

ỨNG DỤNG MÔ HÌNH CHỈ SỐ Z ĐỂ ĐO LƯỜNG NGUY CƠ PHÁ SẢN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH THỦY SẢN NIÊM YẾT TẠI VIỆT NAM

Ths. Nguyễn Thanh Lan, Ths. Vũ Thị Thúy Vân

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: thanhlan512@gmail.com

Thủy sản được coi là ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam, nhận được nhiều sự quan tâm và ưu đãi của Nhà nước. Các doanh nghiệp trong ngành khá năng động và tiếp cận nhanh với kỹ thuật nuôi trồng, chế biến thủy sản mới. Tuy nhiên hiện nay, quá trình hoạt động của các doanh nghiệp thủy sản đang gặp nhiều bất cập như khó khăn về nguyên liệu, tiếp cận vốn, tỷ lệ lạm phát và chi phí hoạt động của doanh nghiệp tăng cao làm gia tăng nguy cơ phá sản. Trước thực trạng trên, bài viết ứng dụng mô hình chỉ số Z nhằm đo lường nguy cơ phá sản của các doanh nghiệp thủy sản niêm yết, từ đó đề xuất một số giải pháp nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong thời gian tới.

Từ khóa: Doanh nghiệp thủy sản, Mô hình chỉ số Z, Nguy cơ phá sản.

1. Đặt vấn đề

Nguy cơ phá sản là một trong những vấn đề nhiều doanh nghiệp tại Việt Nam hiện nay đang phải đối mặt. Hàng trăm doanh nghiệp liên tiếp báo lỗ và những con số về nợ xấu sẽ đẩy các doanh nghiệp đến tình trạng phá sản nếu như không có sự cải thiện. Một loạt các ngành nghề hoạt động khó khăn như bất động sản, thép,... đặc biệt trong đó phải kể đến các doanh nghiệp thủy sản. Vấn đề lớn nhất mà các doanh nghiệp ngành thủy sản hiện nay đang gặp phải là sự thiếu hụt một lượng lớn nguyên liệu. Đặc biệt, việc kiểm soát chất lượng nguyên liệu của các doanh nghiệp thủy sản có nhiều khó khăn do chưa tự chủ được nguồn nguyên liệu, do thiếu vốn, nhất là vốn lưu động, đã tạo ra nhiều khó khăn cho các doanh nghiệp trong ngành. Điểm nổi bật trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành thủy sản là sử dụng nợ vay nhiều, do đó rủi ro gia tăng và gặp khó khăn trong quá trình tiếp cận vốn khi lãi suất ngân hàng tăng cao. Ngoài ra, nền kinh tế khó khăn với tỷ lệ lạm phát tăng cao, chi phí hoạt động của doanh nghiệp gia tăng dẫn đến khó khăn cho các doanh nghiệp trong quá trình hoạt động, làm gia tăng nguy cơ phá sản doanh nghiệp. Chính vì vậy, việc phân tích nguy cơ phá sản của các doanh nghiệp thủy sản tại Việt Nam là rất cần thiết.

Trong nghiên cứu của mình, “*Chỉ số Z: Công cụ*

phát hiện nguy cơ phá sản và xếp hạng định mức tín dụng”, Báo Nhịp cầu đầu tư số 42 (tháng 8/2007), ThS. Lâm Minh Chánh đã khái quát các mô hình chỉ số Z và phương pháp ứng dụng các mô hình đó đối với các doanh nghiệp Việt Nam trong việc đo lường nguy cơ phá sản và xếp hạng định mức tín dụng. Tuy nhiên, bài viết thiên về nền tảng lý thuyết, dựa trên mô hình chỉ số Z ban đầu của GS. Altman để điều chỉnh và vận dụng trong hoàn cảnh thực tiễn Việt Nam, chưa tập trung đi sâu vào cách thức vận dụng cụ thể đối với một ngành hoặc một nhóm ngành cụ thể trong nền kinh tế.

Bên cạnh đó, có thể thấy nguy cơ phá sản là đề tài được nhiều nhà nghiên cứu quan tâm đến, như lĩnh vực bất động sản với bài viết của nhóm tác giả đến từ trường đại học Công nghiệp Hà Nội. Đối với ngành thủy sản, trong bài viết “*Đo lường rủi ro tín dụng của các ngân hàng trong việc cho vay đối với các doanh nghiệp chế biến thủy sản đang niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam*”, NCS Nguyễn Thành Cường và ThS Phạm Thế Anh đã sử dụng chỉ số Z để đo lường nguy cơ phá sản của doanh nghiệp thủy sản niêm yết. Bài viết đã có một số phân tích về chỉ tiêu hoạt động của các doanh nghiệp nhưng chưa đi sâu, ngoài ra chủ yếu tiếp cận dưới góc độ ngân hàng, đồng thời giai đoạn nghiên cứu từ năm 2009.

Nhận thấy nguy cơ phá sản là vấn đề cấp thiết cần được các doanh nghiệp thủy sản nhận thức và đưa ra hướng giải quyết, tuy nhiên những công trình đi sâu vào việc phân tích và xác định nguyên nhân chưa rõ ràng, số liệu mô hình sử dụng không còn phù hợp với sự thay đổi của nền kinh tế hiện nay, nhóm tác giả đã ứng dụng mô hình chỉ số Z nhằm phân tích dấu hiệu phá sản của các doanh nghiệp thủy sản, trên cơ sở đó đưa ra một số giải pháp nhằm hạn chế rủi ro phá sản của các doanh nghiệp này trong thời gian tới.

2. Phương pháp nghiên cứu

Mô hình chỉ số Z được Giáo Sư Edward I. Altman giới thiệu năm 1968 để cho điểm tín dụng đối với các doanh nghiệp vay vốn. Ban đầu, Edward xây dựng mô hình gồm 66 doanh nghiệp trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh, các doanh nghiệp nhỏ có tổng tài sản dưới 1 triệu USD được loại trừ khỏi mô hình. Ở Mỹ, chỉ số Z đã dự đoán tương đối chính xác tình hình phá sản của các doanh nghiệp trong tương lai gần. Có khoảng 95% doanh nghiệp phá sản được dự báo nhờ Z trước một năm, nhưng tỷ lệ này giảm xuống chỉ còn 74% cho những dự báo trong vòng 2 năm.

Từ mô hình chỉ số Z, Giáo Sư Edward I. Altman đã phát triển ra mô hình Z' và Z'' để có thể áp dụng theo từng loại hình doanh nghiệp, như sau:

Mô hình 1: Đối với doanh nghiệp đã cổ phần hoá, ngành sản xuất

$$Z = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 0.64X4 + 1.00X5$$

Nếu $Z > 2.99$: Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ phá sản;

Nếu $1.8 < Z < 2.99$: Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản;

Nếu $Z < 1.8$: Doanh nghiệp nằm trong vùng nguy hiểm, nguy cơ phá sản cao;

Mô hình 2: Đối với doanh nghiệp chưa cổ phần hoá, ngành sản xuất

$$Z' = 0.717X1 + 0.847X2 + 3.107X3 + 0.42X4 + 0.998X5$$

Nếu $Z' > 2.9$: Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ phá sản;

Nếu $1.23 < Z' < 2.9$: Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản;

Nếu $Z' < 1.23$ vùng nguy hiểm, nguy cơ phá sản cao.

Mô hình 3: Đối với các doanh nghiệp khác

Chỉ số Z'' dưới đây có thể được dùng cho hầu hết các ngành, các loại hình doanh nghiệp. Vì sự khác nhau khá lớn của X5 giữa các ngành, nên X5 đã được đưa ra. Công thức tính chỉ số Z'' được điều

chỉnh như sau:

$$Z'' = 6.56X1 + 3.26X2 + 6.72X3 + 1.05X4$$

Nếu $Z'' > 2.6$: Doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ phá sản

Nếu $1.2 < Z'' < 2.6$: Doanh nghiệp nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản

Nếu $Z'' < 1.1$: Doanh nghiệp nằm trong vùng nguy hiểm, nguy cơ phá sản cao.

Trong đó:

X1 = Vốn lưu động trên Tổng tài sản (Working Capitals/Total Assets)

X2 = Lợi nhuận giữ lại trên Tổng tài sản (Retain Earnings/Total Assets)

X3 = Lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên Tổng tài sản (EBIT/Total Assets)

X4 = Vốn chủ sở hữu trên Tổng nợ (Total Equity/Total Liabilities)

X5 = Doanh thu trên Tổng tài sản (Sales/Total Assets)

Trên cơ sở các mô hình được đưa ra, nhóm tác giả sử dụng mô hình 1 – mô hình phù hợp với các doanh nghiệp đã cổ phần hóa, niêm yết trên thị trường. Số liệu được thu thập từ 22 doanh nghiệp cổ phần thủy sản niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh trong năm 2011.

3. Ứng dụng mô hình chỉ số Z để đo lường nguy cơ phá sản của các doanh nghiệp ngành thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

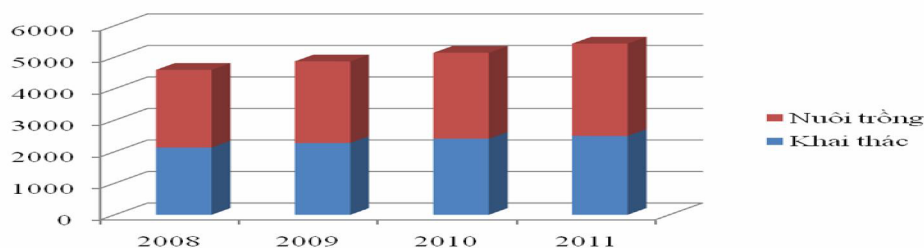
3.1. Khái quát về các doanh nghiệp ngành thủy sản

Việt Nam được đánh giá là quốc gia có tốc độ tăng trưởng xuất khẩu thủy sản lớn trên thế giới. Ngành thủy sản Việt Nam hiện nay tập trung chủ yếu vào lĩnh vực nuôi trồng. Năm 2011, sản lượng thủy sản ước tính là 5432,9 nghìn tấn, tăng 5,6% so với năm 2010, trong đó sản lượng cá là 4050,5 nghìn tấn, tăng 5,6%; sản lượng tôm 632,9 nghìn tấn, tăng 6,8%. Diện tích nuôi trồng thủy sản năm 2011 ước tính đạt 1048,1 nghìn ha, giảm 0,2% so với năm trước, trong đó diện tích nuôi cá đạt 367,7 nghìn ha, tăng 2,2%; diện tích nuôi tôm đạt 626,8 nghìn ha, giảm 2%. Mặc dù diện tích thả nuôi giảm nhưng sản lượng thủy sản nuôi trồng năm nay vẫn đạt 2930,4 nghìn tấn, tăng 7,4% so với năm 2010, trong đó cá đạt 2258,6 nghìn tấn, tăng 7,5%; tôm 482,2 nghìn tấn, tăng 7,2%.

Được coi là một trong những ngành xuất khẩu chủ lực (năm 2010 đóng góp trên 3.5% GDP), thủy

Hình 1: Sản lượng thủy sản giai đoạn 2008 – 2011

Đơn vị: Nghìn tấn



Nguồn: Tổng cục Thống kê

sản nhận được nhiều sự quan tâm và ưu đãi. Đặc biệt, Hiệp hội Chế biến và Xuất khẩu thủy sản Việt Nam (VASEP) với các thành viên chiếm tới 80% kim ngạch xuất khẩu toàn ngành được đánh giá là có nhiều hoạt động tích cực trong việc xúc tiến thương mại và phát triển thị trường, đào tạo, tư vấn, tham gia bảo vệ quyền lợi của các thành viên. Năm 2010, xuất khẩu thủy sản cả nước đạt mức kỷ lục từ trước đến nay với 1,353 triệu tấn, trị giá 5,034 tỷ USD tăng 11,3% về lượng và 18,4% về giá trị so với 2009. Tuy nhiên, kỷ lục này đã được thay thế bằng một kỷ lục mới khi năm 2011 kim ngạch xuất khẩu đạt 6,1 tỷ USD, tăng ấn tượng 21% và thủy sản nằm trong Top 5 ngành có kim ngạch xuất khẩu lớn nhất.

Tuy nhiên, năm tháng đầu năm 2012, xuất khẩu thủy sản Việt Nam tuy vẫn đạt 2,324 tỷ USD, tăng 11,1% so với cùng kỳ năm ngoái, nhưng thực trạng của ngành sản xuất và xuất khẩu thủy sản Việt Nam đang khó khăn, với nhiều bất cập, khiến lợi nhuận giảm.

Toàn ngành thủy sản trước đây có khoảng 800 doanh nghiệp, nhưng hiện nay còn số còn lại trên 400 doanh nghiệp và đang hoạt động chỉ 20 – 40% công suất. Nguyên nhân chủ yếu của thực trạng trên

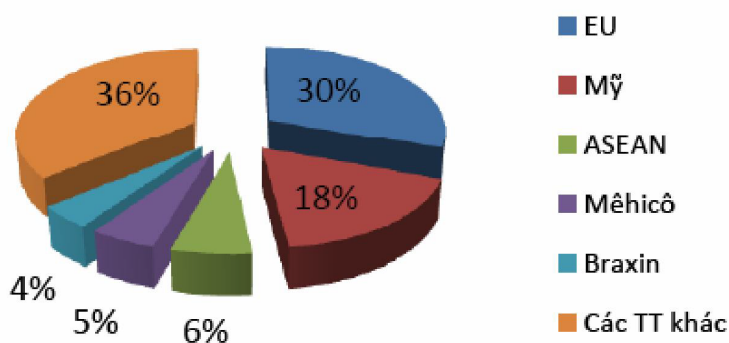
do những khó khăn về nguồn vốn và nguyên liệu cùng với sự gia tăng chi phí sản xuất. Bên cạnh đó, tình hình tài chính kinh tế thế giới khủng hoảng, trong nước thực hiện chủ trương kiềm chế lạm phát, tài chính thắt chặt. Lãi suất ngân hàng tăng lên trong khi hiệu quả kinh doanh kém khiến cho tình hình tài chính doanh nghiệp ngày càng xấu thêm. Mặt khác, một số doanh nghiệp cho biết xuất khẩu hàng thủy sản gặp kiểm soát kháng sinh gắt gao. Một số doanh nghiệp bị trả hàng về khiến cho doanh nghiệp vốn đã khó lại lâm vào cảnh nợ nần, thua lỗ. Doanh nghiệp thủy sản đang trải qua giai đoạn khó khăn chưa từng có, nhưng nhìn từ góc độ phát triển, đó cũng là cơ hội để tự thay đổi, tái cấu trúc, đổi mới để phát triển, tăng năng lực cạnh tranh.

Qua kết quả đạt được trong năm 2011 của các doanh nghiệp niêm yết ngành thủy sản, nhóm tác giả đánh giá khả năng phá sản của các doanh nghiệp này như một bằng chứng xác thực về tình trạng khó khăn của các doanh nghiệp thủy sản thời gian qua, đồng thời đề xuất giải pháp trong giai đoạn tới.

3.2. Ứng dụng mô hình chỉ số Z để đo lường nguy cơ phá sản của các doanh nghiệp ngành

Hình 2: Thị trường xuất khẩu cá tra 10 tháng năm 2011

Đơn vị: %



Nguồn: VASEP, ABS tổng hợp

Bảng 1: Chỉ số Z của các doanh nghiệp ngành thủy sản niêm yết

STT	Tên Công ty	Mã CK	Z-score
1	Công ty cổ phần Thủy sản Mekong	AAM	8,62
2	Công ty cổ phần XNK Thủy sản Bến Tre	ABT	6,40
3	Công ty cổ phần XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	3,83
4	Công ty cổ phần Gò Đàng	AGD	3,60
5	Công ty cổ phần XNK Thủy sản An Giang	AGF	3,19
6	Công ty cổ phần Nam Việt	ANV	3,16
7	Công ty cổ phần NTACO	ATA	2,20
8	Công ty cổ phần Việt An	AVF	2,54
9	Công ty cổ phần Thủy sản Bạc Liêu	BLF	2,15
10	Công ty cổ phần chế biến Thủy sản và XNK Cà Mau	CMX	2,77
11	Công ty cổ phần XNK lâm thủy sản Bến Tre	FBT	2,05
12	Công ty cổ phần thực phẩm Sao Ta	FMC	4,01
13	Công ty cổ phần Thủy sản Gentraco	GFC	3,31
14	Công ty cổ phần Hùng Vương	HVG	3,06
15	Công ty cổ phần đầu tư thương mại Thủy sản	ICF	2,36
16	Công ty cổ phần tập đoàn Thủy sản Minh Phú	MPC	2,63
17	Công ty cổ phần chế biến Thủy sản xuất khẩu Ngô Quyền	NGC	3,27
18	Công ty cổ phần Thủy sản số 1	SJ1	3,54
19	Công ty cổ phần Thủy sản số 4	TS4	2,28
20	Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn	VHC	4,34
21	Công ty cổ phần Thủy hải sản Việt Nhật	VNH	1,91
22	Công ty cổ phần thức ăn chăn nuôi Việt Thắng	VTF	6,10

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Bảng 1 tổng hợp số liệu và phân tích chỉ số Z, đo lường nguy cơ phá sản của 22 doanh nghiệp cổ phần thủy sản niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội và Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh năm 2011. Thực tế nghiên cứu cho thấy, hầu hết các doanh nghiệp trong ngành đều ít nhiều gặp khó khăn trong quá trình hoạt động năm 2011 dù kết quả đạt được là khả quan: kim ngạch xuất khẩu đạt 6,1 tỷ USD tăng 21,27%, trong đó tăng trưởng sản lượng đóng góp khoảng 6% và giá xuất khẩu tăng đóng góp 14,4% (Báo cáo phân tích

ngành thủy sản Công ty chứng khoán Phương Nam).

Qua quá trình thu thập thông tin và xử lý số liệu sơ cấp, nhóm nghiên cứu đưa ra kết quả tính chỉ số Z của các doanh nghiệp nhóm ngành thủy sản theo Mô hình 1 – là mô hình áp dụng đối với các doanh nghiệp đã cổ phần hóa và thuộc nhóm ngành sản xuất.

Theo Mô hình 1, sau khi tính toán kết quả của chỉ số Z, các doanh nghiệp sẽ được chia thành ba nhóm tương ứng với kết quả của chỉ số Z với các khoảng giới hạn: trên 2,99; từ 1,8 đến 2,99 và nhỏ hơn 1,8. Đối với các doanh nghiệp nhóm ngành thủy sản niêm yết tại Việt Nam, dựa theo bảng trên có thể

Bảng 2: Tỷ lệ tăng trưởng tài chính của các doanh nghiệp ngành thủy sản niêm yết giai đoạn 2008 – 2011

Đơn vị: %

Chỉ tiêu	2011	2010	2009	2008
Lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC)	6	6	22	16
Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	36	23	0	-100
Lợi nhuận trên cổ phiếu (EPS)	56	37	164	-100
Vốn chủ sở hữu	12	11	12	-100
Tiền mặt	56	6	180	-100

Nguồn: cophieu68.com

Bảng 3: Các doanh nghiệp ngành thủy sản niêm yết có chỉ số Z > 2,99

STT	Tên Công ty	Mã CK	Z-score	Nợ ngắn hạn/Nợ
1	Công ty cổ phần Thủy sản Mekong	AAM	8,62	83,76%
2	Công ty cổ phần XNK thủy sản Bến Tre	ABT	6,40	99,87%
3	Công ty cổ phần XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	3,83	98,54%
4	Công ty cổ phần Gò Đàng	AGD	3,60	100,00%
5	Công ty cổ phần XNK Thủy sản An Giang	AGF	3,19	98,10%
6	Công ty cổ phần Nam Việt	ANV	3,16	96,75%
7	Công ty cổ phần thực phẩm Sao Ta	FMC	4,01	99,91%
8	Công ty cổ phần Thủy sản Gentraco	GFC	3,31	99,84%
9	Công ty cổ phần Hùng Vương	HVG	3,06	98,37%
10	Công ty cổ phần chế biến Thủy sản xuất khẩu Ngô Quyền	NGC	3,27	74,18%
11	Công ty cổ phần Thủy sản số 1	SJ1	3,54	99,68%
12	Công ty cổ phần Vinh Hoàn	VHC	4,34	94,39%
13	Công ty cổ phần thức ăn chăn nuôi Việt Thắng	VTF	6,10	99,62%

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

phân chia thành hai nhóm: (i) nhóm các doanh nghiệp thủy sản có chỉ số Z lớn hơn 2,99 và (ii) nhóm các doanh nghiệp có chỉ số Z trong khoảng từ 1,8 đến 2,99.

Các doanh nghiệp nhóm 1

Bảng 3 phản ánh chỉ số Z của các doanh nghiệp thuộc nhóm 1, chỉ số Z lớn hơn 2,99, đồng nghĩa với việc doanh nghiệp nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ bị phá sản. Thuộc nhóm này có 13 trên tổng số 22 doanh nghiệp, chiếm 59%. Trong số này, Công ty cổ phần Thủy sản Mekong có chỉ số Z cao nhất, đạt 8,62. AAM trong năm 2011 có tỷ lệ VCSH/Nợ đạt mức cao nhất trong số các doanh nghiệp niêm yết, với tỷ lệ E/D bằng 6,7 lần. AAM sử dụng tương đối ít nợ trong cơ cấu vốn, tổng nợ năm 2011 đạt gần 43 tỷ đồng, trong khi VCSH đạt hơn 287 tỷ đồng. Trong số các doanh nghiệp thuộc nhóm 1, có thể chia nhỏ thành hai nhóm:

Nhóm 1a: Nhóm các doanh nghiệp có hệ số nợ thấp, nhỏ hơn 50%, bao gồm:

Do hệ số nợ của nhóm doanh nghiệp 1a nhỏ hơn 50% nên cơ cấu vốn nghiêng về VCSH, do đó tỷ số X4 đo lường tỷ lệ VCSH/Nợ lớn hơn 1, đặc biệt đối với AAM và ABT (tương ứng 6,705 và 4,572), là

một trong các yếu tố góp phần đáng kể vào việc tăng tỷ số Z.

Xét chung các yếu tố cấu thành nên chỉ số Z của các doanh nghiệp nhóm 1a được thể hiện thông qua bảng 5.

Trong 6 doanh nghiệp nhóm 1a, AAM, ABT và VTF có chỉ số Z cao nhất (lần lượt là 8,62; 6,40 và 6,10). Trong đó, AAM (Công ty cổ phần thủy sản Mekong) là doanh nghiệp có các tỷ số từ X1 đến X5 tốt nhất, thường đạt mức cao nhất so với các doanh nghiệp trong nhóm cũng như các doanh nghiệp trong toàn ngành. Điều đó cho thấy AAM đạt mức an toàn nhất, rủi ro phá sản thấp, hoạt động tương đối có hiệu quả. Thị phần của công ty chiếm đa số ở khu vực châu Âu (74%). Mặc dù khu vực này vẫn còn đang trong giai đoạn khủng hoảng nhưng xuất khẩu của công ty vẫn trụ vững về mặt chất lượng, số lượng khách hàng và sản lượng tăng 6% so với năm 2010, đồng thời giá xuất cao mang lại hiệu quả tốt. Ngoài ra, công ty còn có cơ chế quản trị vốn hợp lý và hiệu quả, nhờ thế dòng vốn quay vòng nhanh hơn. Tuy nhiên, trong cơ cấu nợ của công ty, tỷ trọng nợ ngắn hạn trên tổng nợ khá cao, đây cũng là tình trạng chung của các doanh nghiệp trong ngành và sẽ được phân tích ở phần dưới.

Bảng 4 Các doanh nghiệp thủy sản niêm yết có chỉ số Z > 2,99 và hệ số nợ < 50%

STT	Tên Công ty	Mã CK	Z-score	Hệ số nợ	X4
1	Công ty cổ phần Thủy sản Mekong	AAM	8,62	12,98%	6,705
2	Công ty cổ phần XNK thủy sản Bến Tre	ABT	6,40	17,95%	4,572
3	Công ty cổ phần Nam Việt	ANV	3,16	30,22%	2,223
4	Công ty cổ phần Thủy sản số 1	SJ1	3,54	40,91%	1,444
5	Công ty cổ phần Vinh Hoàn	VHC	4,34	45,72%	1,129
6	Công ty cổ phần thức ăn chăn nuôi Việt Thắng	VTF	6,10	48,04%	1,082

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

Bảng 5: Các yếu tố cấu thành chỉ số Z của doanh nghiệp nhóm 1a

STT	Mã CK	X1	X2	X3	X4	X5	Z-score
1	AAM	0,757	0,194	0,344	6,705	2,019	8,62
2	ABT	0,760	0,209	0,238	4,572	1,484	6,40
3	ANV	0,565	0,034	0,044	2,223	0,864	3,16
4	SJ1	0,487	0,074	0,099	1,444	1,597	3,54
5	VHC	0,730	0,164	0,229	1,129	1,753	4,34
6	VTF	0,756	0,203	0,259	1,082	3,362	6,10

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

Bảng 6: Các doanh nghiệp thủy sản niêm yết có chỉ số Z > 2,99 và hệ số nợ > 50%

STT	Tên Công ty	Mã CK	Z-score	Hệ số nợ	X4
1	Công ty cổ phần XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	3,83	62,43%	0,602
2	Công ty cổ phần Gò Đăng	AGD	3,60	57,90%	0,727
3	Công ty cổ phần XNK Thủy sản An Giang	AGF	3,19	61,83%	0,617
4	Công ty cổ phần thực phẩm Sao Ta	FMC	4,01	77,93%	0,283
5	Công ty cổ phần Thủy sản Gentraco	GFC	3,31	90,43%	0,106
6	Công ty cổ phần Hùng Vương	HVG	3,06	60,05%	0,553
7	Công ty cổ phần chế biến Thủy sản XK Ngô Quyền	NGC	3,27	85,05%	0,176

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

Nhìn chung, các doanh nghiệp nhóm 1a là những doanh nghiệp chưa có nguy cơ phá sản, thể hiện thông qua chỉ số Z lớn hơn 2,99 (theo đề xuất của Mô hình 1). Tỷ số X1 (Vốn lưu động/Tổng tài sản) đều lớn hơn 0,5 và X5 (Doanh thu/Tổng tài sản) đều đạt mức khá cao, điển hình như các doanh nghiệp AAM, ABT, ANV, SJ1, VHC đều có X5 lớn hơn 1. Điều đó cho thấy 1 đồng đầu tư vào tổng tài sản tạo ra hơn 1 đồng doanh thu. Các doanh nghiệp nhóm này đã sử dụng tài sản tương đối có hiệu quả trong việc tạo ra doanh thu cho doanh nghiệp.

Nhóm 1b: Nhóm các doanh nghiệp có hệ số nợ cao, từ 50% trở lên:

Do các công ty thuộc nhóm 1b có hệ số nợ lớn hơn 50% nên tiềm ẩn rủi ro cao khi vay nợ quá nhiều. Mặc dù chỉ số Z vẫn trong vùng an toàn nhưng không có nghĩa là các doanh nghiệp này tiếp tục vay nợ mà không cân nhắc đến các rủi ro khác. Hệ số X4 (VCSH/Nợ) thấp cho thấy, nếu các bộ phận khác cấu thành nên Z (X1, X2, X3, X5) không

cao tương đối thì rất có thể chỉ số Z của nhóm doanh nghiệp này sẽ rơi vào vùng cảnh báo. Bảng 7 phân ánh giá trị của X:

Đặc điểm chung của các doanh nghiệp nhóm 1b là đều có tỷ số X4 nhỏ hơn 1 (vì hệ số nợ lớn hơn 50%, do đó cơ cấu vốn nghiêng về nợ, làm cho hệ số VCSH/Nợ nhỏ hơn 1) và tỷ số X5 lớn hơn 1, cho thấy các doanh nghiệp đã sử dụng tổng tài sản tương đối có hiệu quả trong việc tạo ra doanh thu.

Mặc dù các doanh nghiệp nhóm này có chỉ số Z đều lớn hơn 2,99 nhưng mức độ chênh lệch là không lớn, có thể nói tương đối đồng đều giữa các doanh nghiệp trong nhóm, trong khoảng từ 3 đến 4. Các doanh nghiệp nhóm này nhìn chung cũng chưa có nguy cơ phá sản, nói cách khác nguy cơ phá sản ở mức rất thấp và các tỷ số từ X1 đến X5 đều không có sự chênh lệch đáng kể.

Các doanh nghiệp nhóm 2

Các doanh nghiệp nhóm 2 có chỉ số Z nằm trong khoảng từ 1,8 đến 2,99, là nhóm các doanh nghiệp

Bảng 7: Các yếu tố cấu thành chỉ số Z của doanh nghiệp nhóm 1b

STT	Mã CK	X1	X2	X3	X4	X5	Z-score
1	ACL	0,736	0,145	0,207	0,602	1,674	3,83
2	AGD	0,715	0,194	0,225	0,727	1,261	3,60
3	AGF	0,699	0,036	0,089	0,617	1,609	3,19
4	FMC	0,837	0,036	0,083	0,283	2,503	4,01
5	GFC	0,818	0,013	0,119	0,106	1,848	3,31
6	HVG	0,772	0,066	0,123	0,553	1,276	3,06
7	NGC	0,498	0,025	0,104	0,176	2,183	3,27

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

Bảng 8: Các doanh nghiệp thủy sản niêm yết có chỉ số Z trong khoảng 1,8 đến 2,99

STT	Tên Công ty	Mã CK	Z-score	Hệ số nợ	Nợ ngắn hạn/Nợ
1	Công ty cổ phần NTACO	ATA	2,20	77,40%	93,90%
2	Công ty cổ phần Việt An	AVF	2,54	79,37%	99,34%
3	Công ty cổ phần Thủy sản Bạc Liêu	BLF	2,15	81,14%	94,15%
4	Công ty cổ phần chế biến Thủy sản và XNK Cà Mau	CMX	2,77	82,22%	95,73%
5	Công ty CP XNK lâm thủy sản Bến Tre	FBT	2,05	62,38%	99,90%
6	Công ty CP đầu tư thương mại Thủy sản	ICF	2,36	57,06%	99,13%
7	Công ty CP tập đoàn Thủy sản Minh Phú	MPC	2,63	74,43%	75,73%
8	Công ty cổ phần Thủy sản số 4	TS4	2,28	65,68%	87,98%
9	Công ty cổ phần Thủy hải sản Việt Nhật	VNH	1,91	54,52%	84,11%

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

nằm trong vùng cảnh báo, có thể có nguy cơ phá sản. Đặc biệt, các doanh nghiệp nhóm này đều có hệ số nợ lớn hơn 50%, tức là sử dụng tương đối nhiều nợ trong cơ cấu vốn, điều này tiềm ẩn rủi ro khá cao đối với các doanh nghiệp, đặc biệt trong giai đoạn kinh tế còn nhiều khó khăn.

Một điểm dễ nhận thấy là các doanh nghiệp nhóm 2 đều có X1 lớn hơn 0,5; X2 nhỏ hơn 5%, X4 nhỏ hơn 1 và X5 có giá trị xoay quanh 1.

X1 cho biết tỷ lệ vốn lưu động trong tổng tài sản. Nhóm doanh nghiệp này đều có tỷ lệ vốn lưu động trên tổng tài sản từ 50% trở lên, điều đó cho thấy cứ 100 đồng đầu tư vào tổng tài sản thì có trên 50 đồng là vốn lưu động.

X2 là tỷ lệ lợi nhuận giữ lại trên tổng tài sản. Đối với các doanh nghiệp nhóm này, tỷ lệ lợi nhuận giữ lại so với tổng tài sản đạt chưa quá 5%, có nghĩa là cứ 100 đồng tổng tài sản thì chỉ có 5 đồng lợi nhuận giữ lại. Hình 3 cho thấy tỷ lệ lợi nhuận giữ lại so với vốn chủ sở hữu.

Trong nhóm doanh nghiệp này, MPC và AVF có tỷ lệ giữ lại lợi nhuận cao nhất (lần lượt là 17,90% và 15,74%); CMX và VNH có tỷ lệ lợi nhuận giữ lại thấp nhất (tương ứng là 2,88% và 2,21%). Việc chênh lệch tỷ lệ lợi nhuận giữ lại như vậy cho thấy

chiến lược hoạt động của các công ty: giữ lại lợi nhuận để tái đầu tư hay chia cổ tức cho cổ đông. Tuy nhiên, nếu giữ lại lợi nhuận quá nhiều thì việc chi trả cổ tức cho các cổ đông sẽ giảm, điều đó đồng thời làm giảm tính hấp dẫn của cổ phiếu công ty trong ngắn hạn.

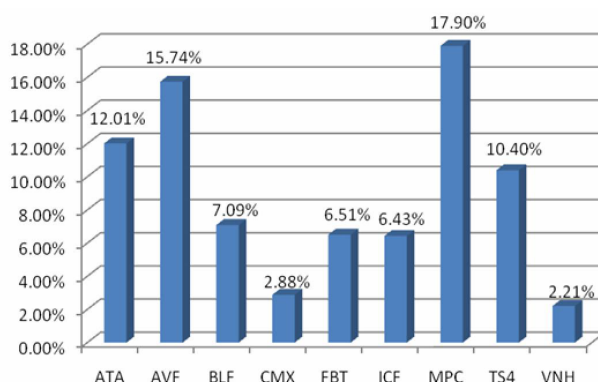
Đặc điểm chung của các doanh nghiệp trong ngành là tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng nợ rất lớn, trung bình đạt gần 94% trong tổng nợ. Điều đó cho thấy nhóm doanh nghiệp này sẽ gặp rủi ro khá cao khi cơ cấu vay nợ nghiêng quá nhiều về nợ ngắn hạn, dẫn tới các tỷ số về khả năng thanh toán nợ ngắn hạn sẽ không được đảm bảo. Bên cạnh đó, khi giá trị nợ ngắn hạn quá cao (đến gần 94% tổng nợ) cho thấy các doanh nghiệp đang chú trọng quá mức đến việc thu mua nguyên vật liệu sản xuất (ví dụ thu mua cá tra) trong điều kiện nguồn cung nguyên vật liệu khan hiếm. Do sự khan hiếm đó nên các doanh nghiệp thủy sản phải cạnh tranh nhau về giá để thu gom được nguồn hàng, tạo ra tính liên tục cho quá trình sản xuất kinh doanh. Điều này dẫn tới rủi ro khá cao khi quá trình sản xuất hoàn tất nhưng chưa bán được thành phẩm, doanh nghiệp không đủ khả năng thanh toán ngắn hạn cho ngân hàng và nhà cung cấp.

Bảng 9: Các yếu tố cấu thành chỉ số Z của doanh nghiệp nhóm 2

STT	Mã CK	X1	X2	X3	X4	X5	Z-score
1	ATA	0,761	0,027	0,048	0,292	0,901	2,20
2	AVF	0,856	0,032	0,083	0,260	1,029	2,54
3	BLF	0,685	0,013	0,087	0,232	0,873	2,15
4	CMX	0,782	0,005	0,094	0,216	1,372	2,77
5	FBT	0,386	0,024	0,087	0,603	0,876	2,05
6	ICF	0,617	0,028	0,062	0,752	0,891	2,36
7	MPC	0,675	0,044	0,128	0,327	1,130	2,63
8	TS4	0,536	0,036	0,099	0,523	0,924	2,28
9	VNH	0,563	0,010	0,062	0,834	0,484	1,91

Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

Hình 3: Tỷ lệ lợi nhuận giữ lại so với vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp nhóm 2



Nguồn: Tính toán của nhóm nghiên cứu

Nhận xét: Các doanh nghiệp thủy sản niêm yết hiện nay đang phải đối mặt với nguy cơ phá sản xuất phát từ những khó khăn chủ yếu sau:

- *Khó khăn do khủng hoảng kinh tế trong và ngoài nước.* Do khủng hoảng tài chính và nợ công khiến cho sức tiêu thụ các sản phẩm thủy sản trên thị trường EU bị hạn chế trong khi đây lại là thị trường xuất khẩu chủ lực của các doanh nghiệp thủy sản trong nước, điều đó khiến cho doanh thu của các doanh nghiệp này phần nào bị giảm sút. Bên cạnh đó, giá xuất giảm cũng khiến cho doanh thu của các doanh nghiệp bị ảnh hưởng. Trong nước, tín dụng phục vụ chế biến hàng hóa xuất khẩu chịu lãi suất rất cao, đồng thời tỷ giá giữa USD và VND ngày càng xuống thấp, không thuận lợi cho các doanh nghiệp xuất khẩu.

- *Khó khăn trong khâu thanh toán quốc tế.* Có nhiều khách hàng yêu cầu thanh toán chậm, thanh toán nợ hoặc các phương thức thanh toán chưa an toàn, phát sinh nhiều rủi ro.

- *Khó khăn do cạnh tranh giữa các đơn vị trong ngành chế biến thủy sản;* chào bán giá thấp để giành khách hàng, phát triển hệ thống khách hàng tiềm năng bằng cách hỗ trợ giá; chào giá cao để tranh mua nguyên liệu đầu vào khiến giá thành chế biến tăng cao. Hiện nay, do nguồn cung nguyên liệu đầu vào đang dần trở nên khan hiếm khiến cho vấn đề lớn nhất mà các doanh nghiệp ngành thủy sản hiện nay đang gặp phải là sự thiếu hụt một lượng lớn nguyên liệu. Bên cạnh đó, giá vật tư, bao bì... tăng cao cũng góp phần làm ảnh hưởng đến giá thành sản xuất. Có thể thấy, những khó khăn, tồn tại có hữu của các doanh nghiệp chế biến thủy sản ở nước ta trong thời gian qua là tình trạng thiếu nguyên liệu sản xuất, sản phẩm còn ở dạng thô, thị trường xuất khẩu chưa được mở rộng... Thống kê của Bộ Công Thương tính cho thấy, trong cơ cấu các mặt hàng thủy sản

xuất khẩu trong năm 2011, các sản phẩm tinh chế, có giá trị gia tăng cao chỉ chiếm 20- 25%, số còn lại là xuất thô nguyên liệu sạch cho các nhà máy chế biến thủy sản ở các nước nhập khẩu. Trong khi đó, việc thu mua nguyên liệu chế biến của các doanh nghiệp chế biến thủy sản đang ngày càng khó khăn. Năm 2011, các nhà máy chế biến thủy sản chỉ hoạt động trung bình khoảng 60 – 70% công suất do không đủ nguyên liệu, dẫn tới tình trạng nhiều doanh nghiệp đến thời hạn giao hàng nhưng thiếu nguyên liệu sản xuất nên không hoàn thành kịp tiến độ.

- *Chiến lược kinh doanh còn chưa hiệu quả,* còn xảy ra tình trạng đầu tư tràn lan chưa tập trung phát triển một hoặc một số mặt hàng thế mạnh. Điều này xuất phát từ tình hình kinh tế khó khăn khiến cho các doanh nghiệp phải đa dạng hóa danh mục đầu tư và sản xuất, tuy vậy sẽ dẫn đến tình trạng dàn trải vốn, khó thu hồi và ảnh hưởng đến hoạt động chung của doanh nghiệp.

4. Đề xuất một số giải pháp nhằm hạn chế nguy cơ phá sản của các doanh nghiệp ngành thủy sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

4.1. Nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh thông qua việc tập trung sản xuất các mặt hàng thế mạnh

Các doanh nghiệp trong ngành không nên đầu tư tràn lan, chỉ tập trung vào các mặt hàng chính và là thế mạnh của từng công ty, tiến dần đến sản xuất theo quy trình khép kín để có thể đảm bảo được nguồn cung nguyên vật liệu; đa dạng các mặt hàng nhưng đầu tư theo chiều sâu, tăng công suất hoạt động, quản lý chặt chẽ các định mức vật tư, nguyên liệu, bao bì, điện năng... nhằm kiểm chế giá thành tăng ít đột biến trước chuyển biến thời giá, qua đó tạo hiệu quả cao trong sản xuất kinh doanh. Doanh nghiệp cần tính đến các kế hoạch nâng cấp, đổi mới

trang thiết bị công nghệ, đa dạng hóa mẫu mã và mặt hàng, trong đó tập trung chế biến những sản phẩm tinh chế có giá trị gia tăng cao nhằm giảm lượng nguyên liệu nhưng vẫn đảm bảo doanh thu và lợi nhuận. Phần sản phẩm này cần được chế biến kỹ, đóng gói đẹp ở dạng bao bì nhỏ, tiện sử dụng, được người tiêu dùng đánh giá cao. Trong thời gian tới, tỉ lệ hàng tinh chế sẽ có cơ hội tăng cao hơn nữa khi đang có nhiều doanh nghiệp đang nghiên cứu đầu tư máy móc, công nghệ mới để chế biến các sản phẩm loại này. Có thể thấy, để tạo ra một giá trị kim ngạch xuất khẩu như nhau, so với chế biến các sản phẩm thô, việc chế biến các sản phẩm tinh chế có thể tiết kiệm được khoảng 40% lượng nguyên liệu, giá bán cao hơn từ 40-50%, nên lợi nhuận thu về cao hơn. Bên cạnh đó, việc sản xuất hàng tinh chế còn hạn chế được lượng chất thải nên giảm thiểu ô nhiễm môi trường.

4.2. Giữ vững và ổn định thị trường xuất khẩu, phát triển thị trường tiềm năng

Hiện nay xuất khẩu chú trọng đến chất lượng và uy tín sản phẩm, tuân thủ chặt chẽ các quy định quốc tế khi xuất khẩu mặt hàng nhằm tạo sức cạnh tranh cao trên thị trường quốc tế, đặc biệt là khi xuất khẩu sang EU và Mỹ- các quốc gia có quy định kiểm định chất lượng sản phẩm khá chặt chẽ.

Bên cạnh đó, để đối phó với tình hình khan hiếm nguyên vật liệu trong sản xuất chế biến thủy sản xuất khẩu, các doanh nghiệp nên tính tới biện pháp thu mua nguyên liệu ngoài tỉnh hoặc nhập khẩu từ nước ngoài. Nguyên liệu nhập khẩu luôn có mức giá cao hơn từ 5-10% so với giá trong nước, nhưng giúp doanh nghiệp chủ động sản xuất, ổn định thị trường và giữ được khách hàng. Tuy nhiên, đây không phải là giải pháp ổn định lâu dài, vì đến một thời điểm nào đó thì các nước xuất khẩu nguyên liệu cũng sẽ dừng xuất khẩu nguyên liệu thô. Hơn nữa, việc nhập khẩu nguyên liệu đòi hỏi doanh nghiệp phải có tiềm lực tài chính mạnh để thu mua nguyên liệu dự trữ và đầu tư kho lạnh bảo quản. Mặt khác, doanh nghiệp phải có khách hàng và thị trường tiêu thụ ổn định, phải tính toán hợp lý trong sản xuất kinh doanh thì mới có hiệu quả cao.

Tài liệu tham khảo:

1. Lâm Minh Chánh (6 – 12/8/2007), Chỉ số Z: Công cụ phát hiện nguy cơ phá sản và xếp hạng định mức tín dụng, Báo Nhip cầu đầu tư số 42.
2. John Stephen Grice, Robert W. Ingram (2001), Tests of the generalizability of Altman's bankruptcy prediction model, Journal of Business Research 54 (2001) 53– 61.
3. Báo cáo phân tích ngành thủy sản của công ty chứng khoán Phương Nam.
4. Báo cáo phân tích ngành thủy sản của Stoxplus.
5. Dữ liệu phân tích dựa trên website: www.cophieu68.com.

4.3. Điều chỉnh cơ cấu vốn theo hướng giảm tỷ lệ nợ

Giảm tỷ lệ nợ ngắn hạn trong cơ cấu vốn vì hiện tại tỷ lệ nợ ngắn hạn trong tổng vay nợ đối với các doanh nghiệp ngành thủy sản là quá cao (gần 94%). Mức lãi suất vay vốn hiện nay đối với các doanh nghiệp trong ngành là 15%, trong khi các doanh nghiệp đang gặp khó khăn tài chính do vấn đề đầu ra chưa được đảm bảo. Vì tình trạng khan hiếm nguyên liệu xảy ra nên các doanh nghiệp không đảm bảo quá trình sản xuất, các doanh nghiệp khó thu mua nguyên liệu vì nông dân không bán chịu, trong khi vòng quay vốn chậm do thị trường tiêu thụ khó khăn về tài chính. Do đó, việc vay nợ quá nhiều (đặc biệt đối với các doanh nghiệp nhóm 2, hệ số nợ đạt trên 50%) sẽ trở thành gánh nặng tài chính cho các doanh nghiệp. Chính vì vậy, cần xem xét giảm hệ số nợ trong cơ cấu vốn trong điều kiện kinh tế khó khăn như hiện nay.

Ngoài ra, để sản xuất kinh doanh ổn định, cùng với việc đẩy mạnh sản xuất mặt hàng tinh chế, các doanh nghiệp chế biến thủy sản cần chủ động gắn kết giữa chế biến với xây dựng vùng nguyên liệu, đẩy mạnh liên kết theo hợp đồng giữa nhà máy với người khai thác, nuôi trồng thủy sản.

Kết luận: Hoạt động của các doanh nghiệp thủy sản đóng vai trò quan trọng đối với sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt trong lĩnh vực xuất khẩu. Thực trạng trong thời gian qua cho thấy, số lượng các doanh nghiệp thủy sản phải ngừng hoạt động sản xuất rất lớn, giảm gần 40% số lượng doanh nghiệp trên thị trường. Do đó, thời gian tới, các doanh nghiệp thủy sản nên tiếp tục thực hiện những biện pháp mạnh và tích cực nhằm khắc phục khó khăn, đa dạng hoá sản phẩm, chủ động nguồn nguyên liệu và mở rộng thị trường xuất khẩu, hạn chế nguy cơ phá sản và khả năng bị đào thải khỏi nền kinh tế. Đồng thời, Nhà nước nên có chính sách đột phá về vốn để doanh nghiệp thủy sản có điều kiện tiếp cận vốn vay thuận tiện và linh hoạt hơn; lãi suất ngân hàng cần xuống thấp hơn nữa để sản phẩm từ tôm, cá của Việt Nam có đủ sức cạnh tranh với thị trường thế giới. □