

NGHIÊN CỨU RỦI RO PHÁ SẢN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP DỆT MAY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Ths. Phan Hoàng Phúc* - GS.TS. Nguyễn Trọng Cơ**

Bài viết nghiên cứu khả năng phá sản của các doanh nghiệp dệt may niêm yết trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam. Tác giả sử dụng mô hình kinh điển Z-score của Altman (1968) để tính toán chỉ số Z-score của các doanh nghiệp dệt may niêm yết trên TTCK Việt Nam giai đoạn 2016-2023. Kết quả cho thấy một số doanh nghiệp có dấu hiệu rủi ro cao, phản ánh sự yếu kém trong khả năng quản lý tài sản, dòng tiền và lợi nhuận. Hơn thế, nghiên cứu không chỉ cung cấp công cụ hữu ích cho doanh nghiệp và nhà đầu tư trong việc đánh giá rủi ro mà còn hỗ trợ cơ quan quản lý xây dựng chính sách nâng cao tính bền vững và minh bạch của TTCK Việt Nam, qua đó góp phần giảm thiểu tác động tiêu cực của phá sản và thúc đẩy sự phát triển bền vững của thị trường tài chính nói riêng và nền kinh tế nói chung.

• Từ khóa: Z-score, rủi ro phá sản, doanh nghiệp niêm yết, thị trường chứng khoán Việt Nam.

This study investigates the bankruptcy risk of textile and garment enterprises listed on the Vietnamese stock market. The author employs Altman's (1968) classic Z-score model to calculate the Z-score for these enterprises during the period 2016–2023. The findings reveal that certain enterprises exhibit high bankruptcy risk, reflecting weaknesses in asset management, cash flow, and profitability. Furthermore, the study provides valuable tools for enterprises and investors to assess risks and supports regulatory authorities in formulating policies to enhance the sustainability and transparency of the Vietnamese stock market. This contributes to mitigating the adverse effects of bankruptcy and fostering the sustainable development of both the financial market and the broader economy.

• Key words: Z-score, bankruptcy risk, listed enterprises, Vietnamese stock market.

Ngày gửi bài: 03/02/2025

Ngày gửi phản biện: 24/02/2025

Ngày nhận kết quả và sửa phản biện: 14/3/2025

Ngày chấp nhận đăng: 20/4/2025

DOI: <https://doi.org/10.71374/jfar.v25.i287.09>

1. Đặt vấn đề

Ngành dệt may đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam, không chỉ tạo ra nhiều việc làm mà còn đóng góp lớn vào kim ngạch xuất khẩu quốc gia. Tuy nhiên, các doanh nghiệp dệt may niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đang phải đối mặt với nhiều thách thức, bao gồm biến động giá nguyên liệu, áp lực cạnh tranh toàn cầu, chính sách thương mại và những rủi ro tài chính nội tại. Những yếu tố này có thể

ảnh hưởng đến khả năng tồn tại và phát triển của doanh nghiệp, thậm chí dẫn đến nguy cơ phá sản. Nghiên cứu khả năng phá sản của các doanh nghiệp dệt may niêm yết trên TTCK Việt Nam là một chủ đề mang tính cấp thiết và có ý nghĩa thực tiễn sâu sắc đối với ngành dệt may nói riêng và nền kinh tế nói chung. Việc nhận diện các yếu tố dẫn đến phá sản, đánh giá rủi ro và xây dựng các mô hình dự báo hiệu quả sẽ không chỉ hỗ trợ các doanh nghiệp trong việc phòng ngừa rủi ro mà còn giúp nhà đầu tư đưa ra các quyết định tài chính đúng đắn (Ohlson, 1980). Đồng thời, các cơ quan quản lý cũng có thể sử dụng kết quả nghiên cứu để đề xuất các chính sách phù hợp nhằm giảm thiểu tác động tiêu cực của phá sản lên nền kinh tế.

2. Tổng quan nghiên cứu và cơ sở lý thuyết

2.1. Tổng quan nghiên cứu

a. Các nghiên cứu quốc tế

Mô hình Z-score do Altman (1968) phát triển được chứng minh có độ chính xác cao (94%) trong việc dự đoán phá sản doanh nghiệp sản xuất, nhưng lại không phù hợp với ngành dịch vụ hay tài chính. Tiếp nối nghiên cứu này, nhiều học giả đã mở rộng ứng dụng của Z-score. Spathis (2002) sử dụng mô hình để phát hiện gian lận tài chính tại Hy Lạp, tuy đạt hiệu quả cao nhưng phạm vi nghiên cứu còn giới hạn. Arshad et al. (2015) kết hợp Z-score với M-Score nhằm nâng cao độ chính xác (83,3%) trong phân loại công ty gian lận tại Malaysia, tuy nhiên mô hình này phức tạp hơn và yêu cầu thêm dữ liệu. Trong lĩnh vực ngân hàng, Foos et al. (2010) áp dụng Z-score để đánh giá mối quan hệ giữa tăng trưởng tín dụng và rủi ro tín dụng tại châu Âu, song chưa kiểm chứng tại các khu vực khác. Ngoài ra, Zmijewski (1984) phát triển mô hình Zeta dựa trên hồi quy logistic nhằm nâng cao khả năng dự báo phá sản

* Trường Đại học mở Thành phố Hồ Chí Minh

** Học viện Tài chính

cho doanh nghiệp nhỏ và vừa, cung cấp một cách tiếp cận khác so với Z-score truyền thống.

b. Các nghiên cứu trong nước

Tại Việt Nam, mô hình Z-score đã được áp dụng rộng rãi để đánh giá khả năng phá sản của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán, chủ yếu trong lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán và bất động sản. Lê Cao Hoàng Anh và Nguyễn Thu Hằng (2012) chứng minh mô hình Z-score có độ chính xác 91% trong dự báo khó khăn tài chính một năm trước khi xảy ra, nhưng nghiên cứu còn bị giới hạn về phạm vi ngành và yếu tố vĩ mô. Hoàng Thị Hồng Vân (2020) nhận thấy độ chính xác của Z-score tại Việt Nam chỉ đạt 57,6%, thấp hơn nhiều so với nghiên cứu gốc của Altman và đề xuất điều chỉnh mô hình để phù hợp hơn với bối cảnh trong nước. Nguyễn Hữu Thắng (2017) chỉ ra rằng các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam có chỉ số Z-score thấp hơn so với các ngành khác, phản ánh rủi ro tài chính cao do chi phí nguyên liệu lớn, thị trường tiêu thụ không ổn định và tỷ lệ nợ cao. Gần đây, Vũ Nguyễn Ngọc Tuyền (2024) đã nghiên cứu tác động của các yếu tố tài chính và kinh tế vĩ mô đến hệ số Z-score của các ngân hàng thương mại cổ phần tại Việt Nam, cung cấp cơ sở cho việc ổn định tài chính ngân hàng nhưng chưa xem xét tác động từ chính sách của Ngân hàng Nhà nước.

2.2. Cơ sở lý thuyết

a. Lý thuyết phân tích Tài chính (Financial Ratio Analysis)

Lý thuyết phân tích tài chính sử dụng các tỷ số tài chính để đánh giá sức khỏe tài chính của doanh nghiệp, giúp xác định hiệu quả hoạt động, khả năng sinh lời và rủi ro tài chính. Việc phân tích các tỷ số này giúp đánh giá sự hiệu quả trong sử dụng tài sản và nguồn vốn, khả năng thanh khoản, cấu trúc vốn và khả năng sinh lời. Ngoài ra, nó còn giúp nhận diện sớm các dấu hiệu về tình trạng tài chính, đặc biệt là nguy cơ phá sản. Các chỉ tiêu thường sử dụng bao gồm: (1) Khả năng thanh toán hiện hành; (2) Khả năng sinh lời; (3) Hiệu quả hoạt động; (4) Đòn bẩy tài chính;

b. Lý thuyết Phân tích Hệ thống

Lý thuyết Phân tích Hệ thống (Systems Theory) nghiên cứu các tổ chức như một tổng thể, tập trung vào mối quan hệ giữa các phần tử để đạt mục tiêu chung. Ludwig von Bertalanffy (1968), người sáng lập lý thuyết này, cho rằng sự thay đổi ở bất kỳ thành phần nào cũng ảnh hưởng đến toàn bộ hệ thống. Lý thuyết giúp phân tích các yếu tố trong bối cảnh tổng thể, giúp nhà quản lý đưa ra quyết định chiến lược hiệu quả hơn (Skyttner, 2005).

Lý thuyết này được ứng dụng rộng rãi trong quản lý tổ chức và hoạch định chính sách, (Checkland, 1999). Nó cũng hỗ trợ giải quyết các vấn đề phức tạp bằng cách xem xét mối quan hệ giữa các yếu tố.

c. Lý thuyết Phá sản (Bankruptcy Theory)

Lý thuyết Phá sản nghiên cứu nguyên nhân, tác động và quá trình dẫn đến phá sản của doanh nghiệp, không chỉ từ việc mất khả năng thanh toán mà còn từ chiến lược kinh doanh và quản trị rủi ro yếu kém (Altman, 1968). Lý thuyết này tập trung vào việc phát hiện dấu hiệu cảnh báo sớm qua các mô hình dự báo, như mô hình Z-score của Altman, phân tích cấu trúc tài chính, hiệu suất hoạt động và khả năng sinh lời để giúp doanh nghiệp điều chỉnh chiến lược trước khi quá muộn.

d. Lý thuyết Cấu trúc Vốn (Capital Structure Theory)

Lý thuyết Cấu trúc Vốn nghiên cứu cách doanh nghiệp lựa chọn giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu để tài trợ hoạt động và tối ưu hóa giá trị công ty. Lý thuyết M&M (Modigliani và Miller, 1958) cho rằng trong thị trường hoàn hảo, cấu trúc vốn không ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, khi thuế và chi phí tài chính được xem xét, các lý thuyết sau này điều chỉnh để phản ánh lợi ích từ nợ, như lợi thế thuế (tax shield), giúp giảm chi phí vốn.

Ngoài lý thuyết M&M, Pecking Order Theory và Trade-Off Theory giải thích hành vi của doanh nghiệp trong việc quyết định cấu trúc vốn. Theo Pecking Order Theory, doanh nghiệp ưu tiên sử dụng vốn nội bộ, sau đó đến nợ và cuối cùng là phát hành cổ phiếu (Myers & Majluf, 1984).

e. Lý thuyết Quản trị Rủi ro (Risk Management Theory)

Lý thuyết Quản trị Rủi ro nghiên cứu cách các tổ chức và cá nhân xác định, đánh giá và ứng phó với rủi ro để bảo vệ tài sản và đạt mục tiêu chiến lược. Quá trình quản trị rủi ro bao gồm các bước nhận diện, phân tích, kiểm soát và giám sát rủi ro. Khái niệm “rủi ro có thể chấp nhận được” (acceptable risk) đề cập đến mức độ rủi ro có thể chấp nhận trong giới hạn tài nguyên. Lý thuyết cũng nhấn mạnh việc cân bằng giữa chi phí quản lý rủi ro và lợi ích từ việc giảm thiểu rủi ro (Tufano, 1996). Các phương pháp quản trị rủi ro phổ biến gồm chuyên giao rủi ro (bảo hiểm), phòng ngừa rủi ro (hedging) và tự quản trị rủi ro.

Chỉ số Z-score và ứng dụng trong dự đoán rủi ro phá sản

Chỉ số Z-score là một công cụ tài chính được phát triển bởi Edward I. Altman vào năm 1968, dựa trên phương pháp phân tích phân biệt (discriminant analysis) để dự đoán khả năng phá sản của các công ty. Altman đã xây dựng một mô hình bao gồm năm chỉ số tài chính chính từ báo cáo tài chính của doanh nghiệp: tỷ lệ tài sản lưu động trên tổng tài sản, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản, tỷ lệ thu nhập trước lãi và thuế trên tổng tài sản, tỷ lệ giá trị thị trường của vốn chủ sở

hữu trên tổng nợ phải trả và tỷ lệ doanh thu trên tổng tài sản (Altman, 1968).

Mô hình Z-score do Altman phát triển đã được điều chỉnh theo từng ngành nghề và điều kiện cụ thể của các quốc gia. Mô hình này có một giá trị ứng dụng rất lớn trong việc dự đoán khả năng phá sản của các doanh nghiệp, giúp các nhà đầu tư và các chuyên gia tài chính đưa ra các quyết định dựa trên cơ sở dữ liệu tài chính chặt chẽ.

Altman (1968) đã chỉ ra rằng chỉ số Z-score dưới 1.8 cho thấy doanh nghiệp có khả năng phá sản trong vòng một năm, từ 1.8 đến 2.99 cho thấy doanh nghiệp có nguy cơ phá sản trung bình và trên 3.0 cho thấy doanh nghiệp có khả năng tồn tại lâu dài.

Các công thức tính Z-score được chia thành ba nhóm chính:

Mô hình Z-score cho các công ty niêm yết công khai:

$$Z = 1.2 \times X_1 + 1.4 \times X_2 + 3.3 \times X_3 + 0.6 \times X_4 + X_5$$

Trong đó:

X_1 : Tỷ lệ tài sản lưu động / Tổng tài sản

X_2 : Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại / Tổng tài sản

X_3 : Tỷ lệ lợi nhuận trước lãi và thuế / Tổng tài sản

X_4 : Tỷ lệ giá trị thị trường vốn / Tổng nợ phải trả

X_5 : Tỷ lệ doanh thu / Tổng tài sản

Mô hình Z-score cho các công ty không niêm yết:

$$Z = 0.717 \times X_1 + 0.847 \times X_2 + 3.107 \times X_3 + 0.420 \times X_4 + 0.998 \times X_5$$

Mô hình Z-score cho các công ty nhỏ và trung bình:

$$Z = 3.25 \times X_1 + 1.0 \times X_2 + 1.0 \times X_3$$

Đề áp dụng mô hình Z-score vào các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam, nghiên cứu này sẽ sử dụng công thức Z-score cho các công ty niêm yết công khai, vì đây là nhóm đối tượng chính mà nghiên cứu tập trung vào.

Kết quả tính toán Z-score cho các doanh nghiệp sẽ được phân chia thành ba nhóm theo mức độ rủi ro phá sản:

$Z > 3.0$: Doanh nghiệp an toàn (ít có nguy cơ phá sản).

$1.8 < Z < 3.0$: Doanh nghiệp có khả năng phá sản thấp nhưng cần theo dõi.

$Z < 1.8$: Doanh nghiệp có nguy cơ phá sản cao.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thu thập dữ liệu

Các dữ liệu thứ cấp được thu thập từ Báo cáo tài chính trong khoảng thời gian từ năm 2016 đến năm 2023 của 19 doanh nghiệp dệt may với số liệu đã được kiểm toán tài chính. Các doanh nghiệp này đang

niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam với các mã chứng khoán ADS, DM7, EVE, GIL, GMC, HCB, HDM, HNI, HSM, HTG, KMR, M10, MSH, NDT, TCM, TNG, TVT, VGG, VGT.

3.2. Xử lý dữ liệu

Mô hình chỉ số Z-score được sử dụng để tính toán và đo lường rủi ro phá sản của các doanh nghiệp niêm yết, thông qua phương pháp tổng hợp, thống kê, phân tích các số liệu thu thập. Trong tài chính, Z-score là kết quả kiểm tra tín dụng đo lường khả năng phá sản, là căn cứ để doanh nghiệp và nhà đầu tư đánh giá tốt rủi ro, nguy cơ phá sản của doanh nghiệp trong tương lai gần.

4. Kết quả nghiên cứu

Qua khảo sát, thu thập dữ liệu, tác giả đã tính toán được hệ số Z-score của các doanh nghiệp dệt may niêm yết trên TTCK Việt Nam các năm từ 2016-2023.

Mã CK	Z-score 2016	Z-score 2017	Z-score 2018	Z-score 2019	Z-score 2020	Z-score 2021	Z-score 2022	Z-score 2023
ADS	1.96	2.20	2.28	2.08	1.89	2.40	2.00	1.93
DM7	2.80	1.94	3.51	3.53	3.00	3.02	3.91	2.78
EVE	2.93	2.61	2.53	2.33	2.36	2.57	2.48	2.00
GIL	2.87	3.20	3.02	3.11	3.39	3.26	2.80	2.14
GMC	3.27	3.27	3.91	3.57	2.90	3.43	1.07	0.39
HCB	2.04	2.22	2.20	2.35	2.00	2.03	2.58	2.35
HDM	3.49	3.85	3.37	3.53	3.27	3.35	3.37	3.07
HNI	4.51	4.38	4.67	4.13	3.73	3.89	4.04	3.43
HSM	1.50	1.65	1.78	1.76	1.31	1.35	1.59	1.07
HTG	2.52	2.96	3.25	3.51	2.87	3.13	3.83	3.39
KMR	1.34	1.32	1.32	1.44	1.33	1.76	1.76	1.72
M10	3.36	3.31	3.13	3.42	3.50	3.57	3.32	3.15
MSH	2.66	2.77	3.66	4.11	3.54	4.04	3.71	3.26
NDT	1.59	1.32	1.37	1.38	1.46	1.64	1.73	1.38
TCM	2.05	2.38	2.56	2.66	3.16	2.88	3.36	2.97
TNG	1.89	2.14	2.59	2.77	2.25	2.51	2.32	2.35
TVT	2.55	2.98	2.92	2.64	2.49	2.62	2.50	2.37
VGG	3.87	3.80	3.83	3.55	2.95	2.96	2.88	3.17
VGT	1.48	1.59	1.68	1.84	1.59	1.87	1.92	1.77

Nguồn: Báo cáo tài chính của các doanh nghiệp & tính toán của tác giả

Tác giả nhận thấy:

a. *Nhóm doanh nghiệp có sức khỏe tài chính mạnh* (Z-score > 6, ổn định và không có dấu hiệu suy giảm nghiêm trọng)

Các doanh nghiệp này có Z-score cao và ổn định, phản ánh hiệu suất tài chính tốt và vượt trội. Những công ty này có khả năng tài chính mạnh mẽ và ít gặp rủi ro tài chính. Cụ thể:

HNI (Z-score dao động từ 3.43 đến 4.67): Với Z-score luôn trên 3, HNI có sức khỏe tài chính rất mạnh và ổn định, đặc biệt vào năm 2018 khi đạt Z-score 4.67. Đây là một trong những công ty có hiệu suất vượt trội qua các năm.

HDM (Z-score dao động từ 3.07 đến 3.85): Với Z-score luôn dao động từ 3 đến 3.85, HDM duy trì hiệu suất tài chính ổn định và tốt, không có sự biến động lớn.

DM7 (Z-score dao động từ 1.94 đến 3.91): DM7 có sự biến động nhưng có Z-score cao trong những năm gần đây, đặc biệt là 3.91 vào năm 2022. Đây là dấu hiệu cho thấy công ty này có sức khỏe tài chính mạnh mẽ trong giai đoạn gần đây.

MSH (Z-score dao động từ 2.66 đến 4.11): MSH có một sự cải thiện rõ rệt, Z-score cao nhất là 4.11 vào năm 2019 và duy trì mức ổn định sau đó, phản ánh sự phát triển mạnh mẽ và ổn định của công ty.

b. Những doanh nghiệp này có Z-score tương đối ổn định:

Các doanh nghiệp này có Z-score tương đối ổn định, không có sự biến động lớn. Chúng thể hiện một sức khỏe tài chính ổn định, tuy không quá nổi bật nhưng vẫn duy trì hiệu suất tốt. Cụ thể:

EVE (Z-score dao động từ 2.00 đến 2.93): EVE có sự giảm nhẹ trong Z-score, nhưng vẫn duy trì mức trên 2 trong suốt các năm. Điều này cho thấy công ty duy trì một mức độ ổn định cao và không gặp phải vấn đề tài chính nghiêm trọng.

VGG (Z-score dao động từ 2.88 đến 3.87): Mặc dù có sự biến động trong các năm, nhưng VGG vẫn duy trì mức Z-score cao, đặc biệt là trong khoảng từ 2.88 đến 3.87, cho thấy công ty này duy trì hiệu suất ổn định và mạnh mẽ.

TCM (Z-score dao động từ 2.05 đến 3.36): TCM có Z-score ổn định, dao động từ 2.05 đến 3.36, cho thấy công ty duy trì một sức khỏe tài chính ổn định và có xu hướng cải thiện dần theo thời gian.

TNG (Z-score dao động từ 2.14 đến 2.77): TNG có Z-score ổn định, dao động từ 2.14 đến 2.77, cho thấy công ty này duy trì hiệu suất tài chính ổn định và không gặp phải các vấn đề lớn.

c. Nhóm doanh nghiệp có sức khỏe trung bình

Các doanh nghiệp trong nhóm này có Z-score dao động ở mức trung bình, không quá thấp nhưng cũng không đạt được mức cao như những công ty có sức khỏe tài chính mạnh. Chúng có thể có hiệu suất tài chính chấp nhận được, nhưng vẫn cần chú ý đến các yếu tố cải thiện trong tương lai.

ADS (Z-score dao động từ 1.96 đến 2.40): ADS có Z-score ổn định và tăng nhẹ trong các năm, nhưng không đạt mức cao hơn 2.4. Điều này cho thấy công ty có sức khỏe tài chính ở mức trung bình và có tiềm năng cải thiện trong tương lai.

GIL (Z-score dao động từ 2.14 đến 3.39): GIL có sự biến động trong hiệu suất tài chính, nhưng nhìn chung Z-score của công ty vẫn duy trì ở mức trung bình khá, đặc biệt là vào năm 2020 (3.39).

HCB (Z-score dao động từ 2.03 đến 2.58): HCB có Z-score dao động trong khoảng này, cho thấy công ty duy trì hiệu suất tài chính ở mức trung bình khá, không có sự xuất sắc nổi bật nhưng vẫn ổn định.

d. Nhóm doanh nghiệp có rủi ro cao (Z-score < 3, có nguy cơ phá sản hoặc tài chính bấp bênh)

Các doanh nghiệp trong nhóm này có Z-score thấp và có sự biến động mạnh. Điều này cho thấy công ty gặp phải rủi ro tài chính lớn hoặc đang gặp khó khăn trong việc duy trì hiệu suất tài chính ổn định.

GMC (Z-score dao động từ 3.27 đến 0.39): GMC có sự suy giảm mạnh trong Z-score từ 3.27 năm 2016 xuống chỉ còn 0.39 vào năm 2023. Đây là một dấu hiệu rõ ràng cho thấy công ty này đang gặp phải khó khăn tài chính và có rủi ro cao.

HSM (Z-score dao động từ 1.07 đến 1.78): HSM có Z-score thấp, đặc biệt là vào năm 2023 khi đạt mức 1.07. Điều này cho thấy công ty có rủi ro tài chính cao và có thể gặp khó khăn trong việc duy trì sự ổn định.

NDT (Z-score dao động từ 1.32 đến 1.73): NDT có Z-score thấp và không có sự cải thiện rõ rệt qua các năm, cho thấy công ty này có sức khỏe tài chính kém và có nguy cơ gặp phải rủi ro tài chính.

5. Khuyến nghị

5.1. Khuyến nghị chung

Một là, doanh nghiệp cần quản lý tài sản ngắn hạn hiệu quả hơn. Việc tối ưu hóa hàng tồn kho là cần thiết, tránh lưu kho quá mức, giảm chi phí bảo quản và tăng tốc độ luân chuyển hàng hóa. Đồng thời, doanh nghiệp cần kiểm soát công nợ chặt chẽ bằng cách áp dụng chính sách thu tiền nhanh từ khách hàng. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng có thể xem xét bán bớt các tài sản kém hiệu quả hoặc chưa cần thiết để tăng lượng tiền mặt, từ đó cải thiện vốn lưu động.

Hai là, lợi nhuận giữ lại đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì sự phát triển dài hạn của doanh nghiệp. Để cải thiện chỉ số này, doanh nghiệp cần tối ưu hóa chi phí vận hành bằng cách cắt giảm các khoản chi không cần thiết, đồng thời nâng cao hiệu suất làm việc của từng bộ phận. Một chiến lược hiệu quả khác là hạn chế chia cổ tức bằng tiền mặt, thay vào đó khuyến khích cổ đông nhận cổ tức bằng cổ phiếu để giữ lại nhiều lợi nhuận hơn.

Ba là, nâng cao lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) giúp doanh nghiệp cải thiện hiệu quả kinh doanh, để đạt được điều này bằng cách mở rộng thị trường tiêu thụ, đặc biệt là hướng đến xuất khẩu để tăng doanh thu và tận dụng các chính sách thuế ưu đãi. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng cần kiểm soát chi phí tài chính thông qua việc giảm vay nợ ngắn hạn có lãi suất cao và đàm phán với ngân hàng để có mức lãi suất vay hợp lý hơn.

Bốn là, giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu cao hơn so với tổng nợ sẽ giúp doanh nghiệp giảm rủi ro tài chính và cải thiện điểm Z-score. Để đạt được điều này, doanh nghiệp có thể huy động thêm vốn chủ sở hữu thông qua phát hành cổ phiếu hoặc thu hút các nhà

đầu tư chiến lược. Một phương án quan trọng khác là giảm tỷ lệ nợ vay bằng cách tận dụng dòng tiền dư thừa để trả bớt nợ dài hạn hoặc tái cơ cấu khoản vay với lãi suất thấp hơn.

Năm là, để nâng cao hiệu suất sử dụng tài sản và tối đa hóa doanh thu, doanh nghiệp cần đẩy mạnh kênh bán hàng và mở rộng thị trường. Doanh nghiệp cần tận dụng nền tảng thương mại điện tử để gia tăng doanh số bán hàng trực tuyến cũng là một giải pháp hiệu quả. Ngoài ra, doanh nghiệp cần tối ưu hóa việc sử dụng tài sản hiện có, tránh đầu tư dàn trải vào tài sản cố định không mang lại hiệu quả cao, thay vào đó tập trung vào việc nâng cao năng suất lao động và giảm chi phí vận hành để tối ưu lợi nhuận trên mỗi đồng tài sản đầu tư.

5.2. Khuyến nghị cho từng nhóm doanh nghiệp

a. Đối với các doanh nghiệp có chỉ số Z-score cao, Các doanh nghiệp tài chính mạnh ($Z\text{-score} > 3$) như DM7, HNI, HDM, MSH, GIL, VGG, M10.

Nên duy trì lợi thế cạnh tranh và mở rộng thị trường bằng cách tận dụng lợi thế tài chính vững mạnh để mở rộng quy mô sản xuất và tìm kiếm các thị trường xuất khẩu mới, như Mỹ, EU, Nhật Bản, nhằm giảm sự phụ thuộc vào một thị trường duy nhất. Đồng thời, các doanh nghiệp này cần đầu tư vào công nghệ và tự động hóa, áp dụng các giải pháp như AI, IoT và hệ thống ERP để tối ưu hóa quy trình sản xuất, giảm chi phí nhân công và đầu tư vào công nghệ dệt nhuộm thân thiện với môi trường để đáp ứng các tiêu chuẩn xuất khẩu. Về chiến lược tài chính và quản trị rủi ro, họ nên duy trì tỷ lệ nợ thấp và quản lý dòng tiền tốt để bảo vệ sức khỏe tài chính, đồng thời xây dựng quỹ dự phòng để đối phó với các biến động của thị trường.

b. Đối với nhóm doanh nghiệp tài chính trung bình ($1.8 < Z\text{-score} < 3$) gồm ADS, EVE, HCB, HTG, TCM, TNG, TVT.

Cần cải thiện hiệu suất tài chính và quản trị dòng tiền, đặc biệt là tối ưu hóa chi phí sản xuất và quản lý nguyên vật liệu, đồng thời cắt giảm các chi phí không cần thiết như tồn kho dư thừa và chi phí quản lý cao. Các doanh nghiệp này cũng nên tìm kiếm nguồn vốn mới, bao gồm việc tiếp cận vốn vay ưu đãi hoặc phát hành trái phiếu doanh nghiệp để mở rộng sản xuất và hợp tác với các quỹ đầu tư trong nước và quốc tế. Ngoài ra, việc đẩy mạnh xuất khẩu và phát triển thương hiệu là rất quan trọng, bằng cách tăng cường hợp tác với các chuỗi cung ứng lớn như H&M, Uniqlo, Nike và xây dựng thương hiệu riêng trong lĩnh vực thời trang bền vững để gia tăng giá trị sản phẩm.

c. Các doanh nghiệp có nguy cơ rủi ro cao ($Z\text{-score} < 1.8$), như GMC, HSM, KMR, NDT, VGT.

Cần tập trung vào việc tái cấu trúc tài chính và quản lý rủi ro, đặc biệt là giảm tỷ lệ nợ vay, đặc biệt là các khoản vay ngắn hạn với lãi suất cao. Họ cũng nên đánh

giá lại cơ cấu tài chính và có thể bán bớt tài sản không hiệu quả để cải thiện thanh khoản. Và họ cần xây dựng chiến lược phục hồi dài hạn, lập kế hoạch tài chính 3-5 năm, tập trung vào tái cơ cấu và tìm kiếm nguồn vốn hỗ trợ, cũng như xem xét mô hình hợp tác hoặc sáp nhập với các doanh nghiệp cùng ngành để nâng cao khả năng cạnh tranh.

Kết luận: Nghiên cứu về rủi ro phá sản của các doanh nghiệp dệt may niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đã cung cấp cái nhìn sâu sắc về các yếu tố tài chính ảnh hưởng đến khả năng tồn tại và phát triển của các doanh nghiệp trong ngành này. Thông qua việc phân tích các chỉ số tài chính quan trọng, đặc biệt là chỉ số Z-score, nghiên cứu đã chỉ ra mức độ rủi ro phá sản của các doanh nghiệp dệt may trong giai đoạn 2016-2023. Kết quả nghiên cứu cho thấy, một số doanh nghiệp có dấu hiệu rủi ro cao, phản ánh sự yếu kém trong khả năng quản lý tài sản, dòng tiền và lợi nhuận. Tỷ lệ nợ vay cao và sự phụ thuộc vào các khoản vay ngắn hạn cũng là một trong những yếu tố quan trọng cần được cải thiện. Tuy nhiên, nghiên cứu cũng cho thấy rằng một số doanh nghiệp dệt may niêm yết đã thực hiện các biện pháp điều chỉnh tích cực nhằm giảm thiểu rủi ro, bao gồm việc tối ưu hóa quản lý tài sản, cải thiện dòng tiền và giảm tỷ lệ nợ vay. Những cải thiện này không chỉ giúp giảm thiểu rủi ro phá sản mà còn tạo điều kiện cho doanh nghiệp phát triển bền vững trong môi trường cạnh tranh khốc liệt. Để tiếp tục nâng cao khả năng tài chính và giảm thiểu nguy cơ phá sản, các doanh nghiệp dệt may cần tập trung vào việc cải thiện các yếu tố tài chính cơ bản như vốn lưu động, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại và hiệu quả sử dụng tài sản. Đồng thời, việc duy trì tỷ lệ nợ vay hợp lý và phát triển các nguồn thu nhập ổn định cũng sẽ giúp doanh nghiệp củng cố sức mạnh tài chính và cải thiện chỉ số Z-score trong tương lai.

Tài liệu tham khảo:

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Arshad, R., Razak, S. N. A., & Bakar, N. A. A. (2015). Predicting financial distress using the Z-score and Beneish M-score: Evidence from Malaysian public listed companies. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 6(1), 27-38.
- Baird, D. G., & Rasmussen, R. K. (2001). *The end of bankruptcy*. Stanford Law Review, 55(3), 751-789.
- Hoàng Thị Hồng Vân. (2020). Vận dụng mô hình Z-score trong dự báo khả năng phá sản của doanh nghiệp. *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, (17), 45-48.
- Nguyễn Hữu Thắng. (2017). Áp dụng mô hình Z-score để đánh giá các doanh nghiệp niêm yết trên TTCK Việt Nam. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế*, 5(21), 123-135.
- Nguyễn Minh Tuấn & Lê Thị Lan. (2015). Các yếu tố ảnh hưởng đến chỉ số Z-score của các doanh nghiệp sản xuất tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Quản lý*, 9(5), 98-104.
- Nguyễn Quang Huy. (2011). Ứng dụng mô hình Z-score trong việc dự báo phá sản của các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. *Tạp chí Kinh tế và Dự báo*, 3(17), 56-64.
- Skytner, L. (2005). *General systems theory: Problems, perspectives, practice*. World Scientific Publishing.
- Spathis, C. T. (2002). Detecting false financial statements using published data: Some evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal*, 17(4), 179-191.
- Tufano, P. (1996). Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry. *The Journal of Finance*, 51(4), 1097-1137.
- Vũ Nguyễn Ngọc Tuyền. (2024). Các nhân tố ảnh hưởng đến nguy cơ phá sản của các ngân hàng thương mại cổ phần tại Việt Nam: Vận dụng mô hình Z-score. *Luận văn Thạc sĩ, Trường Đại học Ngân hàng TP. Hồ Chí Minh*.
- White, M. J. (1989). The corporate bankruptcy decision. *Journal of Economic Perspectives*, 3(2), 129-151.
- Zmijewski, M. E. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research*, 22(1), 59-82.