, thị trường chứng khoán tăng trưởng mạnh, các công ty có M2B cao dễ huy động vốn cổ phần nên ít phụ thuộc vào nợ, trong khi từ 2022 trở đi xu hướng này đảo ngược khi thị trường giảm sâu. Ngược lại, SIZE có tương quan dương mạnh với TDA và TDM, phản ánh rằng các công ty lớn tại Việt Nam, đặc biệt trong ngành ngân hàng, bất động sản và năng lượng, có khả năng tiếp cận tín dụng và thị trường vốn tốt hơn so với công ty nhỏ và vừa. Cuối cùng, biến INFL cho thấy mối quan hệ yếu với đòn bẩy, phù hợp với thực tế Việt Nam duy trì lạm phát ổn định quanh mức 3% trong giai đoạn này.

Nhìn chung, các kết quả tương quan không chỉ nhất quán với lý thuyết tài chính công ty mà còn phản ánh sát thực tiễn thị trường vốn Việt Nam trong bối cảnh nhiều biến động 2020 - 2024.

Bảng 2. Phân tích tương quan

	TDA	TDM	CFV	INDBL	M2B	TANG	PROF	SIZE	INFL
TDA	1.0000								
TDM	0.8575 (0.0000)	1.0000							
CFV	-0.0793 (0.0029)	-0.0693 (0.0091)	1.0000						
INDBL	0.1469 (0.0000)	0.0880 (0.0009)	-0.0124 (0.6425)	1.0000					
M2B	-0.1953 (0.0000)	-0.4288 (0.0000)	0.0945 (0.0004)	-0.0329 (0.2158)	1.0000				
TANG	0.1844 (0.0000)	0.0487 (0.0669)	0.0037 (0.8907)	0.0953 (0.0003)	0.1226 (0.0000)	1.0000			
PROF	-0.2423 (0.0000)	-0.3568 (0.0000)	0.0893 (0.0008)	0.0045 (0.8660)	0.5778 (0.0000)	0.3135 (0.0000)	1.0000		
SIZE	0.3469 (0.0000)	0.2013 (0.0000)	-0.0176 (0.5094)	0.0361 (0.1741)	0.0749 (0.0000)	0.1183 (0.0000)	-0.0214 (0.4198)	1.0000	
INFL	0.0093 (0.0000)	-0.0566 (0.0330)	-0.0265 (0.3199)	0.1097 (0.0000)	0.0779 (0.0033)	-0.0288 (0.2787)	-0.0258 (0.3310)	0.0217 (0.4143)	1.0000

Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA17

4.3. Kết quả và thảo luận kết quả thực nghiệm

Bảng 3. Kết quả thực nghiệm

	TDA		TDM	
	(1)	(2)	(1)	(2)
CFV	.0005415 (0.989)		.023995 (0.667)	
INDBL	.3823333*** (0.000)	.3738087*** (0.000)	.2107629 (0.154)	.2040542 (0.165)
M2B	.018416*** (0.001)	.0189829*** (0.001)	-.0448965*** (0.000)	-.0446186*** (0.000)
TANG	.2308427*** (0.000)	.2339561*** (0.000)	.2399233*** (0.000)	.2419284*** (0.000)
PROF	-.2065319*** (0.000)	-.2082405*** (0.000)	-.1693951*** (0.001)	-.1705326*** (0.001)
SIZE	.1261817*** (0.000)	.1268356*** (0.000)	.2245522*** (0.000)	.2246241*** (0.000)
INFL	-.6544986** (0.019)	-.6126299** (0.027)	-2.900786*** (0.000)	-2.852033*** (0.000)
Hausman test	**0.000*** **	**0.000*** **	**0.000*** **	**0.000*** **
Obs	1410	1410	1410	1410
R^2	0.1499	0.1497	0.0700	0.0700

Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA17

Kết quả thực nghiệm trong Bảng 3 cho thấy, kết quả tại Việt Nam giai đoạn 2020 - 2024 khác biệt với nghiên cứu quốc tế ở chỗ CFV không đóng vai trò then chốt trong biến thiên đòn bẩy, thay vào đó cấu trúc vốn chịu ảnh hưởng mạnh từ yếu tố ngành, quy mô, lợi nhuận và bối cảnh vĩ mô. Đây là một đóng góp quan trọng, bổ sung thêm bằng chứng rằng các yếu tố nội tại của từng nền kinh tế có thể làm thay đổi kết luận của các nghiên cứu quốc tế, đồng thời khẳng định sự cần thiết của việc kiểm định bối cảnh địa phương trong lý thuyết cơ cấu vốn.

Bảng 4. Kiểm định FEM

	TDA		TDM	
	(1)	(2)	(1)	(2)
Phương sai thay đổi	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Tự tương quan	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Đa cộng tuyến	26.62	24.93	25.59	24.87

Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA17

Bảng 4, mô hình nghiên cứu tồn tại đồng thời ba vấn đề kinh điển của dữ liệu bảng (1) kiểm định phương sai thay đổi cho cả hai thước đo đòn bẩy (TDA và TDM) có tương quan p-value = 0.0000, cho thấy các ước lượng thông thường mất đi tính hiệu quả và các kiểm định t có thể sai lệch; (2) kết quả p-value = 0.0000, chỉ ra sự tồn tại của tự tương quan trong phần dư. Đây là đặc trưng thường gặp ở dữ liệu bảng theo chuỗi thời gian, đặc biệt trong bối cảnh kinh tế nhiều biến động như giai đoạn 2020 - 2024; (3) chỉ số VIF trung bình đều vượt xa ngưỡng 10, phản ánh tình trạng đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến độc lập. Hệ quả là hệ số hồi quy có thể không ổn định, độ tin cậy thấp và khó phân tách được tác động riêng rẽ của từng biến giải thích.

Kết quả hồi quy trong Bảng 5 cho thấy CFV có tác động âm và có ý nghĩa đối với TDA nhưng lại dương đối với TDM. Điều này gợi ý rằng, khi đo lường đòn bẩy theo giá trị sổ sách, công ty có dòng tiền biến động thường giảm vay nợ nhằm hạn chế rủi ro mất khả năng thanh toán; trong khi ở thước đo thị trường, biến động dòng tiền lại gắn với mức đòn bẩy cao hơn, có thể do giá trị thị trường tài sản suy giảm trong giai đoạn khủng hoảng trái phiếu và suy thoái chứng khoán khiến tỷ lệ nợ/thị trường tăng lên. Như vậy, kết quả tại Việt Nam cho thấy CFV không phải lúc nào cũng đóng vai trò dẫn dắt như trong các nghiên cứu quốc tế, mà chịu ảnh hưởng mạnh từ điều kiện thị trường và chính sách trong nước. Điều này bổ sung bằng chứng rằng sự vận hành của cấu trúc vốn trong nền kinh tế mới nổi có thể khác biệt đáng kể với các thị trường phát triển, và nhấn mạnh tầm quan trọng của việc gắn lý thuyết cấu trúc vốn với bối cảnh địa phương.

Bảng 5. Kết quả nghiên cứu thực nghiệm

	TDA		TDM	
	(1)	(2)	(1)	(2)
CFV	-.0532886** (0.030)		.0672731** (0.031)	
INDBL	.25646*** (0.000)	.4992608*** (0.000)	-.1852992*** (0.000)	.2251394** (0.036)
M2B	.0405856*** (0.001)	-.0101286*** (0.001)	-.082235*** (0.000)	-.0939913*** (0.000)
TANG	.0915153*** (0.000)	.183253*** (0.000)	-.0356152*** (0.000)	.130315*** (0.000)
PROF	-.1007059*** (0.000)	-.2079428*** (0.000)	.0440152** (0.037)	-.1903903*** (0.000)
SIZE	.0145195*** (0.000)	.0533668*** (0.000)	-.0067737*** (0.000)	.0533345*** (0.000)
INFL	.9082601*** (0.000)	.0190528 (0.914)	-1.483147*** (0.000)	-1.607993*** (0.000)
Obs	1410	1410	1410	1410
Prob	**0.000*** **	**0.000*** **	**0.000*** **	**0.000*** **

Nguồn: Tác giả tính toán và tổng hợp từ STATA17

Hàm ý chính sách và quản trị. Kết quả nghiên cứu cho thấy CFV tại Việt Nam có tác động khác biệt đến đòn bẩy theo sổ sách và theo giá trị thị trường, từ đó gợi mở một số hàm ý quan trọng cho chính sách và quản trị tài chính công ty.

Chính sách: (i) việc CFV làm giảm đòn bẩy sổ sách phản ánh xu hướng thận trọng của công ty khi đối diện với rủi ro thanh khoản, trong khi tác động dương đến đòn bẩy thị trường lại cho thấy hệ quả bị động từ sự suy giảm giá trị tài sản thị trường. Do đó, nhà hoạch định chính sách cần ưu tiên hoàn thiện khuôn khổ giám sát và hỗ trợ minh bạch thông tin tài chính, nhằm giúp công ty dự báo và quản lý tốt hơn rủi ro dòng tiền; (ii) kết quả âm của INFL đối với đòn bẩy thị trường cho thấy áp lực lạm phát làm gia tăng chi phí vốn, do đó chính sách điều hành vĩ mô ổn định lạm phát ở mức thấp và kiểm soát lãi suất hợp lý sẽ góp phần quan trọng vào việc duy trì khả năng tiếp cận vốn của công ty.

Quản trị công ty, các kết quả thực nghiệm củng cố tầm quan trọng của việc cân đối cơ cấu vốn dựa trên quy mô, tài sản thế chấp và lợi nhuận. Công ty lớn với nhiều tài sản hữu hình có lợi thế tiếp cận tín

dụng nhưng cũng đối diện rủi ro đòn bẩy cao trong giai đoạn biến động. Do đó, nhà quản trị cần chủ động thiết lập các cơ chế quản trị rủi ro tài chính, chẳng hạn như sử dụng dự báo dòng tiền, đa dạng hóa nguồn vốn và dự phòng thanh khoản. Bên cạnh đó, mối quan hệ âm giữa lợi nhuận và đòn bẩy nhấn mạnh vai trò của lợi nhuận giữ lại như một nguồn vốn an toàn, phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng, từ đó khuyến khích công ty tái đầu tư lợi nhuận thay vì phụ thuộc quá nhiều vào vay nợ trong bối cảnh tín dụng thắt chặt. Nhìn chung, cả cơ quan quản lý và nhà quản trị cần phối hợp để giảm thiểu tác động bất định từ dòng tiền và duy trì sự ổn định trong cơ cấu vốn công ty, đặc biệt trong một nền kinh tế mới nổi với nhiều biến động như Việt Nam giai đoạn 2020 - 2024.

Hàm ý học thuật. Kết quả nghiên cứu tại Việt Nam giai đoạn 2020-2024 bổ sung thêm bằng chứng quan trọng cho thảo luận học thuật về cơ cấu vốn, đặc biệt khi đặt trong mối tương quan với các lý thuyết kinh điển và các nghiên cứu quốc tế gần đây.

Thứ nhất, sự khác biệt trong tác động của CFV đối với TDA (âm) và TDM (dương) cho thấy rằng cơ chế mà Dong & Jiang (2025) đề xuất (trong đó CFV được coi là nhân tố thống kê then chốt tạo ra biến thiên đòn bẩy có thể không vận hành đồng nhất trong các bối cảnh thể chế khác nhau. Điều này gợi ý rằng ở các nền kinh tế mới nổi, những yếu tố như cấu trúc thị trường vốn, quy định pháp lý và hạn chế tín dụng có thể làm suy yếu hoặc biến đổi vai trò dẫn dắt của CFV trong động thái đòn bẩy.

Thứ hai, mối quan hệ âm giữa lợi nhuận và đòn bẩy tại Việt Nam củng cố bằng chứng ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng, theo đó công ty ưu tiên sử dụng lợi nhuận giữ lại thay vì vay nợ. Điều này đồng thời đặt ra thách thức đối với lý thuyết đánh đổi tĩnh, vốn giả định rằng công ty duy trì đòn bẩy quanh mức tối ưu cố định. Thực tế Việt Nam cho thấy công ty không chỉ bị chi phối bởi yếu tố cân bằng chi phí - lợi ích của nợ, mà còn bởi hạn chế tài chính và rủi ro dòng tiền.

Thứ ba, vai trò tích cực của quy mô và tài sản hữu hình đối với đòn bẩy khẳng định lại các luận điểm trong lý thuyết đánh đổi, rằng công ty lớn và có tài sản thế chấp dễ tiếp cận nguồn vốn vay hơn. Tuy nhiên, khi so sánh với các nghiên cứu quốc tế như Graham & Leary (2011), tốc độ điều chỉnh đòn bẩy tại Việt Nam có thể chịu ảnh hưởng nhiều hơn từ cú sốc chính sách và sự biến động thị trường vốn, thay vì chỉ phản ánh động cơ tối ưu hóa cơ cấu vốn.

Nghiên cứu này đóng góp học thuật bằng cách chỉ ra rằng trong khi một số cơ chế quốc tế (lý thuyết đánh đổi, lý thuyết trả tự phân hạng) vẫn có giá trị giải thích tại Việt Nam, thì vai trò của CFV - được coi là then chốt trong nghiên cứu quốc tế - lại thể hiện tính dị biệt. Điều này nhấn mạnh tầm quan trọng của việc kiểm định và hiệu chỉnh các khung lý thuyết cơ cấu vốn trong bối cảnh đặc thù của từng nền kinh tế.

Kết luận

Kết quả phân tích thực nghiệm tại Việt Nam giai đoạn 2020 - 2024 cho thấy cấu trúc vốn của công ty chịu ảnh hưởng đa chiều từ cả yếu tố nội tại lẫn bối cảnh vĩ mô, với nhiều điểm tương đồng nhưng cũng khác biệt đáng kể so với các nghiên cứu quốc tế. Cụ thể, CFV được Dong & Jiang (2025) xác định là nhân tố trung tâm giải thích biến thiên đòn bẩy lại thể hiện tác động không đồng nhất tại Việt Nam: làm giảm đòn bẩy khi đo lường theo sổ sách nhưng lại làm tăng khi tính theo giá trị thị trường. Kết quả này phản ánh thực tế công ty trong nước vừa thận trọng trong vay nợ khi dòng tiền biến động, vừa bị động chịu ảnh hưởng từ sự sụt giảm giá trị thị trường tài sản trong giai đoạn khủng hoảng trái phiếu và chứng khoán. Đồng thời, các biến kiểm soát như quy mô, tài sản hữu hình, lợi nhuận và giá trị thị trường đều cho kết quả phù hợp với lý thuyết và bối cảnh kinh tế Việt Nam, củng cố thêm giá trị giải thích của các mô hình cơ cấu vốn truyền thống.

Về mặt học thuật, nghiên cứu góp phần bổ sung bằng chứng cho lý thuyết trật tự phân hạng và đánh đổi, đồng thời chỉ ra tính giới hạn trong khả năng khái quát hóa của các cơ chế quốc tế về CFV. Về mặt chính sách và quản trị, phát hiện cho thấy nhu cầu hoàn thiện khung pháp lý thị trường vốn, ổn định môi trường vĩ mô và nâng cao năng lực quản trị rủi ro dòng tiền của công ty. Như vậy, chương nghiên cứu này không chỉ cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm trong bối cảnh Việt Nam mà còn góp phần mở rộng thảo luận học thuật quốc tế về cơ cấu vốn, nhấn mạnh sự cần thiết của việc đặt lý thuyết trong điều kiện thể chế và thị trường đặc thù.

Tài liệu tham khảo:

Dangl, T., & Zechner, J. (2004). Credit risk and dynamic capital structure choice. Journal of Financial Intermediation, 13(2), 183-204.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2006). The evolution of dividend policy. Corporate Finance Journal, 12(3), 153-193.

Dong, S., & Jiang, Y. (2025). The role of cash flow volatility in capital structure dynamics. Applied Economics, 1-13.

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. Review of financial studies, 1-33.

Frank, M. Z., & Shen, T. (2019). Corporate capital structure actions. Journal of Banking & Finance, 106, 384-402.

Graham, J. R., & Leary, M. T. (2011). A review of empirical capital structure research and directions for the future. Annu. Rev. Financ. Econ., 3(1), 309-345.

Guay, W. R. (1999). The impact of derivatives on firm risk: An empirical examination of new derivatives users. Journal of Accounting and Economics, 26(1-3), 319-351.

Harris, M., & Roark, S. (2019). Cash flow volatility and capital structure choices. Financial Management, 48(2), 321-354.

Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. Journal of Financial and quantitative analysis, 21(2), 131-144.

Lemmon, M. L., Roberts, M. R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. The journal of Finance, 63(4), 1575-1608.

Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. Financial Management, 39(4), 1339-1365.

O'Keefe, M., & Yaghoubi, M. (2016). Cash flow volatility and debt maturity structure. Journal of Corporate Finance, 38, 1-16.

Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns. Journal of political economy, 112(1), 106-131.