



Original Article

# The Effect of Capital Structure, Size and Revenue Growth on the Effectiveness of Garment Businesses Listed on Vietnam's Stock Market

Do Huy Thuong<sup>1,\*</sup>, Tran Luu Ngoc<sup>1</sup>, Nguyen Thi Phuong Hong<sup>2</sup>

<sup>1</sup>VNU School of Interdisciplinary, 144 Xuan Thuy, Cau Giay, Hanoi, Vietnam

<sup>2</sup>Hanoi College of Electronic and Electro - Refrigeratory Technics,  
No. 10, Nguyen Van Huyen, Dich Vong, Cau Giay, Hanoi, Vietnam

Received 25 November 2019

Revised 12 December 2019; Accepted 12 December 2019

**Abstract:** Considering the impact of the capital structure on the effectiveness of businesses is extremely important. Therefore, this study is conducted in order to find the influences of capital structure, firm size and revenue growth on the performance of the garment businesses listed on Vietnam stock market in the period of 2013-2018 with the representation of return on equity (ROE). The research with the use of panel data has shown that the ratio of short-term debt on total assets, the firm size and the revenue growth all have positive impacts on business performance. Meanwhile, the ratio of long-term debt on total assets has a negative impact on the performance of garment businesses at the statistically significant level of 5%.

**Keywords:** Capital structure, panel data, ROE.

\* Corresponding author.

E-mail address: [thuonghuydo@yahoo.com](mailto:thuonghuydo@yahoo.com)

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4271>



# Ảnh hưởng của cấu trúc vốn, quy mô, tăng trưởng doanh thu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp may mặc niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Đỗ Huy Thường<sup>1,\*</sup>, Trần Lưu Ngọc<sup>1</sup>, Nguyễn Thị Phương Hồng<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Khoa Các khoa học liên ngành, Đại học Quốc gia Hà Nội, 144 Xuân Thủy, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam

<sup>2</sup>Trường Cao đẳng Điện tử - Điện lạnh Hà Nội,  
số 10, đường Nguyễn Văn Huyền, Dịch Vọng, Cầu Giấy, Hà Nội, Việt Nam

Nhận ngày 25 tháng 11 năm 2019

Chỉnh sửa ngày 12 tháng 12 năm 2019; Chấp nhận đăng ngày 12 tháng 12 năm 2019

**Tóm tắt:** Nghiên cứu được thực hiện nhằm chỉ rõ ảnh hưởng của các yếu tố gồm cấu trúc vốn, quy mô, tăng trưởng doanh thu tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp may mặc niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam trong giai đoạn 2013-2018, được đại diện bởi chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE). Sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng, nghiên cứu chỉ rõ trong khi tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản, quy mô và tăng trưởng doanh thu có tác động cùng chiều tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, thì tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản lại có tác động ngược chiều tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở mức ý nghĩa thống kê 5%.

**Từ khóa:** Cấu trúc vốn, dữ liệu bảng, ROE, doanh nghiệp may mặc, Việt Nam.

## 1. Giới thiệu

Ngành may mặc chiếm vị trí quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam. Tính riêng trong năm 2018, giá trị xuất khẩu của ngành này đạt 36,2 tỷ USD, chiếm khoảng 14,9% tổng giá trị xuất khẩu của cả nước, tăng 16,1% về giá trị so với năm 2017 (năm 2017 giá trị xuất khẩu ngành may mặc đạt 31 tỷ USD trong tổng giá trị xuất khẩu của cả nước là 214 tỷ USD) [1]. Ngoài ra, tính đến tháng 17/7/2019, có 48 doanh nghiệp ngành may mặc niêm yết trên thị

trường chứng khoán Việt Nam với tổng hơn 1.343 triệu cổ phiếu phát hành. Trong đó, doanh nghiệp có số cổ phiếu phát hành lớn nhất thuộc về Tập đoàn Dệt may Việt Nam với 500 triệu cổ phiếu, chiếm 40% lượng cổ phiếu của toàn ngành. Công ty Cổ phần - Viện Nghiên cứu Dệt may có số lượng cổ phiếu ít nhất, với 1,87 triệu cổ phiếu, chỉ bằng 0,15% tổng số cổ phiếu của toàn ngành (số liệu thống kê tính toán trên thị trường chứng khoán ngày 17/7/2019).

Có rất nhiều yếu tố tác động tới hiệu quả hoạt động của một doanh nghiệp như: lãnh đạo, hình thức marketing, sở hữu trong nước hay nước ngoài, số lượng CEO... Trong đó, yếu tố cấu trúc vốn được đánh giá là vô cùng quan trọng. Do vậy, mối quan hệ giữa cấu trúc vốn

\* Tác giả liên hệ.

Địa chỉ email: [thuonghuydo@yahoo.com](mailto:thuonghuydo@yahoo.com)

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4271>

và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp đã được nhiều nhà nghiên cứu xem xét. Modigliani và Miller (1958) là hai tác giả tiên phong trong lĩnh vực này [2], các nghiên cứu khác tiếp tục thực hiện trên các phạm vi khác nhau như: Berger và Udell (2002) thực hiện nghiên cứu với khối ngân hàng tại Mỹ [3]; Zeitun và Tian (2007) nghiên cứu thị trường Jordani [4]; Ahmad, Abdullah và Roslan (2012) thực hiện với ngành công nghiệp Malaysia [5]; Murilata (2012) nghiên cứu tại Nigeria [6]; Đoàn Ngọc Phúc (2014) thực hiện đối với các doanh nghiệp sau khi cổ phần hóa ở Việt Nam [7]. Mặc dù có nhiều nghiên cứu về tác động của cấu trúc vốn đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, tuy nhiên chưa có một nghiên cứu cụ thể về tác động của cấu trúc vốn đối với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp thuộc ngành may mặc tại Việt Nam. Do đó, nghiên cứu này xem xét tác động của cấu trúc vốn, quy mô và tăng trưởng doanh thu đối với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp may mặc niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam.

## 2. Cơ sở lý thuyết và mô hình nghiên cứu

### 2.1. Cơ sở lý thuyết

Nghiên cứu hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp xuất phát từ lý thuyết tổ chức và quản trị chiến lược [8]. Hiệu quả hoạt động được đo lường trên cả phương diện tài chính và tổ chức. Hiệu quả hoạt động tài chính như tối đa hóa lợi nhuận, tối đa hóa lợi nhuận trên tài sản và tối đa hóa lợi ích của cổ đông là vấn đề cốt lõi của tính hiệu quả đối với doanh nghiệp. Việc sử dụng nguồn vốn ngắn hạn hay dài hạn, hay nói cách khác là cấu trúc vốn, có vai trò quan trọng trong việc duy trì, phát triển hoạt động của doanh nghiệp. Sự linh hoạt trong việc sử dụng cấu trúc vốn sẽ đem lại mức độ hiệu quả khác nhau đối với hoạt động của doanh nghiệp và điều đó tùy thuộc vào cách thức sử dụng của từng doanh nghiệp.

Do vậy, đã có nghiên cứu trên thế giới xem xét tác động của cấu trúc vốn đối với hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Margaritis và

Psillaki (2010) nghiên cứu ba ngành (hóa học, máy tính và dệt may) và chỉ ra rằng cấu trúc vốn có tác động ở dạng hàm bậc 2 với giá trị cấu trúc vốn bậc 1 có tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Yếu tố cấu trúc vốn bình phương có tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động đối với cả ba ngành. Ngoài yếu tố cấu trúc vốn, các tác giả còn xem xét các biến khác như quy mô doanh nghiệp, lợi nhuận trên tổng tài sản, tài sản hữu hình, tài sản vô hình trên tổng tài sản và sở hữu nội bộ [9]. Ngoài ra, nghiên cứu của Zeitun và Tian (2007) đối với thị trường Jordani đã chỉ ra rằng yếu tố cấu trúc vốn được thể hiện qua tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có tác động cùng chiều tới hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp thông qua chỉ số Tobin's Q [4]. Đáng chú ý là, Muritala (2012) thực hiện nghiên cứu với các ngân hàng tại Hoa Kỳ và đưa ra kết quả cấu trúc vốn được đo bằng tỷ lệ nợ trên tổng tài sản có tác động ngược chiều tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ở cả hai chỉ tiêu là ROE và ROA [6]. Ahmad, Abdullah và Roslan (2012) nghiên cứu cấu trúc vốn với chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp là ROE và ROA tại thị trường Malaysia. Kết quả cho thấy, nếu chỉ xét nợ ngắn hạn và nợ dài hạn, tỷ lệ nợ ngắn hạn có tác động ngược chiều tới ROE trong khi tỷ lệ nợ dài hạn có tác động cùng chiều tới ROE. Trong trường hợp chỉ xét tổng nợ trên tổng tài sản thì yếu tố này có tác động ngược chiều tới ROE. Trong khi đó, tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản hoặc tổng nợ trên tổng tài sản đều có tác động cùng chiều tới ROA và đồng thời yếu tố tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản không tác động tới ROA [5].

### 2.2. Mô hình nghiên cứu

Nghiên cứu này lượng hóa ảnh hưởng của cấu trúc vốn tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp may mặc niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam thông qua sử dụng mô hình hồi quy cho dữ liệu bảng. Ngoài các biến về cấu trúc vốn, tác giả xem xét thêm các biến về quy mô và tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp. Biên hiệu quả hoạt động được phản ánh qua chỉ tiêu là ROE với mô hình được mô tả ở Bảng 1.

Trong đó:

- Biến độc lập:

SDTA: Tỷ lệ nợ ngắn trên tổng tài sản

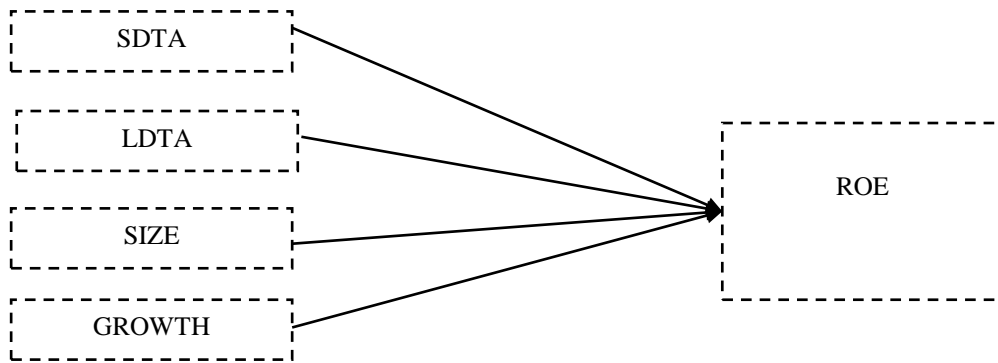
LDTA: Tỷ lệ nợ dài trên tổng tài sản

SIZE<sup>1</sup>: Quy mô công ty

GROWTH: Tăng trưởng doanh thu

- Biến phụ thuộc:

ROE: Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu



Hình 1. Mô hình nghiên cứu.

Nguồn: Đề xuất của nhóm tác giả.

#### Phương pháp nghiên cứu

Trước tiên, nghiên cứu sử dụng phương pháp bình phương tối thiểu nhỏ nhất (OLS) để ước lượng mô hình. Tiếp theo, với dữ liệu bảng, phương pháp ước lượng được sử dụng nhiều hơn là mô hình các ảnh hưởng cố định (FEM) và mô hình các ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Sau đó, nghiên cứu sử dụng kiểm định Hausman để đánh giá mô hình FEM hay mô hình REM là phù hợp hơn và rút ra kết luận.

Tuy nhiên, dạng bảng với số cá thể quan sát lớn trong chuỗi thời gian ngắn thường phát sinh hiện tượng tự tương quan, phương sai sai số thay đổi. Để giải quyết vấn đề này, nghiên cứu tiến hành kiểm định trước những khuyết tật và sau đó sử dụng mô hình ước lượng GLS để khắc phục hiện tượng tự tương quan và phương sai sai số thay đổi để phân tích chiều hướng ảnh hưởng của các nhân tố.

Mô hình dữ liệu bảng có dạng tổng quát:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_0 * X_{1it} + \beta_1 * X_{2it} + \dots + \beta_n * X_{nit} + \text{ut}$$

Trong đó:  $i$  là đơn vị chéo thứ  $i$  và  $t$  là thời gian thứ  $t$ ;  $Y$  là biến phụ thuộc;  $X$  là biến độc lập.

Đối với dữ liệu bảng có ba mô hình có thể sử dụng tùy vào đặc điểm và phạm vi nghiên cứu [9], bao gồm:

- Mô hình Pooled OLS là mô hình đơn giản nhất khi không xem xét tới sự khác biệt giữa các doanh nghiệp nghiên cứu (mô hình này ít khi được sử dụng).

- Mô hình Fixed Effect phát triển thêm từ Pooled OLS khi có đưa thêm sự khác nhau giữa các doanh nghiệp và có sự tương quan giữa phần dư của mô hình với các biến độc lập.

- Mô hình Random Effect: Cũng giống như mô hình Fixed Effect về sự khác nhau giữa các doanh nghiệp, nhưng không có mối quan hệ nào giữa phần dư và các biến độc lập của mô hình.

Nghiên cứu sẽ tiến hành kiểm định Hausman để lựa chọn giữa mô hình Fixed Effect và Random Effect, với giả thuyết:

*H0: Mô hình Random Effect là phù hợp*

*H1: Mô hình Fixed Effect là phù hợp*

Mô hình nghiên cứu của tác giả như sau:

$$ROE = c + \beta_0 * SDTA + \beta_1 * LDTA + \beta_2 * SIZE + \beta_3 * GROWTH$$

Hồi quy theo phương pháp GLS (Generalized Least Squares) để khắc phục hiện tượng phương sai sai số thay đổi và/hoặc hiện tượng tự tương quan nhằm đạt được tính hiệu quả cho mô hình.

<sup>1</sup> SIZE được tính bằng logarit tự nhiên tổng tài sản.

### 3. Kết quả nghiên cứu

#### 3.1. Thống kê mô tả mẫu

Dữ liệu nghiên cứu là mô hình dạng bảng trên các chỉ số tài chính của 38 trong tổng số 48 doanh nghiệp may mặc niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam từ năm 2013 đến năm 2018, với 228 quan sát. Nhóm tác giả chỉ sử dụng số liệu của 38 doanh nghiệp vì 10 doanh nghiệp còn lại mới niêm yết trên thị trường chứng khoán trong 3 năm trở lại đây.

Kết quả thống kê đưa ra giá trị lớn nhất của ROE là 69,83%, trong khi đó giá trị nhỏ nhất là -56,87%. Giá trị trung bình của ROE là 18,32%. Cấu trúc vốn của các doanh nghiệp chủ yếu là nợ ngắn hạn, với giá trị trung bình của tỷ lệ nợ ngắn hạn là 61,14% và giá trị trung bình của tỷ lệ nợ dài hạn là 9,15%. Giá trị tăng

trường doanh thu có giá trị lớn nhất đạt 119,92% trong khi giá trị nhỏ nhất đạt -53,56%, và giá trị tăng trưởng trung bình là 9,04%.

#### 3.2. Ma trận hệ số tương quan

Kết quả ma trận hệ số tương quan cho thấy hệ số tương quan của ROE với các biến khác đều có hệ số tương quan khác 0. Hệ số tương quan của ROE với tỷ lệ nợ dài hạn lớn nhất bằng 0,18 và hệ số tương quan của ROE với quy mô là nhỏ nhất bằng 0,03 (Bảng 3).

#### Kết quả ước lượng

Sau khi tiến hành hồi quy Pool OLS, nghiên cứu tiến hành kiểm tra tính đa cộng tuyến. Kết quả cho thấy, tất cả các hệ số đều nhỏ hơn 5. Do đó, không có hiện tượng đa cộng tuyến (Bảng 4, 5).

Bảng 1. Thống kê mô tả

Biến	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
Năm	228	2015,5	1,711583	2013	2018
ROE	228	18,32588	15,32884	-56,87	69,83
SDTA	228	61,14747	66,33161	4,347826	678,5714
LDTA	228	9,154779	10,22904	0	39,75251
SIZE	228	2,783419	,5480121	1,380211	4,340424
GROWTH	228	9,044343	19,32681	-53,56125	119,9248
Côngty	228	19,84649	11,38622	1	39

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Bảng 2. Ma trận hệ số tương quan

	ROE	SDTA	LDTA	SIZE	GROWTH
ROE	1				
SDTA	0,0490	1			
LDTA	-0,1810	-0,1166	1		
SIZE	0,0326	0,0448	0,5071	1	
GROWTH	0,1289	-0,0423	0,0650	0,0351	1

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Bảng 4. Kiểm tra tính đa cộng tuyến của các biến nghiên cứu

Các biến	VIF	1/VIF
SDTA	1,03	0,970644
LDTA	1,39	0,721716
SIZE	1,37	0,731868
GROWTH	1,01	0,994506
Mean VIF	1,20	

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Bảng 5. Kết quả ước lượng với các phương pháp FEM và REM

Biến	FEM		REM	
	Beta	p-value	Beta	p-value
C	-,080412	0,988	1,249546	0,823
SDTA	,1556937	0,000	,1532262	0,000
LDTA	-,3649543	0,001	-,3546163	0,001
SIZE	4,647003	0,024	4,135027	0,044
GROWTH	,0811777	0,108	,0952064	0,057
R-square	14,11%		14,06%	
F-(Hausman)	0,1054			

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Kết quả kiểm định Hausman đưa ra giá trị p-value bằng 0,1054 > 0,05 nên chấp nhận giả thuyết  $H_0$  và bác bỏ giả thuyết  $H_1$ . Vì vậy, mô hình phù hợp để nghiên cứu là mô hình Random Effect (REM).

Sau đó, nghiên cứu kiểm định hiện tượng tự tương quan của mô hình REM. Kết quả cho thấy:  $F(1, 37) = 21,691$ ;  $\text{Prob} > F = 0,0000$ . Do đó giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ. Điều đó có nghĩa là dữ liệu nghiên cứu có hiện tượng tự tương quan.

Nghiên cứu tiếp tục kiểm định hiện tượng phương sai sai số thay đổi. Kết quả cho thấy  $\text{Chibar}2(01) = 113,55$ ;  $\text{Prob} > \text{Chibar}2 = 0,0000$ . Do đó, giả thuyết  $H_0$  bị bác bỏ. Điều đó có nghĩa là có hiện tượng phương sai sai số thay đổi.

Để khắc phục hiện tượng tự tương quan và hiện tượng phương sai sai số không đồng của mô hình REM, nghiên cứu tiếp tục với phương pháp hồi quy bình phương tối thiểu tổng quát khả thi GLS (Bảng 7).

Bảng 6. Kết quả kiểm định phương sai sai số thay đổi

Phương pháp ước lượng	Loại kiểm định	Thống kê Chi2	Prob > Chi2	Kết quả kiểm định
OLS	Breusch-Pagan	15,81	0,0001	Có hiện tượng phương sai sai số thay đổi
REM	Breusch and Pagan Lagrangian	113,55	0,0000	Có hiện tượng phương sai sai số thay đổi

Nguồn: Tác giả tự tổng hợp

Bảng 7. Kết quả ước lượng với phương pháp GLS

ROE		
Biến	Beta	p-value
C	-3,954606	0,392
SDTA	,1784254	0,000
LDTA	-,2062402	0,013
SIZE	4,950676	0,004
GROWTH	,0724942	0,003
Wald chi2(4)	46,29	
Prob > chi2	0,0000	

Nguồn: Tác giả tổng hợp

Kết quả cho thấy tỷ lệ nợ ngắn hạn, nợ dài hạn, quy mô và tăng trưởng doanh thu đều có tác động đối với hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp may mặc. Trong khi tỷ lệ nợ ngắn hạn, quy mô và tăng trưởng doanh thu có tác động cùng chiều tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, thì tỷ lệ nợ dài hạn lại có tác động ngược chiều tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

Phương trình hồi quy có dạng:

$$\text{ROE} = -3,95 + 0,17 \cdot \text{SDTA} - 0,20 \cdot \text{LDTA} + 4,95 \cdot \text{SIZE} + 0,07 \cdot \text{GROWTH}$$

## 4. Thảo luận và kiến nghị

### 4.1. Thảo luận

Kết quả thống kê mô tả ban đầu cho thấy các doanh nghiệp trong ngành may mặc chủ yếu sử dụng nợ ngắn hạn. Tỷ lệ sử dụng nợ ngắn hạn cao hơn rất nhiều so với tỷ lệ nợ dài hạn. Điều này cho thấy các doanh nghiệp thường có các chiến lược kinh doanh ngắn hạn nên tập trung nhiều vào nguồn vốn vay ngắn hạn hơn là các khoản vay dài hạn. Ngoài ra, vấn đề sử dụng nợ ngắn hạn còn xuất phát từ chính sách lãi suất cho vay ngắn hạn hấp dẫn hơn vay dài hạn.

Về hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp, các chỉ số thống kê cho thấy không có sự chênh lệch quá lớn giữa hiệu quả hoạt động giữa các doanh nghiệp may mặc niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam; giá trị lớn nhất (69,83%) gấp gần 4 lần giá trị trung bình của cả ngành (18,32%) cho thấy các doanh nghiệp hoạt động hiệu quả không đồng đều. Bên cạnh đó, nếu so sánh giữa tỷ lệ nợ ngắn hạn mà các doanh nghiệp sử dụng ở mức trung bình là 61,14%, chênh lệch khoảng 10 lần so với giá trị lớn nhất là 678,57%, thì chúng ta có thể thấy việc sử dụng vốn của các doanh nghiệp khác nhau làm cho hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp khác nhau.

Sau khi tiến hành ước lượng mô hình để xem xét các yếu tố tác động tới hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp thông qua chỉ tiêu ROE, kết quả cho thấy về cấu trúc vốn, cả tỷ lệ nợ ngắn hạn và nợ dài hạn trên tổng tài sản đều có tác động tới hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp. Trong khi tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản có tác động cùng chiều tới ROE (hệ số beta bằng 0,17), thì tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản lại có tác động ngược chiều tới ROE (hệ số beta bằng -0,20). Điều này chỉ ra thực tế là các doanh nghiệp trong ngành may mặc sử dụng vốn ngắn hạn nhiều hơn sẽ đạt hiệu quả hoạt động tốt hơn.

Kết quả hồi quy cũng chỉ ra rằng tác động cùng chiều của tỷ lệ nợ ngắn hạn và tác động ngược chiều của tỷ lệ nợ dài hạn tới ROE cho thấy các doanh nghiệp có xu thế tăng tỷ lệ nợ

ngắn hạn và giảm bớt tỷ lệ nợ dài hạn. Ngoài ra, hai yếu tố xem xét thêm ngoài cấu trúc vốn (quy mô doanh nghiệp và tăng trưởng doanh thu) đều có tác động cùng chiều đối với ROE, nên việc mở rộng quy mô và tăng doanh thu là những yếu tố làm tăng hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp qua chỉ tiêu ROE.

Kết quả nghiên cứu của nhóm tác giả cũng tương đồng với một số kết quả của các nghiên cứu trước. Chẳng hạn, Muritala (2012) chỉ ra cấu trúc vốn có tác động ngược chiều tới hiệu quả hoạt động của các công ty tại Nigeria [6]. Nghiên cứu tại Malaysia, quốc gia có nền kinh tế tương đồng với Việt Nam, Ahmad, Abdullah và Roslan (2012) cũng chỉ ra rằng cả tỷ lệ nợ ngắn hạn và dài hạn đều có tác động tới hiệu quả hoạt động các công ty qua chỉ tiêu ROE ở mức ý nghĩa 5% [5]. Trong khi đó, tỷ lệ nợ ngắn hạn có tác động ngược chiều tới ROE, còn tỷ lệ nợ dài hạn lại có tác động cùng chiều tới ROE. Điều này cho thấy có sự khác nhau giữa hai thị trường Việt Nam và Malaysia. Trong khi tại Malaysia, các doanh nghiệp dường như rất biết cách sử dụng cả hai nguồn vốn vay dài hạn và ngắn hạn trong việc tạo ra hiệu quả hoạt động công ty tốt hơn, thì ở Việt Nam - cụ thể là ngành may mặc, các doanh nghiệp mới chỉ đang kiểm soát được tỷ lệ nợ ngắn hạn để kích thích tăng trưởng ROE. Với tỷ lệ nợ dài hạn, các doanh nghiệp vẫn chưa biết cách tận dụng, dẫn tới khả năng sử dụng đòn bẩy tài chính của các doanh nghiệp bị bó hẹp hơn so với tại Malaysia.

### 4.2. Kiến nghị

*Thứ nhất*, các doanh nghiệp may mặc niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam cần tập trung điều chỉnh tỷ lệ nợ dài hạn trên tổng tài sản hơn là tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản để điều hướng hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp.

*Thứ hai*, với tình hình sử dụng vốn ngắn hạn hiện tại đạt hiệu quả hơn so với tỷ lệ nợ dài hạn thì để nâng cao hiệu quả hoạt động, các doanh nghiệp cần hạn chế sử dụng tỷ lệ nợ dài hạn trong tương lai do tỷ lệ nợ dài hạn có tác động ngược chiều tới ROE.

Thứ ba, về tỷ lệ nợ dài hạn, các doanh nghiệp cần có chiến lược sử dụng công cụ này để nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (ROE), có thêm các phương án thực hiện để nâng cao hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp do hiện tại việc sử dụng tỷ lệ nợ dài hạn của các doanh nghiệp chưa đạt hiệu quả.

### Tài liệu tham khảo

- [1] Ministry of Industry and Trade, “Vietnam’s Import and Export 2018”. <http://www.trungtamwto.vn/download/18440/Bao%20cao%20Xuat%20Nhap%20Khau%20Viet%20Nam%202018.pdf>, 2018 (accessed on 25 October 2018 ). (in Vietnamese).
- [2] Modigliani, Miller, “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *The American Economic Review* 48 (3) (1958) 261-297.
- [3] Berger, Patti, “Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry”, *Journal of Banking and Finance*, 2002.
- [4] Zeitun, Tian, “Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan”, *Australasian Accounting Business and Finance Journal* 1 (4) (2007) 40-61.
- [5] Ahmad, Abdullah, Roslan, “Capital Structure Effect on Firms Performance: Focusin on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms”, *International Review of Business Research Papers* 8 (5) (2012) 137-155.
- [6] Murilata, “An Empirical Analysis of Capital Structure on Firms’ Performance in Nigera”, *International Journal of Advances in Management and Economics* 1 (5) (2012) 116-124.
- [7] Doan Ngoc Phuc, “The impact of capital structure on the business results of enterprises after privatization in Vietnam”, *Review of World Economic and Political Issues* 7 (219) (2014) 219. (in Vietnamese).
- [8] Murphy, On metaphoric representation, Elsevier Science, 1996, pp. 173-204.
- [9] Margaritis, Psillaki, “Capital structure, equity ownership and firm performance”, *Journal of Business Finance and Accounting* 34 (3) (2010) 621-632.

## Phụ lục

### DANH SÁCH CÁC CÔNG TY MAY MẶC

STT	MÃ CK	TIÊN CÔNG TY
1	NTT	Công ty CP Dệt May Nha Trang
2	MSH	Công ty CP May Sông Hồng
3	PTG	Công ty CP May xuất khẩu Phan thiết
4	HUG	Công ty May Hưng Yên
5	MDN	Công ty CP May Đồng Nai
6	MPT	Công ty CP May Phú Thành
7	TTG	Công ty CP May Thanh trì
8	DCG	Công ty CP May đáp cầu
9	HNI	Công ty May Hữu Nghị
10	HPU	Công ty CP 28 Hưng Phú
11	HFS	Công ty CP dịch vụ Thời trang Hà Nội
12	HDM	Công ty CP dệt may Huế
13	BDG	Công ty CP May mặc Bình Dương
15	X20	Công ty CP X20
16	M10	Công ty CP May 10
17	VGG	Công ty CP May Việt Tiến
18	MGG	Công ty CP May Đức Giang
19	NDT	Công ty CP dệt may Nam Định
20	TVT	Công ty CP May Việt Thắng
21	MB	Công ty CP May Nhà Bè
22	TET	Công ty CP Vải sợi may mặc Miền Bắc



---

23	DM7	Công ty CP Dệt May 7
24	TCM	Công ty Dệt May Thành Công
25	HSM	Công ty Dệt May Hà Nội
26	VGT	Công ty dệt may Việt Nam
27	BVN	Công ty CP Bông Việt Nam
28	VDN	Công ty Vinatex Đà Nẵng
29	BMG	Công ty May Bình Minh
30	PPH	Công ty CP May Phong Phú
31	GMC	Công ty CP Sản xuất thương mại may Sài Gòn
33	STK	Công ty CP Sợi Thế Kỳ
34	ADS	Công ty CP Damsan
35	FTM	Công ty CP đầu tư phát triển Đức Quân
36	G20	Công ty CP đầu tư dệt may Vĩnh Phúc
37	TLI	Công ty CP May Quốc tế Thăng Lợi
38	HTG	Công ty CP Dệt May Hòa Thọ

---