

VỐN LƯU ĐỘNG LÀ GÌ ?

ThS. Nguyễn Hoàng Vinh Lộc*

Vốn lưu động (VLD) còn được gọi là vốn luân chuyển được dịch từ thuật ngữ tiếng Anh là Working Capital (WC). Trong khi đó thuật ngữ Vốn lưu động ròng có nguồn gốc từ thuật ngữ tiếng Anh là Net Working Capital (NWC). Thuật ngữ VLD thường được sử dụng để thay cho cách nói hay viết đầy đủ là VLD ròng. Cách nói hay viết như vậy cũng tương tự như khi chúng ta sử dụng thuật ngữ doanh thu nhưng thực sự thì chúng ta đang muốn đề cập đến doanh thu thuần, được tính bằng cách lấy tổng doanh thu trừ đi các khoản giảm trừ (hàng bán bị trả lại, chiết khấu và giảm giá hàng bán,...). Cũng tương tự như vậy, khi chúng ta nói đến lợi nhuận hay thu nhập thì hàm ý của chúng ta là đang muốn nói đến lợi nhuận ròng hay thu nhập sau thuế, được tính bằng cách lấy thu nhập trước thuế trừ đi thuế thu nhập...

VLD hay VLD ròng được định nghĩa là tài sản lưu động (TSLĐ) trừ đi (-) nợ ngắn hạn (NNH). TSLĐ có thể định nghĩa là tất cả những tài sản có thể chuyển hóa thành tiền trong thời gian một năm. Chính vì vậy nên TSLĐ còn được gọi là tài sản ngắn hạn. TSLĐ bao gồm các khoản mục được sắp xếp theo thứ tự tính thanh khoản giảm dần:

Tiền mặt và tiền gửi, Đầu tư ngắn hạn, Các khoản phải thu, Hàng tồn kho (Nguyên vật liệu, thành phẩm/bán thành phẩm/hàng hóa...), Chi phí trả trước ngắn hạn... Tương tự như vậy, các khoản NNH là các khoản nợ có thời gian đến hạn trong vòng một năm bao gồm: Phải trả nhà cung cấp, Phải trả nhân viên, Phải trả Nhà nước, Vay ngắn hạn... VLD có thể là một con số dương, số âm hay bằng 0 (zero) là tùy thuộc vào việc lựa chọn chiến lược tài trợ cho TSLĐ và tài sản cố định (TSCĐ) của các công ty.

Nếu tại một thời điểm nào đó, VLD của một công ty là một số dương thì điều đó có nghĩa là một phần TSLĐ công ty đang sử dụng được tài trợ bởi các nguồn vốn dài hạn. Cụ thể là vốn vay hoặc vốn sở hữu hoặc bao gồm cả hai. Trong trường hợp này, rủi ro về khả năng thanh khoản của công ty thấp nhưng đối lại công ty phải chịu chi phí sử dụng vốn cao do chi phí phải trả cho các nguồn huy động dài hạn cao hơn nguồn huy động ngắn hạn. Ví dụ dưới đây sẽ cho chúng ta biết được VLD của Công ty M&N là bao nhiêu dựa vào bảng cân đối kế toán (CDKT) của công ty vào thời điểm cuối năm 2006. Do TSLĐ mà công ty đang sử dụng có giá trị số

sách là 500 triệu đồng trong khi NNH chỉ có 300 triệu đồng nên VLD của công ty trong trường hợp này là 200 triệu đồng sẽ được tài trợ bằng nguồn vốn dài hạn. Chiến lược tài trợ này thường được các công ty sử dụng do mức độ rủi ro thấp.

Đơn vị: triệu đồng

Tài sản	20X6	Nguồn vốn	20X6
TSLĐ	500	NNH	300
TSCĐ	1.500	Nợ dài hạn	700
		Tổng nợ	1.000
		Vốn sở hữu	1.000
Tổng tài sản	2.000	Tổng nguồn vốn	2.000

Bảng 1: Bảng CDKT Công ty M&N trong trường hợp lựa chọn chiến lược tài trợ TSLĐ bằng nguồn ngắn hạn và dài hạn (VLD ròng dương).

Tuy nhiên, về phương diện lý thuyết thì tại một thời điểm nào đó, VLD của một công ty có thể là một số âm. Điều này có nghĩa là toàn bộ TSLĐ mà công ty đang sử dụng được tài trợ bởi NNH kể cả một phần TSCĐ công ty đang sử dụng cũng được tài trợ bởi các nguồn này. Trong tình huống đó, rủi ro về khả năng thanh toán NNH của công ty rất cao do TSCĐ chiếm chuyển hóa thành tiền trong vòng một năm nhưng đối lại thì chi phí sử dụng vốn thấp do chi phí huy động nguồn

vốn ngân hạn thấp hơn chi phí huy động nguồn vốn dài hạn. Bảng 2 dưới đây sẽ cho chúng ta biết được VLD của Công ty M&N trong trường hợp này. Do TSLD mà công ty đang sử dụng có giá trị sổ sách là 500 triệu đồng trong khi NNH là 700 triệu đồng nên VLD trong trường hợp này bằng - 200 triệu đồng (500 - 700). Điều này có nghĩa là một phần TSCD có giá trị 200 triệu đồng đã được tài trợ bằng NNH. Trong thực tế chiến lược tài trợ này hiểm khi được các công ty sử dụng do mức độ rủi ro cao.

Đơn vị: triệu đồng

Tài sản	20X6	Nguồn vốn	20X6
TSLD	500	Nợ ngắn hạn	700
TSCD	1.500	Nợ dài hạn	300
		Tổng nợ	1.000
		Vốn sở hữu	1.000
Tổng tài sản	2.000	Tổng nguồn vốn	2.000

Bảng 2: Bảng CDKT Công ty M&N trong trường hợp lựa chọn chiến lược tài trợ TSCD bằng nguồn ngân hạn và dài hạn (VLD ròng âm).

Một tình huống khác nữa có thể xảy ra là tại một thời điểm nào đó, VLD của công ty bằng 0 (zero). Điều này có nghĩa là toàn bộ TSLD mà công ty đang sử dụng được tài trợ bằng NNH và toàn bộ TSCD mà công ty đang sử dụng được tài trợ bằng nguồn dài hạn. Nhìn chung thì tình huống này cũng ít khi xảy ra bởi lẽ nó là tình huống quá đặc biệt. Quan sát bảng 3 tiếp

theo dưới đây sẽ cho chúng ta thấy được toàn bộ TSLD mà công ty M&N đang sử dụng có giá trị sổ sách là 500 triệu đồng ngang bằng với NNH là 500 triệu đồng. Nói cách khác VLD của công ty trong trường hợp này bằng 0.

Bảng 3: Bảng CDKT Công ty M&N trong trường hợp lựa chọn chiến lược tài trợ TSLD bằng NNH và TSCD bằng nguồn dài hạn (VLD ròng bằng 0).

Đơn vị: triệu đồng

Tài sản	20X6	Nguồn vốn	20X6
TSLD	500	Nợ ngắn hạn	500
TSCD	1.500	Nợ dài hạn	500
		Tổng nợ	1.000
		Vốn sở hữu	1.000
Tổng tài sản	2.000	Tổng nguồn vốn	2.000

VLD của một công ty sau khi tính được sẽ giúp cho các chủ nợ đánh giá được khả năng thanh toán NNH của một công ty cao thấp hay ngang bằng so với các đối thủ cạnh tranh hoặc so với trung bình ngành. Chẳng hạn như công ty Xin Lỗi hiện đang có TSLD là 1.000 triệu đồng và NNH là 500 triệu đồng thì VLD của công ty trong trường hợp này là 500 triệu đồng (1.000 - 500). Tỷ số khả năng thanh toán ngân hạn của công ty sẽ là 2 được tính bằng cách lấy TSLD chia cho NNH (1.000 : 500). Nếu đem so với công ty Cẩm Ôn là đối thủ cạnh tranh của công ty Xin Lỗi cùng hoạt động trong ngành kinh doanh nổi tiếng khách hàng những lời xin lỗi và cảm ơn cũng có tỷ số khả năng thanh toán ngân hạn là

2, nhưng TSLD của công ty này là 10.000 triệu đồng và NNH là 5.000 triệu đồng thì VLD của công ty sẽ là 5.000 triệu đồng (10.000 - 5.000), cao gấp 10 lần VLD của công ty Xin Lỗi. Giả sử là VLD của hai công ty đều được tài trợ bằng vốn sở hữu thì rõ ràng là các chủ nợ cho vay không có tài sản bảo đảm sẽ thích tài trợ cho công ty Cẩm Ôn hơn, bởi lẽ sức mạnh về tài chính của công ty này tốt hơn.

Đối chiếu với một vài giáo trình biên soạn về tài chính giảng dạy cho sinh viên các trường Đại học và Cao đẳng ở Việt Nam trước đây lần hiện nay thì định nghĩa hay khái niệm về VLD khác hoàn toàn với định nghĩa đã đề cập trên đây. Điều này đã gây không ít khó khăn và lúng túng cho người đọc lẫn người giảng khi phải tiếp nhận cùng lúc nhiều định nghĩa khác nhau như vậy. Chẳng hạn như giáo trình Tài chính doanh nghiệp hiện đang được sử dụng để giảng dạy tại Đại học Ngân hàng TP.HCM đã đưa ra khái niệm về VLD như sau: "VLD là biểu hiện bằng tiền của TSLD" và "TSLD của doanh nghiệp là những tài sản tồn tại dưới nhiều hình thức khác nhau, đó là: vốn bằng tiền, các khoản đầu tư ngắn hạn, các khoản phải thu, tồn kho và các khoản ứng, trả trước".

Theo tôi, khái niệm này đã gợi cho người đọc phần biệt được sự khác nhau giữa VLD và TSLD ở một đặc điểm là: Khi nói đến TSLD là muốn nói về mặt hình thái vật chất của

TSLD, còn khi sử dụng thuật ngữ VLD là hàm ý muốn nói về mặt giá trị của TSLD. Cụ thể, khi nhìn vào bảng CĐKT của một công ty chúng ta sẽ biết được công ty đang sử dụng những loại TSLD nào (các khoản mục nằm bên trái phần trên của bảng CĐKT) và giá trị của nó cho biết lượng VLD mà công ty hiện đang sử dụng (cột số tiền bên cạnh các khoản mục của TSLD). Trở lại trường hợp công ty M&N trong ví dụ trên đang sử dụng TSLD có giá trị là 500 triệu đồng. Trong trường hợp này chúng ta nói rằng 500 triệu đồng cũng chính là VLD của công ty. Nói tóm lại, khái niệm về VLD và khái niệm về TSLD hoàn toàn đồng nhất với nhau về mặt giá trị. Chính vì vậy mà đôi khi hai thuật ngữ này được sử dụng thay thế cho nhau gây ngộ nhận cho người đọc.

Rõ ràng là với cách hiểu như vậy nó hoàn toàn trái ngược với định nghĩa về VLD được xác định bằng cách lấy TSLD trừ đi (-) NNH đã được thừa nhận trong rất nhiều quyển sách về tài chính - do các vị giáo sư nổi tiếng ở nhiều trường đại học danh tiếng trên thế giới viết và đã được các nhà xuất bản hàng đầu thế giới biên tập và phát hành.

Ở một tài liệu khác là tài liệu về "Phân tích tài chính doanh nghiệp" tại Đại học Ngân hàng TP.HCM, phần "Phân tích VLD và VLD ròng" thuộc chương 3 (Phân tích cơ cấu nguồn vốn và tài sản) có sự phân biệt rõ ràng giữa VLD và VLD ròng. Theo đó,

VLD được xác định theo công thức sau:

VLD = Tài sản ngân hạn

Các khoản phải trả ngắn hạn (1)

Trong khi đó VLD ròng được xác định theo công thức sau:

VLD ròng = Nguồn vốn ổn định - Tài sản dài hạn (2)

Hoặc VLD ròng = Tài sản ngắn hạn - Nợ ngắn hạn (3)

Hoặc VLD ròng = VLD - Vay ngắn hạn (4)

Công thức (2) có thể suy ra dễ dàng từ công thức (3) bằng cách thay Tài sản ngắn hạn = Tổng tài sản - Tài sản dài hạn và Nợ ngắn hạn = Tổng nguồn vốn - Nguồn vốn dài hạn (Nợ dài hạn + Vốn sở hữu).

Tương tự như vậy, công thức (4) sẽ được suy ra dễ dàng từ công thức (3) bằng cách thay Tài sản ngắn hạn = VLD + Các khoản phải trả ngắn hạn từ công thức (1) và Nợ ngắn hạn = Các khoản phải trả ngắn hạn + Vay ngắn hạn.

Bởi lẽ tài liệu không chú thích nguồn tham khảo nên thật sự chúng ta không biết được công thức (1) là công thức được trình bày theo quan điểm người biên soạn hay đã được chuẩn hóa trên phạm vi quốc tế (?).

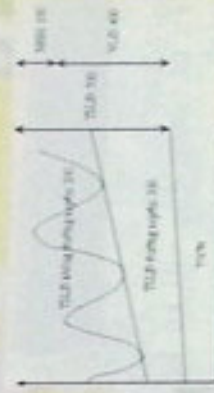
Mặt khác theo tôi, nên sử dụng một thuật ngữ thời để người đọc dễ dàng nắm bắt được vấn đề. Việc đưa ra quá nhiều thuật ngữ, chẳng hạn như khi thì tài sản ngắn hạn khi thì TSLD, khi thì nguồn vốn ổn định khi thì nguồn vốn

dài hạn làm cho người đọc thật sự rối rắm. Hơn nữa khái niệm về nguồn vốn ổn định là một khái niệm ít bền vững và không thường được sử dụng.

Ngoài ra cũng do việc không nhất quán trong cách hiểu về VLD cho nên đôi khi người viết sử dụng thuật ngữ này khá dễ dãi. Khi thì VLD được sử dụng để thay cho TSLD khi thì VLD được sử dụng với hàm ý là nó được xác định theo công thức (1). Chẳng hạn như thuật ngữ VLD thường xuyên được sử dụng thay cho thuật ngữ TSLD thường xuyên nhưng VLD thì lại được xác định bằng cách lấy TSLD trừ đi (-) Các khoản phải trả ngắn hạn (công thức 1).

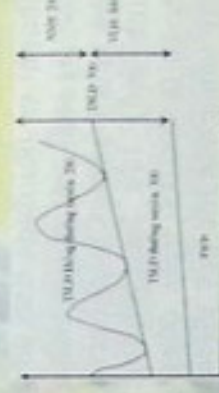
Khái niệm về VLD ròng mà tài liệu đã viết như sau thì cũng cần phải được xem xét lại: "Nguồn vốn ổn định để tài trợ cho nhu cầu VLD thường xuyên được gọi là VLD ròng". Theo tôi, khái niệm này chỉ đúng trong trường hợp công ty sử dụng chiến lược tài trợ phù hợp về tuổi thọ của tài sản với thời gian đáo hạn của các nguồn tài trợ (Matching of Maturities). Do đó nếu một công ty sử dụng các chiến lược tài trợ khác với chiến lược này thì khái niệm về VLD ròng như tài liệu đã nêu sẽ không còn đúng nữa. Chúng ta có thể thấy rõ điều này khi xem xét các chiến lược tài trợ của một công ty qua các trường hợp giả định sau đây:

Trường hợp 1: Công ty M&N đang có TSLĐ là 500 triệu đồng bao gồm TSLĐ thường xuyên là 300 triệu đồng và TSLĐ không thường xuyên là 200 triệu đồng. Công ty là 100 triệu đồng. Vậy VLD ròng của công ty trong trường hợp này bằng 400 triệu đồng (500 - 100). Rõ ràng là VLD ròng của công ty trong trường hợp này không những tài trợ cho toàn bộ TSLĐ thường xuyên (300 triệu đồng) mà còn tài trợ cho một phần TSLĐ không thường xuyên (100 triệu đồng). Sơ đồ 1 dưới đây sẽ cho thấy được chiến lược tài trợ TSLĐ thường xuyên của công ty trong trường hợp này.



Sơ đồ 1: VLD ròng tài trợ cho toàn bộ TSLĐ thường xuyên và một phần TSLĐ không thường xuyên

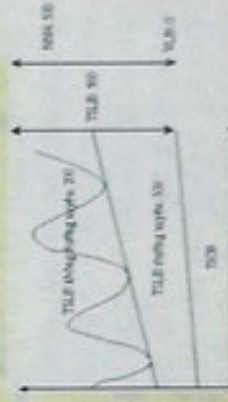
Trường hợp 2: Công ty M&N đang có TSLĐ là 500 triệu đồng bao gồm TSLĐ thường xuyên là 300 triệu đồng và TSLĐ không thường xuyên là 200 triệu đồng. Công ty là 200 triệu đồng. Vậy VLD ròng của công ty trong trường hợp này là 300 triệu đồng (500 - 200) ngang bằng với TSLĐ thường xuyên. Trong trường hợp này chúng ta nói rằng công ty đang thực hiện chiến lược tài trợ tạo ra sự phù hợp giữa tuổi thọ của tài sản và thời gian đến hạn của nguồn tài trợ (nợ). Sơ đồ 2 tiếp theo sẽ cho chúng ta thấy được chiến lược tài trợ TSLĐ thường xuyên của công ty trong trường hợp này.



Sơ đồ 2: VLD ròng tài trợ cho toàn bộ TSLĐ thường xuyên

Trường hợp 3: Công ty M&N đang có TSLĐ là 500 triệu đồng bao gồm TSLĐ thường xuyên là 300 triệu đồng và TSLĐ không thường

xuyên là 200 triệu đồng. Công ty là 500 triệu đồng. Vậy VLD ròng của công ty trong trường hợp này bằng 0 (500 - 500). Nói cách khác TSLĐ thường xuyên của công ty trong trường hợp này được tài trợ bằng toàn bộ NNH chứ không phải bằng VLD ròng. Sơ đồ 3 dưới đây sẽ cho thấy được chiến lược tài trợ TSLĐ thường xuyên của công ty trong trường hợp này.



Sơ đồ 3: TSLĐ thường xuyên được tài trợ bằng toàn bộ NNH

Trong phần tiếp theo, người viết cũng đã đưa ra khái niệm về nhu cầu VLD như sau: "Nhu cầu VLD là lượng vốn mà doanh nghiệp cần có để tài trợ cho các tài sản trong chu kỳ kinh doanh

bao gồm: hàng tồn kho, nợ phải thu, TSLĐ khác...".

Sau khi phân tích chu kỳ kinh doanh của doanh nghiệp người viết đã đưa ra công thức xác định nhu cầu VLD như sau:

Nhu cầu VLD = TSLĐ - Tiền & đầu tư ngắn hạn - Các khoản phải trả (5).

Tôi cũng đồng ý với Ths Bùi Biểu Anh rằng khi xác định nhu cầu VLD cho kinh doanh ngắn hạn của doanh nghiệp, luôn phải tính đến cả số dư tiền tối thiểu. Tuy nhiên với nhận định cho rằng, nên chăng trong phần tích tình hình của doanh nghiệp nếu thấy số dư tiền thường xuyên lớn hơn mức tiền tối thiểu cần có (thay vì đầu tư kiểm lời trên số tiền thừa này) thì có thể đưa ra nhận xét về tính thiếu hiệu quả của việc sử dụng vốn trong doanh nghiệp là không hoàn toàn chính xác bởi lẽ số dư tiền tối thiểu chỉ là lượng tiền mà công ty phải dành riêng ra (dưới hình thức tồn quỹ tiền mặt hoặc tiền trên tài khoản) để bảo đảm cho các giao dịch chi tiêu của doanh nghiệp không bị động do thiếu tiền. Trong khi đó số dư tiền thực tế có được trên bảng CĐKT (dự toán) của công ty sau khi dành riêng ra lượng tiền tối thiểu này, phần còn lại sẽ được sử dụng để thanh toán cho các hóa đơn hàng hóa và dịch vụ mua vào, chi trả các khoản nợ đến hạn. Tuy nhiên trong thực tế, số dư tiền trên bảng CĐKT của công ty có thể ở mức quá cao làm cho chi phí nắm giữ tiền

của công ty quá lớn hoặc số dư tiền giảm xuống mức thấp hơn số dư tiền tối thiểu gây nên tình trạng chậm trễ trong thanh toán. Dưới góc độ quản trị tài chính, các nhà khoa học cũng đã đưa ra được hai mô hình sau để giúp các giám đốc tài chính xác định được lượng tiền (tiền mặt và tiền gửi) một cách tối ưu sao cho chi phí nắm giữ lượng tiền này là thấp nhất.

Nhà khoa học người Hoa Kỳ, William Baumol, là người đầu tiên vận dụng mô hình lượng đặt hàng hiệu quả (EOQ) để đưa ra mô hình quản trị tiền mặt tối ưu. Theo ông, trong quá trình tồn quỹ tiền mặt, các công ty phải chịu hai khoản chi phí là: (1) chi phí cơ hội của tiền mặt tồn quỹ được tính bằng lãi suất sinh lợi nếu đem khoản tiền đó đầu tư kiếm lời, (2) chi phí giao dịch cho mỗi lần bán chứng khoán (không phụ thuộc vào giá trị chứng khoán bán mỗi lần). Hai khoản chi phí này cũng tương tự như hai khoản chi phí mà một công ty phải tiêu tốn trong quá trình tồn kho nguyên liệu là: (1) chi phí đặt hàng mỗi lần (không phụ thuộc số lượng hàng đặt) và (2) chi phí bảo quản một đơn vị hàng lưu kho. Do đó từ mô hình lượng đặt hàng hiệu quả chúng ta có thể dễ dàng suy ra mô hình tồn quỹ tiền mặt tối ưu như sau:

Trong đó: C^* là lượng tiền tồn quỹ tối ưu; T là tổng nhu cầu chi tiền cho kỳ kế hoạch; F là chi phí giao dịch cho mỗi lần bán chứng khoán; i là lãi suất sinh lợi của khoản tiền



đầu tư tương ứng với kỳ kế hoạch.

Giả sử công ty M&N có nhu cầu chi tiền trong năm kế hoạch là 1.260 triệu đồng. Chi phí cơ hội được tính dựa vào lãi suất trái phiếu chính phủ là 8%/năm. Chi phí giao dịch mỗi lần bán chứng khoán là 400.000 ngàn đồng. Vậy lượng tiền tồn quỹ tối ưu của công ty trong trường hợp này là: triệu đồng.

Như vậy mỗi lần công ty cần bán một lượng trái phiếu chính phủ có giá trị xấp xỉ 110 triệu đồng, số lần bán chứng khoán trong năm khoảng 12 lần tương đương với thời hạn bán chứng khoán mỗi lần là 1 tháng. Số dư tiền mặt tồn quỹ bình quân là 55 triệu đồng.

Ngoài mô hình quản lý tiền mặt tối ưu nói trên, chúng ta còn có thể sử dụng mô hình quản lý tiền mặt của Miller Orr. Theo Miller - Orr nếu số dư tiền mặt của một công ty tăng đến mức giới hạn trên thì

công ty phải mua chứng khoán vào để đưa số dư tiền mặt trở về mức bình thường còn được gọi là điểm trở lại. Còn nếu khi số dư tiền mặt giảm đến mức tối thiểu (giới hạn dưới) thì công ty phải bán chứng khoán ra để đưa tiền mặt trở về mức bình thường.

Nói tóm lại chỉ khi số dư tiền mặt thường xuyên lớn hơn mức tồn quỹ tiền mặt tối ưu hoặc mức tồn quỹ tiền mặt bình thường chúng ta mới có thể kết luận rằng việc tồn quỹ tiền mặt của công ty trong trường hợp này là không hiệu quả.

Trên đây là những vấn đề xin được trao đổi cùng bạn đọc. Rất mong nhận được những ý kiến phản hồi từ độc giả để những vấn đề nêu trên được trở nên rõ ràng và thống nhất hơn, giúp cho người giảng và người học dễ dàng nắm bắt được vấn đề mà mình đang nghiên cứu.

Đại học Ngân hàng TP.HCM ()*