TĂNG CƯỜNG KHẢ NĂNG SINH LỜI TRONG ĐIỀU KIỆN BỀN VỮNG – NGHIÊN CỨU ĐIỂN HÌNH TẠI CÁC CÔNG TY CỔ PHẦN NIÊM YẾT NGÀNH THỦY SẢN Ở VIỆT NAM

TS. Phan Hồng Mai, Ths. Nguyễn Thanh Lan

Đại học Kinh tế Quốc dân

Email: hongmaiktqd@yahoo.com, thanhlan512@gmail.com

Là một trong những ngành sản xuất mũi nhọn của đất nước với kim ngạch xuất khẩu đạt trên 6 tỷ USD năm 2011 [4], ngành thủy sản đã và đang có những đóng góp đáng kể cho nền kinh tế đất nước với năng lực xuất khẩu của các doanh nghiệp ngày càng gia tăng. Tuy nhiên, qua khảo sát của nhóm nghiên cứu, khả năng sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE) của các công ty cổ phần niêm yết trong ngành từ năm 2009 đến 2011 đã có sự phân hóa, chênh lệch đáng kể, trong đó 41% các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản tại Việt Nam hiện đang phải đối mặt với nguy cơ phá sản [3]. Nguyên nhân chính là hệ số nợ ngắn hạn so tổng nợ rất lớn, trung bình đạt gần 94%, trong khi hệ số nợ luôn chiếm trên 50% trong cơ cấu vốn. Mặc dù các lý thuyết về cấu trúc vốn đều khẳng định khả năng khuyếch đại thu nhập của chủ sở hữu thông qua cơ chế đòn bẩy, song phải chăng đó là giải pháp độc lập hay duy nhất để cải thiện suất sinh lời của doanh nghiệp? Dựa trên mô hình DUPONT và chỉ số Z, với số liệu tài chính của một số công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản điển hình, nhóm nghiên cứu đã chứng minh sự cần thiết của sử dụng nợ, đồng thời yêu cầu kết hợp các biện pháp quản lý chi phí và tài sản hiệu quả, nhằm hướng tới mục tiêu gia tăng khả năng sinh lời trong điều kiện bền vững.

Từ khóa: doanh nghiệp thủy sản, hệ số nợ, hiệu suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE), nguy cơ phá sản.

1. Cơ sở lý luận về nhân tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời và nguy cơ phá sản của doanh nghiệp

Trong nền kinh tế thị trường hiện nay, mục tiêu cao nhất của các doanh nghiệp là tối đa hóa giá trị tài sản của chủ sở hữu, theo đó, một trong những chỉ tiêu tài chính cần gia tăng là hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE). Tuy nhiên, theo nguyên tắc đánh đổi rủi ro và lợi nhuận, việc theo đuổi mục tiêu sinh lời, thường đẩy doanh nghiệp vào tình trạng rủi ro cao hơn, thậm chí đứng trước nguy cơ phá sản. Do đó, nhiệm vụ của nhà quản lý là đưa ra các quyết định tài chính để đảm bảo hài hòa lợi ích của chủ sở hữu với sự an toàn của doanh nghiệp, trên cơ sở nắm bắt các nhân tố ảnh hưởng tới khả năng sinh lời và nguy cơ phá sản của doanh nghiệp.

Có nhiều cách hiểu khác nhau về khả năng sinh lời và tính bền vững của doanh nghiệp, cũng như đề xuất hệ thống nhân tố ảnh hưởng, trong phạm vi bài viết này, nhóm nghiên cứu chỉ tập trung vào các yếu tố tài chính tác động tới suất sinh lời vốn chủ sở hữu và nguy cơ phá sản, dựa trên 2 mô hình cổ điển là DUPONT và chỉ số Z.

▪ Mô hình DUPONT

Được áp dụng đầu tiên vào năm 1920 bởi công ty DUPONT, mô hình này thực chất là kỹ thuật phân tách một tỷ số tổng hợp thành chuỗi các tỷ số có quan hệ nhân quả, nhằm lý giải sự thay đổi của chỉ tiêu tổng hợp qua các chỉ tiêu thành phần [2]. Theo đó, hệ số sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE) của một doanh nghiệp được phân tích như sau:

$$ROE = \frac{LNST}{VCSH} = \frac{LNST}{Doanh\ thu} \times \frac{Doanh\ thu}{Tổng\ TS} \times \frac{Tổng\ TS}{VCSH}$$

$$= \frac{Doanh\ lợi}{doanh\ thu} \times \frac{Hiệu\ suất\ sử}{dụng\ tổng\ TS} \times \frac{Số\ nhân}{VCSH}$$

Biến đổi hệ số nhân VCSH, có công thức tương đương:

$$ROE = \frac{Doanh\ lợi}{doanh\ thu} \times \frac{Hiệu\ suất\ sử}{dụng\ tổng\ TS} \times \frac{1}{1 - Hệ\ số\ nợ}$$

Qua đó, có thể thấy, hệ số nợ có tác dụng khuyếch đại ROE như một ĐÒN BẨY (quan hệ tuyến tính, thuận chiều), giúp nhà quản lý gia tăng lợi nhuận cho cổ đông mà không cần đầu tư nhiều vốn chủ sở hữu. Đây là lý do chính để hầu hết các doanh nghiệp trong nền kinh tế huy động nợ trong quá trình kinh doanh. Tuy nhiên, mô hình DUPONT cũng chỉ rõ, gia tăng nợ không phải là cách DUY NHẤT và ĐỘC LẬP để cải thiện ROE, năng lực khai thác tài sản và quản lý chi phí cũng tác động tới ROE theo tỷ lệ 1:1. Nói cách khác, ROE là kết quả của việc huy động vốn hợp lý để tạo nên những tài sản hữu ích, được sử dụng hiệu quả, từ đó đem lại doanh thu, lợi nhuận cho doanh nghiệp.

▪ **Mô hình chỉ số Z**

Được giới thiệu vào năm 1968, bởi Giáo sư Edward I. Altman, trường kinh doanh Leonard N. Stern (đại học New York, Hoa Kỳ), mô hình chỉ số Z đo lường khả năng phá sản của một doanh nghiệp, thể hiện qua phương trình sau (dành cho các công ty cổ phần trong lĩnh vực sản xuất) [1]:

$$\mathbf{Z = 1{,}2X_1 + 1{,}4X_2 + 3{,}3X_3 + 0{,}64X_4 + 1{,}0X_5}$$

Trong đó:

X_1 = Vốn lưu động trên Tổng tài sản (Working Capitals/Total Assets)

X_2 =rnings/Total Assets)

X_3 = Lợi nhuận trước thuế và lãi vay trên Tổng tài sản (EBIT/Total Assets)

X_4 = Vốn chủ sở hữu trên Tổng nợ (Total Equity/Total Liabilities)

X_5 = Doanh thu trên Tổng tài sản (Sales/Total Assets)

Kết quả ước lượng từ mô hình trên đã chỉ rõ thành phần X_3, có tác động nhiều nhất tới nguy cơ phá sản của một doanh nghiệp, tỷ số này thể hiện khả năng tạo lợi nhuận cơ bản (EBIT) từ tổng tài sản hay khả năng sinh lời thực của tổng tài sản, không tính tới ảnh hưởng của thuế và lãi vay. Trong khi đó, thành phần cơ cấu vốn X_4 (VCSH/Nợ) có tác động ít nhất tới chỉ số Z.

$$X_4 = \frac{VCSH}{Nợ} = \frac{Tổng\ TS - Nợ}{Nợ} = \frac{1}{Hệ\ số\ nợ} - 1$$

X_4 cho biết giá trị tài sản của doanh nghiệp đã giảm bao nhiêu (đo bằng tổng của VCSH và nợ) trước khi các khoản nợ vượt quá tài sản của công ty và công ty đi đến mất khả năng thanh toán hay vỡ nợ. Đồng thời, hệ số nợ tăng sẽ làm X_4 giảm, qua đó giảm chỉ số Z, nghĩa là tăng nguy cơ phá sản của doanh nghiệp (trong điều kiện các yếu tố khác không đổi).

Các thành phần còn lại X_1, X_2, X_5 đều liên quan tới khả năng quản lý tổng tài sản và chi phí, tác động tới Z ở mức trung bình (hệ số tác động xoay quanh 1).

Từ mối tương quan về mức độ tác động của từng thành phần nêu trên tới chỉ số Z, có thể khẳng định, quy mô nợ không phải là yếu tố tiên quyết dẫn tới tình trạng phá sản của một doanh nghiệp, điều quan trọng hơn là năng lực sử dụng vốn, tuy nhiên, nhà quản lý có thể điều chỉnh cơ cấu vốn để tăng/giảm chỉ số Z theo hướng mong muốn.

▪ **Tăng cường khả năng sinh lời trong điều kiện bền vững**

Việc phân tích mô hình DUPONT và chỉ số Z cho thấy, có 3 nhóm nhân tố chính tác động tới khả năng sinh lời và nguy cơ phá sản của doanh nghiệp, được đại diện bằng các chỉ tiêu phản ánh Tỷ lệ nợ, Khả năng quản lý tài sản, Khả năng quản lý chi phí. Mặc

dù, có tác dụng khuyếch đại ROE nhưng tỷ lệ nợ cao làm tăng nguy cơ phá sản, trong khi đó, 2 nhóm còn lại có ảnh hưởng thuận chiều tới cả ROE và Z. ***Do đó, các nhà quản lý có thể lựa chọn hướng đi an toàn là duy trì tỷ lệ nợ bằng 0 (hoặc rất thấp) hay kết hợp khéo léo cả 3 nhóm chỉ tiêu trên để đạt tỷ lệ ROE cao, đồng thời chỉ số Z vẫn trong phạm vi an toàn.***

Sử dụng số liệu các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản ở Việt Nam làm điển hình nghiên cứu, các tác giả sẽ đưa ra đáp án cho bài toán nêu trên, gợi ý cho những nhà quản lý lập kế hoạch tài chính trên thực tiễn.

2. Giới thiệu ngành thủy sản Việt Nam

Thủy sản là một trong các ngành kinh tế mũi nhọn ở Việt Nam, đi đầu trong hội nhập kinh tế quốc tế, lượng hàng hóa sản xuất lớn, đóng góp tích cực trong quá trình chuyển đổi cơ cấu kinh tế nông nghiệp nông thôn, giải quyết việc làm cho hơn 4 triệu lao động. Đây cũng là ngành có vị trí đặc biệt quan trọng trong chiến lược phát triển kinh tế - xã hội Việt Nam và đạt được những thành tựu đáng kể. Năm 2011, tổng sản lượng thủy sản là 5,2 triệu tấn (tăng 5 lần so với năm 1990, bình quân tăng 8,49%/năm), kim ngạch xuất khẩu đạt trên 6 tỷ USD (tăng gấp 29,8 lần so với năm 1990, bình quân tăng 18,5%/năm) [4]. Thủy sản luôn nằm trong tốp đầu các mặt hàng xuất khẩu của cả nước và danh sách 10 nước xuất khẩu thủy sản hàng đầu thế giới. Tuy nhiên, trong lịch sử phát triển, các doanh nghiệp trong ngành cũng vấp phải nhiều rào cản về pháp lý, điều kiện vệ sinh an toàn thực phẩm… tại các thị trường xuất khẩu chính như Hoa Kỳ, châu Âu, Nhật Bản… hay tình trạng nợ xấu và hàng tồn kho trong 2 năm trở lại đây. Những thành tựu cũng như khó khăn nêu trên xuất phát trực tiếp từ đặc thù của ngành thủy sản ở Việt Nam, bao gồm những nét chính sau:

Thuận lợi

- Có nhiều điều kiện thuận lợi về tự nhiên và địa lý trong khai thác và nuôi trồng thủy sản. Việt Nam có đường bờ biển dài hơn 3.200 km; diện tích vùng đặc quyền kinh tế trên biển rộng hơn 1 triệu km^2 [4], hệ thống sông ngòi, đầm phá dày đặc;

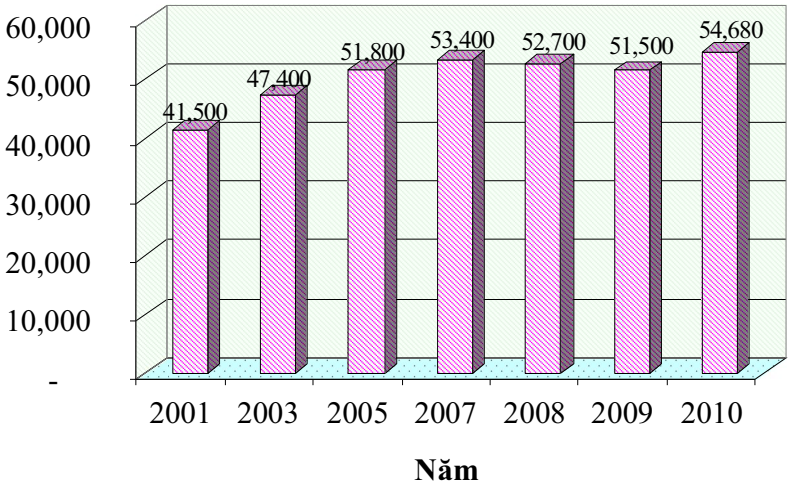
- Thị trường xuất khẩu rộng lớn trên khắp thế giới, chủ yếu tập trung vào Mỹ, châu Âu, Nhật Bản, ngoài ra còn xuất khẩu đến 165 quốc gia trên toàn thế giới. [6]

- Có nguồn tài nguyên dồi dào, phong phú, diện tích mặt nước nuôi trồng lớn, có thế mạnh về mặt hàng cá tra, cá basa với thị phần lớn trong thương mại thủy sản quốc tế.

- Là ngành sử dụng nhiều lao động, tạo ra nhiều hiệu ứng đối với đời sống kinh tế - xã hội nói chung của cả nước với số lượng doanh nghiệp chế biến, xuất khẩu thủy sản tăng nhanh, trung bình 10,7%/năm [6]. Theo báo cáo của Hiệp hội chế biến và xuất khẩu Thủy sản Việt Nam (VASEP), năm 2011 cả nước có 91 DNNN, 159 công ty cổ phần,

Hình 1: Mức độ gia tăng diện tích nuôi trồng thủy sản vùng Đông Nam Bộ giai đoạn 2001 - 2010

Đơn vị: ha



Nguồn: [6]

292 doanh nghiệp tư nhân, 9 doanh nghiệp liên doanh và 13 doanh nghiệp 100% nước ngoài hoạt động trong lĩnh vực thủy sản trên cả nước.

Khó khăn

- Nguồn nguyên liệu chế biến không ổn định do thủy hải sản dần dần trở nên khan hiếm trong tự nhiên khiến tình hình sản xuất và khai thác không thuận lợi.

Hình 1 phản ánh diện tích nuôi trồng thủy sản vùng Đông Nam Bộ gia tăng qua các năm từ năm 2001 đến năm 2010 [6], bình quân tăng 3%/năm. Việc phát triển nhanh chóng của ngành trong những năm gần đây đã hình thành xu hướng nuôi trồng hải sản đại trà nhằm đáp ứng kịp tốc độ chế biến và xuất khẩu**.** Trong khi vốn đầu tư chủ yếu được tài trợ từ ngân hàng nên áp lực trả lãi khiến nhiều hộ nông dân bán cá chưa đủ trọng lượng hay bán tháo, bán lỗ cho thương lái, phá bỏ hợp đồng với doanh nghiệp dẫn đến việc thiếu hụt nguyên liệu đầu vào.

- Giá trị thủy sản còn thấp, chưa xứng đáng với tiềm năng thủy sản, chưa kiểm soát được chất lượng sản phẩm, thủy sản ô nhiễm dẫn đến nhiều hạn chế thương mại**.** Năm 2011 có tới 57 lô tôm Việt Nam bị cảnh báo và trả về từ thị trường Nhật Bản do phát hiện chứa Enrofloxacin vượt ngưỡng cho phép 10ppb [7]. Trong khi đó, nhiều hộ nuôi tôm tại Đồng bằng sông Cửu Long vẫn sử dụng loại kháng sinh này để trị bệnh cho tôm. Đây chính là nguyên nhân gây mất an toàn thực phẩm, trực tiếp giảm khả năng xuất khẩu của doanh nghiệp khi chính phủ các nước Mĩ, Nhật sẵn sàng ban hành lệnh cấm nhập khẩu sản phẩm thủy sản từ Việt Nam.

- Hoạt động mang tính mùa vụ, mùa thu hoạch các sản phẩm thủy sản thường tập trung chủ yếu vào cuối quý 2 và quý 3 (tháng 9, 10, 11). Các doanh nghiệp chế biến thủy sản mua nguyên liệu từ nông dân vào vụ mùa thu hoạch, sản xuất chế biến sản phẩm để kịp xuất khẩu bởi thị trường xuất khẩu chính (các quốc gia châu Âu, Hoa Kỳ...) tiêu thụ mạnh các sản phẩm thủy sản nhập khẩu trong dịp lễ Giáng sinh, Tết dương lịch hay Lễ Tạ ơn...

- Là ngành đòi hỏi vốn đầu tư lớn, tất yếu phát sinh nhu cầu vay ngân hàng ở mức cao trong khi thời gian thu hồi vốn chậm (tỷ lệ nợ trong tổng nguồn vốn bình quân giai đoạn 2009 – 2011 của nhóm công ty cổ phần niêm yết bằng 55% [5].

Qua những đặc điểm trên, có thể thấy, các doanh nghiệp thủy sản ở Việt Nam có nhiều điều kiện thuận lợi để phát triển, đồng nghĩa với cơ hội gia tăng lợi nhuận, tuy nhiên, với vị trí quan trọng trong nền kinh tế quốc dân, yêu cầu an toàn hay bền vững luôn được đặt ra trong quá trình kinh doanh.

3. Cách thức các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản tác động tới khả năng sinh lời và nguy cơ phá sản

Theo kết quả nghiên cứu được công bố qua bài báo *"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"* [3], có 22 công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản trên thị trường chứng khoán Việt Nam được chia thành hai nhóm chính dựa trên kết quả tính toán theo mô hình chỉ số Z:

- Nhóm 1: Các công ty ngành thủy sản niêm yết có chỉ số Z > 2,99, các công ty thuộc nhóm này nằm trong vùng an toàn, chưa có nguy cơ bị phá sản, bao gồm 13 công ty. Trong nhóm này có thể chia nhỏ thành hai nhóm:

+ Nhóm 1a: Gồm 6 công ty, có chỉ số Z > 2,99 và hệ số nợ thấp (nhỏ hơn 50%).

+ Nhóm 1b: Gồm 7 công ty, có chỉ số Z > 2,99 và hệ số nợ cao (lớn hơn 50%). Các doanh nghiệp nhóm này nhìn chung vẫn tiềm ẩn rủi ro mất thanh khoản khi vay nợ quá nhiều, đặc biệt là nợ ngắn hạn.

- Nhóm 2: Gồm 9 công ty, có đặc điểm chung là chỉ số Z trong khoảng 1,8 đến 2,99. Các công ty thuộc nhóm 2 đều nằm trong vùng cảnh báo, có nguy cơ phá sản trong ngắn hạn. Đặc biệt, tất cả các công ty thuộc nhóm này đều có hệ số nợ lớn (trên 50%) với tỷ lệ nợ ngắn hạn trung bình trên 94% tổng nợ.

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu trên cũng cho thấy, ROE của các doanh nghiệp chênh lệch nhau đáng kể và không đồng nhất với mức độ sử dụng nợ hay nguy cơ phá sản. Từ đó, đặt ra câu hỏi: ***nên duy trì hệ số nợ bằng bao nhiêu và có điều kiện nào khác ràng buộc để đạt giá trị ROE cao, trong khi chỉ số Z vẫn > 2,99***?

Từ kết quả số liệu của 22 công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản ở bảng 1, nhóm tác giả lựa chọn, sắp xếp và phân tích bốn nhóm công ty điển hình, nổi bật rõ mối quan hệ giữa hệ số nợ, ROE và chỉ số Z theo hướng: hệ số nợ thể hiện rõ xu hướng sử dụng vốn (tỷ lệ nợ cao, thấp hay trung bình?); từ đó tác động đến ROE và chỉ số Z một cách rõ nét lần lượt theo quan hệ thuận chiều và ngược chiều. Trong đó, các giá trị sử dụng để tham chiếu được sử

Bảng 1: Tổng hợp chỉ số Z, ROE và hệ số nợ năm 2011 của các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản

STT	Tên công ty	Mã CK	Chỉ số Z	ROE	Hệ số nợ
Nhóm 1a: Z > 2,99; hệ số nợ < 50%					
1	Công ty cổ phần Thủy sản Mekong	AAM	8,62	22,29%	12,98%
2	Công ty cổ phần XNK Thủy sản Bến Tre	ABT	6,40	25,43%	17,95%
3	Công ty cổ phần Nam Việt	ANV	3,16	5,07%	30,22%
4	Công ty cổ phần Thủy sản số 1	SJ1	3,54	12,58%	40,91%
5	Công ty cổ phần Vĩnh Hoàn	VHC	4,34	31,72%	45,72%
6	Công ty cổ phần Thức ăn Chăn nuôi Việt Thắng	VTF	6,10	39,01%	48,04%
Nhóm 1b: Z > 2,99; hệ số nợ > 50%					
7	CTCP XNK Thủy sản Cửu Long An Giang	ACL	3,83	38,54%	62,43%
8	Công ty cổ phần Gò Đàng	AGD	3,60	46,19%	57,90%
9	Công ty cổ phần XNK Thủy sản An Giang	AGF	3,19	9,45%	61,83%
10	Công ty cổ phần Thực phẩm Sao Ta	FMC	4,01	16,53%	77,93%
11	Công ty cổ phần Thủy sản Gentraco	GFC	3,31	13,88%	90,43%
12	Công ty cổ phần Hùng Vương	HVG	3,06	19,98%	60,05%
13	CTCP chế biến Thủy sản xuất khẩu Ngô Quyền	NGC	3,27	16,62%	85,05%
Nhóm 2: Z < 2,99; hệ số nợ > 50%					
14	Công ty cổ phần NTACO	ATA	2,20	12,01%	77,40%
15	Công ty cổ phần Việt An	AVF	2,54	15,74%	79,37%
16	Công ty cổ phần Thủy sản Bạc Liêu	BLF	2,15	7,09%	81,14%
17	CTCP chế biến Thủy sản và XNK Cà Mau	CMX	2,77	2,88%	82,22%
18	Công ty CP XNK lâm thủy sản Bến Tre	FBT	2,05	6,51%	62,38%
19	Công ty CP Đầu tư Thương mại Thủy sản	ICF	2,36	6,43%	57,06%
20	Công ty CP Tập đoàn Thủy sản Minh Phú	MPC	2,63	17,90%	74,43%
21	Công ty cổ phần Thủy sản số 4	TS4	2,28	10,40%	65,68%
22	Công ty cổ phần Thủy hải sản Việt Nhật	VNH	1,91	2,21%	54,52%

Nguồn: [3]

Bảng 2: Giá trị tham chiếu của từng chỉ tiêu

Tên chỉ tiêu	Giá trị	Căn cứ lựa chọn
Chỉ số Z	2,99	Theo kết quả nghiên cứu của mô hình Z [1]
ROE	21%	Giá trị trung bình ngành thủy sản năm 2011 [5]
Hệ số nợ	62,5%	Giá trị trung bình ngành thủy sản năm 2011 [5]

dụng như bảng 2.

Để hướng tới mục tiêu gia tăng ROE, các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản đã áp dụng nhiều cách thức khác nhau, có thể nhận diện thành 4 phương án cụ thể như sau:

**** Phương án 1: Duy trì hệ số nợ thấp, tập trung quản lý tài sản và chi phí hiệu quả***

Nhóm 1: Các doanh nghiệp có hệ số nợ thấp, ROE cao, chỉ số Z cao.

STT	Tên công ty	Hệ số nợ	ROE	Z	Hiệu suất sử dụng tổng TS	Doanh lợi doanh thu	Khả năng thanh toán lãi vay
1	Thủy sản Mekong	12,98%	22,29%	8,62	2,02	9,60%	3,25
2	XNK Thủy sản Bến Tre	17,95%	25,43%	6,40	1,48	14,06%	16,32

Nguồn: Tính toán của tác giả

Hai doanh nghiệp điển hình phát triển theo hướng này là công ty cổ phần thủy sản Mekong và công ty cổ phần xuất nhập khẩu thủy sản Bến Tre, có hệ số nợ thấp, trong khi ROE cao, đặc biệt chỉ số Z gấp 2 đến 3 lần mức yêu cầu.

Nhìn chung, hai công ty đều có tiềm lực tài chính khá vững mạnh, không có nguy cơ phá sản (chỉ số Z rất cao), hiệu suất sinh lời trên VCSH cao (lớn hơn trung bình ngành) và hệ số nợ rất thấp. Không tận dụng khả năng khuyếch đại ROE của nợ, cả hai công ty đều tập trung quản lý tài sản và chi phí hiệu quả, thể hiện qua chỉ tiêu hiệu suất sử dụng tổng tài sản (gấp 1,5 lần mức bình quân ngành) và doanh lợi doanh thu (gấp 2,5 lần giá trị bình quân), do đó, khả năng thanh toán lãi vay cũng rất tốt. ***Vậy, phải chăng đây là hướng đi mà các doanh nghiệp nên theo đuổi, an toàn, ổn định? Điều gì sẽ xảy ra khi doanh nghiệp gia tăng nợ?***

**** Phương án 2: Duy trì hệ số nợ trung bình, đồng thời tăng cường quản lý tài sản và chi phí***

Đại diện cho nhóm này là 4 công ty cổ phần thủy sản Vĩnh Hoàn, Việt Thắng, Gò Đàng và Cửu Long An Giang.

Nhóm doanh nghiệp này sử dụng nợ ở mức trung bình trong cơ cấu vốn (nợ chiếm khoảng 50 - 60% tổng vốn huy động) và nhiều hơn đáng kể các doanh nghiệp nhóm 1 (gấp từ 2,5 đến 4 lần so với doanh nghiệp nhóm 1), cho nên khuyếch đại ROE cao hơn (từ 1,5 đến 2 lần), đây cũng là nhóm có ROE cao nhất trong ngành. Tuy nhiên, các chỉ tiêu hiệu suất sử dụng tổng tài sản cũng xấp xỉ, thậm chí cao hơn doanh nghiệp nhóm 1. Do đó, dù tăng nợ làm tăng chi phí lãi vay nhưng với tốc độ tăng lớn hơn của EBIT, các doanh nghiệp này có khả năng thanh toán lãi vay tốt (bình quân nhóm 2 là 6,1 lần). Mặc dù chỉ số Z đã giảm so với nhóm 1 nhưng vẫn lớn gấp 1,2 tới 2 lần so với giá trị yêu cầu (2,99), chứng tỏ, công ty không có nguy cơ phá sản. Điều này cho thấy các doanh nghiệp nhóm 2 đã tận dụng tốt đòn bẩy tài chính để khuếch đại ROE tới mức cao nhất có thể nhưng vẫn đảm bảo quản lý tài sản và chi phí hiệu quả để chỉ số Z nằm trong mức an toàn. ***Vậy nên chăng các doanh nghiệp tiếp tục gia tăng nợ?***

Nhóm 2: Các doanh nghiệp có hệ số nợ thấp, ROE cao, chỉ số Z cao.

STT	Tên công ty	Hệ số nợ	ROE	Z	Hiệu suất sử dụng tổng TS	Doanh lợi doanh thu	Khả năng thanh toán lãi vay
1	Vĩnh Hoàn	45,72%	31,72%	4,34	1,75	9,34%	7,82
2	Việt Thắng	48,04%	39,01%	6,10	3,36	6,03%	6,85
3	Gò Đàng	57,90%	46,19%	3,60	1,26	15,42%	8,04
4	Cửu Long An Giang	62,43%	38,54%	3,83	1,67	8,65%	3,74

Nguồn: Tính toán của tác giả

**** Phương án 3: Gia tăng nợ ở mức cao, quản lý tài sản tốt***

Một cách lựa chọn khác của nhóm công ty cổ phần chế biến thủy sản Ngô Quyền và Gentraco là tăng nợ lên mức 85% đến 90%, mức cao nhất trong

Nhóm 3: Các doanh nghiệp có hệ số nợ cao, ROE thấp, chỉ số Z cao.

STT	Tên công ty	Hệ số nợ	ROE	Z	Hiệu suất sử dụng tổng TS	Doanh lợi doanh thu	Khả năng thanh toán lãi vay
1	Ngô Quyền	85,05%	16,62%	3,27	2,18	1,14%	1,39
2	Gentraco	90,43%	13,88%	3,31	1,85	0,72%	1,13

Nguồn: Tính toán của tác giả

ngành, đồng thời vẫn quản lý tài sản tốt (hiệu suất sử dụng tổng tài sản đều cao hơn mức trung bình ngành), xấp xỉ nhóm 1 và 2.

Do khả năng tạo EBIT tương tự nhóm 1 và 2 – là nhân tố tác động nhiều nhất tới nguy cơ phá sản của doanh nghiệp (theo phân tích ở phần trên) nên chỉ số Z của nhóm 3 vẫn đạt mức cao, không có nguy cơ phá sản. Tuy nhiên, với áp lực lãi vay lớn, khả năng thanh toán lãi vay đã giảm đáng kể (chỉ bằng 1,2 lần). Chính lãi vay đã bào mòn lợi nhuận của doanh nghiệp khiến ROE giảm sút nghiêm trọng so với nhóm 1 và 2, xuống mức thấp hơn cả trung bình ngành. Điều này cho thấy, tác dụng khuyếch đại ROE thông qua sử dụng nợ đã bị triệt tiêu khi doanh nghiệp không kiểm soát được sự gia tăng chi phí, đồng thời, khả năng sinh lời từ tổng tài sản không tăng được tới mức đáng kể để bù đắp cho phần lãi vay phát sinh thêm. ***Vậy, các doanh nghiệp thủy sản chỉ nên duy trì hệ số nợ ở mức trung bình như nhóm 2 là tốt nhất hay có điều kiện ràng buộc nào khác?***

**** Phương án 4: Duy trì hệ số nợ trung bình, buông lỏng quản lý tài sản và chi phí***

Nhóm này gồm 2 doanh nghiệp điển hình là công ty cổ phần thủy sản Việt Nhật và Lâm thủy sản Bến Tre, duy trì hệ số nợ tương tự nhóm 2, tuy nhiên, ROE lại nhỏ hơn nhóm 3 (nhóm có hệ số nợ cao hơn), thậm chí ở mức thấp nhất ngành và chỉ số Z nằm trong vùng cảnh báo có nguy cơ phá sản.

Nguyên nhân chính dẫn tới tình trạng này là chỉ tiêu hiệu suất sử dụng tổng tài sản và doanh lợi doanh thu đều giảm nghiêm trọng so với các nhóm trước và chỉ bằng một nửa giá trị trung bình ngành. Mặc dù vẫn có khả năng thanh toán lãi vay song năng lực quản lý tài sản thấp đã ảnh hưởng trực tiếp tới khả năng sinh lời và nguy cơ phá sản của doanh nghiệp. Nhìn lại hệ số nợ của các nhóm có thể thấy, không tồn tại quan hệ thuận chiều hoàn hảo giữa hệ số nợ và ROE của doanh nghiệp. Việc sử dụng thêm hay bớt nợ không hoàn toàn đảm bảo ROE sẽ giảm hoặc tăng tương ứng, mặc dù về lý thuyết, khi xem xét riêng rẽ (trong mô hình DUPONT), hệ số nợ tác động cùng chiều tới ROE.

4. Phương hướng tăng cường khả năng sinh lời trong điều kiện bền vững đối với các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản ở Việt Nam

Trên cơ sở tìm hiểu những nhân tố tác động tới ROE và chỉ số Z của doanh nghiệp, vận dụng để phân tích cho các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản ở Việt Nam, một lần nữa cho thấy, không thể sử dụng đòn bẩy tài chính như một giải pháp ĐỘC LẬP hay DUY NHẤT để tác động tới ROE của doanh nghiệp mà bắt buộc kết hợp với việc nâng cao năng lực quản lý tài sản và kiểm soát chi phí. Đồng thời, cách làm này giúp giảm nguy cơ phá sản, củng cố mức độ an toàn trong kinh doanh của doanh

Nhóm 4: Các doanh nghiệp có hệ số nợ trung bình, ROE thấp, chỉ số Z thấp

STT	Tên công ty	Hệ số nợ	ROE	Z	Hiệu suất sử dụng tổng TS	Doanh lợi doanh thu	Khả năng thanh toán lãi vay
1	Việt Nhật	54,52%	2,21%	1,91	0,48	2,08%	1,41
2	Lâm thủy sản Bến Tre	62,38%	6,51%	2,05	0,88	2,80%	1,39

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 3: Chỉ tiêu tài chính của doanh nghiệp nhóm 1 trước và sau khi tăng hệ số nợ

Tên công ty	Hệ số nợ cũ	Hệ số nợ mới	LNST cũ (triệu đồng)	LNST mới (triệu đồng)	ROE cũ	ROE mới	Z cũ	Z mới	TIE cũ	TIE mới
MeKong	12,98%	60,2%	63.997	44.868	22,29%	**34,16%**	8,62	**4,68**	3,25	**2,12**
Bến Tre	17,95%	60,2%	99.783	61.919	25,43%	**32,54%**	6,40	**3,79**	16,32	**3,64**

(* TIE: Khả năng thanh toán lãi vay)

Nguồn: Tính toán của tác giả

nghiệp. Nói cách khác, điều cần quan tâm là khả năng sử dụng nợ như thế nào, thay cho quy mô nợ nhiều hay ít. Do đó, để tăng cường khả năng sinh lời trong điều kiện bền vững, các doanh nghiệp thủy sản nên tham khảo hướng đi của 4 công ty thuộc nhóm 2, đây cũng là những doanh nghiệp đang dẫn đầu ngành về sản lượng xuất khẩu và công suất hoạt động. Kế hoạch cụ thể như sau:

Thứ nhất, đối với 2 công ty thuộc nhóm 1, nên điều chỉnh cơ cấu vốn theo hướng tăng nợ, giảm vốn chủ sở hữu để tận dụng lợi thế của đòn bẩy tài chính. Mặc dù tăng nợ, chi phí lãi vay sẽ tăng theo làm giảm lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp (giả định khả năng sử dụng vốn không đổi nên doanh thu và EBIT giữ nguyên) nhưng gánh nặng vốn đầu tư của chủ sở hữu giảm, đồng thời suất sinh lời của 1 đồng vốn được khuyếch đại cao hơn trước. Cụ thể, nếu 2 công ty thủy sản Mekong và XNK thủy sản Bến Tre tăng hệ số nợ tới mức bình quân ngành (60,2%) bằng cách vay ngân hàng, lãi suất 12%/năm, các yếu tố khác giữ nguyên, tỷ số tài chính cơ bản sẽ thay đổi tích cực theo bảng 3.

Như vậy, thay đổi cơ cấu vốn đã giúp 2 công ty nói trên đạt tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu xấp xỉ các doanh nghiệp nhóm 2, dẫn đầu ngành thủy sản. Mặc dù chỉ số Z và khả năng thanh toán lãi vay giảm song vẫn trong phạm vi cho phép, không có nguy cơ phá sản, đảm bảo an toàn cho doanh nghiệp.

Thứ hai, công ty cổ phần chế biến thủy sản Ngô Quyền và thủy sản Gentraco (thuộc nhóm 3) nên giảm tỷ lệ nợ xuống mức bình quân ngành (60,2%). Mặc dù không cần thay đổi năng lực quản lý tài sản (doanh thu và EBIT giữ nguyên) nhưng với việc giảm nợ, giảm chi phí lãi vay, lợi nhuận sau thuế và ROE đều được cải thiện đáng kể.

Rõ ràng, sau khi giảm nợ, ROE của 2 công ty đã đạt gần bằng các doanh nghiệp thuộc nhóm 2, đồng thời chỉ số Z cũng tăng thêm, củng cố khả năng an toàn của doanh nghiệp.

Thứ ba, đối với công ty cổ phần thủy sản Việt Nhật và chế biến lâm thủy sản Bến Tre thuộc nhóm 4, hệ số nợ đã ở mức bình quân ngành nhưng năng lực quản lý tài sản thấp, nếu có thể tăng doanh thu lên 1,5 lần so với trước, cũng đạt được kết quả kinh doanh xấp xỉ doanh nghiệp nhóm 2. Dù tổng chi phí hoạt động (không bao gồm lãi vay) sẽ tăng theo

Bảng 4: Chỉ tiêu tài chính của doanh nghiệp nhóm 3 trước và sau khi giảm hệ số nợ

Tên công ty	Hệ số nợ cũ	Hệ số nợ mới	LNST cũ (triệu đồng)	LNST mới (triệu đồng)	ROE cũ	ROE mới	Z cũ	Z mới	TIE cũ	TIE mới
Ngô Quyền	85,05%	60,2%	2.745	12.272	16,62%	**27,92%**	3,27	**3,70**	1,39	**2,32**
Gentraco	90,43%	60,2%	10.367	110.170	13,88%	**35,49%**	3,31	**3,84**	1,13	**1,71**

Nguồn: Tính toán của tác giả

Bảng 5: Chỉ số tài chính của doanh nghiệp nhóm 4 trước và sau khi tăng doanh thu

Tên công ty	Doanh thu cũ (triệu đồng)	Doanh thu mới (triệu đồng)	ROE cũ	ROE mới	Z cũ	Z mới	HS SD tổng TS cũ	HS SD tổng TS mới	Doanh lợi doanh thu cũ	Doanh lợi doanh thu mới
Việt Nhật	88.558	132.837	2,21%	**22,49%**	1,91	**2,25**	0,48	**0,73**	2,08%	**14,1%**
Bến Tre	215.387	323.081	6,51%	**38,42%**	2,05	**2,63**	0,88	**1,31**	2,80%	**11,0%**

Nguồn: Tính toán của tác giả

doanh thu (giả định giữ nguyên tỷ trọng giữa tổng chi phí hoạt động so với doanh thu) nhưng EBIT và lợi nhuận sau thuế vẫn được cải thiện, từ đó nâng cao ROE, Z, hiệu suất sử dụng tổng tài sản và doanh lợi doanh thu.

Bằng việc tập trung quản lý tài sản hiệu quả hơn, nâng cao khả năng tạo doanh thu, dù duy trì hệ số nợ như ban đầu, suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp nhóm 4 đã được cải thiện. Không những vậy, chỉ số Z đã tăng gần tới ngưỡng an toàn cho phép.

Như vậy, các kết quả dự báo về ROE và chỉ số Z của doanh nghiệp thuộc nhóm 1, 3 và 4, một lần nữa khẳng định để tăng cường khả năng sinh lời trong điều kiện an toàn, các công ty cổ phần niêm yết ngành thủy sản ở Việt Nam cần tận dụng đòn bẩy tài chính song song với việc nâng cao năng lực quản lý tài sản và chi phí. Hy vọng đây là một gợi ý có giá trị cho các nhà quản lý trong quá trình lập kế hoạch tài chính, góp phần thúc đẩy ngành thủy sản tiếp tục tăng trưởng cao, bền vững, tạo nên những hiệu ứng tích cực cho cả nền kinh tế quốc dân.❐

Tài liệu tham khảo:

1. Edward I. Altman (2000), Predicting financial distress of companies: Revising the Z- score and Zeta model;

2. Lưu Thị Hương, PGS.TS Vũ Duy Hào (2007), *Giáo trình Tài chính doanh nghiệp*, NXB ĐH Kinh tế Quốc dân, Hà Nội.

3. Nguyễn Thanh Lan, Vũ Thị Thúy Vân (2012), *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,* Tạp chí Kinh tế và Phát triển, Đại học Kinh tế Quốc dân, số 186 (II), tr.51 - 59.

4. Viện Kinh tế Quy hoạch Thủy sản, *Báo cáo tóm tắt Quy hoạch tổng thể phát triển ngành thủy sản Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn 2030,* tháng 7/2012.