

Ứng dụng mô hình ngân quỹ tối ưu trong quản trị dòng tiền đối với doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết Việt Nam

NCS. ĐỖ HỒNG NHUNG

Đại học Kinh tế Quốc dân

Quản trị dòng tiền là một phần quan trọng trong quản trị tài chính của doanh nghiệp, trong đó có các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết Việt Nam. Tuy nhiên, các doanh nghiệp chế biến thực phẩm Việt Nam đã chưa quan tâm thỏa đáng đến vấn đề này. Nội dung quản trị dòng tiền đã được các doanh nghiệp này thực hiện như quản lý các khoản phải thu, phải trả, quản lý ngân quỹ thông qua quản lý thu và chi dựa trên báo cáo lưu chuyển tiền tệ. Việc dự báo dòng tiền và khơi thông nguồn vốn tạo tính thanh khoản chưa được thực hiện. Vì vậy, xây dựng mô hình ngân quỹ tối ưu trong quản trị dòng tiền là giải pháp hữu hiệu giúp tăng cường quản trị dòng tiền của các doanh nghiệp này. Thông qua đó, các doanh nghiệp sẽ giảm thiểu được chi phí phát sinh khi tăng dự hoặc thâm hụt ngân quỹ. Trên thế giới, nhiều mô hình ngân quỹ tối ưu đã được nghiên cứu. Vấn đề đặt ra là lựa chọn được mô hình ngân quỹ tối ưu nào phù hợp cho các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết Việt Nam trong giai đoạn kinh tế suy thoái hiện nay.

Từ khóa: Dòng tiền, ngân quỹ, mô hình ngân quỹ tối ưu.

1. Tổng quan nghiên cứu và phương pháp nghiên cứu

1.1. Cơ sở lý luận về mô hình ngân quỹ tối ưu trong quản trị dòng tiền

Theo quan điểm, quản trị dòng tiền được hiểu là số dư tiền tối thiểu (số dư tiền lý tưởng). Các biện pháp nhằm tìm ra số dư tài khoản tiền lý tưởng này, với mục đích sao cho chi phí của số dư tiền này là tối thiểu trong điều kiện vẫn đảm bảo được tính thanh khoản cần thiết. Như vậy, một doanh nghiệp muốn quản trị dòng tiền, cần xây dựng mô hình ngân quỹ tối ưu. Các mô hình nổi tiếng trên thế giới nhằm xác định số dư tiền tối ưu và đảm bảo khả năng thanh toán đã được nghiên cứu như Mô hình Baumol [1], Miller-Orr [5] và Stone [7]. Mô hình quản lý tiền của Baumol và Miller-Orr được dựa trên nguyên tắc quan trọng là xác định số lượng chứng khoán thanh khoản để chuyển đổi sang tiền khi doanh nghiệp cần lượng tiền cần thiết



tăng thêm và ngược lại, xác định số lượng tiền tối thiểu cần chuyển đổi thành chứng khoán thanh khoản khi lượng tiền ở trạng thái dư thừa. Theo các giả tác, có nhiều nhân tố tác động tới số dư tiền mặt cần thiết của doanh nghiệp. Những nhân tố này dẫn tới mô hình quản lý tiền trở lên phức tạp hơn. Đồng tác giả đưa ra các mô hình quản lý tiền, đã lượng hóa và lược bỏ yếu tố khiến mô hình quản lý tiền phức tạp. Các mô hình này được xây dựng dựa trên nguyên tắc phù hợp giữa chi phí và lợi nhuận của việc nắm giữ tiền.

Đối với Mô hình Baumol, hướng tiếp cận của quản lý tiền đơn giản thông qua việc xác định số lượng tiền chuyển đổi nhỏ nhất sao cho chi phí hiệu quả (nhỏ nhất). Tuy nhiên, Mô hình Baumol đưa ra các giải pháp dự trữ như nhau đối với tiền và hàng tồn kho. Mô hình quản lý tiền này dựa trên dòng tiền vào và dòng tiền ra đã được dự báo là chắc chắn. Việc chuyển đổi tiền thành chứng khoán thanh khoản hoặc ngược lại được thực hiện dễ dàng và kiếm được lợi nhuận như mong đợi cho doanh nghiệp. Đây là hạn chế lớn của Mô hình vì tiền có tính thanh khoản cao và luôn luôn biến động. Thêm vào đó, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp luôn tồn tại rủi ro và đôi khi không diễn ra như mong đợi. Trong tác phẩm của Gregor W. Smith (1986) [4], đã đánh giá tính linh hoạt của mô hình Baumol- Tobin về xác định nhu cầu tiền của doanh nghiệp. Điểm hạn chế của Mô

hình Baumol- Tobin đó là quản lý ngân quỹ của doanh nghiệp độc lập với những biến động về thay đổi giá trị và chính sách đối với hàng tồn kho. Vì vậy, việc áp dụng mô hình này vào thực tế kinh doanh của doanh nghiệp là khó khăn.

Tuy nhiên, khi dòng tiền tương lai là không chắc chắn thì mô hình quản lý tiền Miller-Orr sẽ thực tế và phù hợp hơn. Mô hình Miller- Orr đề cập tới quản trị dòng tiền liên tục, căn cứ vào tính thanh khoản và sự nhạy cảm với lãi suất của dòng tiền. Mô hình này được xây dựng dựa trên chi phí nắm giữ tiền tối thiểu dựa trên tiền mặt giới hạn trên và khoảng dao động của tiền. Khoảng dao động của tiền này xác định căn cứ vào lượng dự trữ tiền mặt theo thiết kế. Miller- Orr đưa ra cách xác định khoảng dao động của tiền căn cứ vào 3 giả thuyết: (1) Chi phí chuyển đổi tiền và chứng khoán thanh khoản, và ngược lại; (2) chi phí cơ hội hàng ngày của tiền; (3) sự dao động của dòng tiền ròng hàng ngày (đánh giá mức độ rủi ro của việc nắm giữ tiền).

Baumol và Miller- Orr đưa ra các mô hình khác nhau để quản trị tiền. Tuy nhiên, việc áp dụng những mô hình này vào các loại hình doanh nghiệp khác nhau và có quy mô hoạt động khác nhau lại là hạn chế của mô hình. Ngoài ra, các tác giả đưa ra giải pháp xử lý tiền thặng dư hoặc thâm hụt phù hợp với nền kinh tế đã phát triển, nơi dòng tiền của doanh nghiệp được lưu thông qua

ngân hàng và thị trường chứng khoán phát triển.

Trong nghiên cứu của Stone (1972) về quản lý tiền, Stone đưa ra mô hình gần như tương tự với mô hình Miller- Orr. Tuy nhiên, điểm khác biệt của mô hình Stone với mô hình Miller-Orr đó là mô hình Stone tập trung quản lý số dư tiền hơn là xác định số tiền chuyển đổi tối thiểu. Theo tác giả, quản lý tiền tập trung vào quản lý tiền tối thiểu và tối đa là không cần thiết để đưa ra quyết định đầu tư (mua chứng khoán thanh khoản) hoặc thoái vốn đầu tư (bán chứng khoán thanh khoản hoặc vay nợ) như trong mô hình Miller- Orr. Thay vào đó, các quyết định đầu tư này phụ thuộc vào việc tiên đoán trước dòng tiền trong tương lai. Theo Stone, *khi dự báo được lượng tiền nhàn dỗi, lượng tiền mặt của doanh nghiệp tự động và ngay lập tức quay về trạng thái tiền mặt theo thiết kế (mục tiêu) sau khi lượng tiền của doanh nghiệp đã thay đổi, nhìn chung không phải là tối thiểu.*

Mô hình Stone dựa trên giả thuyết:

Công ty có 2 tài sản là tiền và chứng khoán thanh khoản

Các giao dịch mua và bán chứng khoán thanh khoản được diễn ra tức thời

Dự báo dòng tiền trong tương lai của công ty. Khi tiên hành dự báo mọi thông tin cần có là minh bạch, sẵn có

Công ty nhằm duy trì số dư tiền mặt nhất định. Trong nỗ lực duy trì này, công ty có thể phải lên kế hoạch sử dụng tín



dụng và hỗ trợ của ngân hàng.

Dựa trên phân tích hướng tiếp của của Mô hình Miller-Orr và Stone, có thể thấy, Mô hình Stone không đưa ra bất kỳ hướng dẫn nào để xác định tiền mặt giới hạn dưới, trong khi đó mô hình Miller-Orr có thể phải thực hiện ước tính lượng tiền mặt giới hạn dưới này để xác định lượng tiền mặt mục tiêu. Theo Stone, lượng tiền mặt giới hạn dưới được xác định dựa trên kinh nghiệm và quan điểm cá nhân của nhà quản trị tài chính. Do vậy, không thể khẳng định được mô hình này hướng tới chính sách chi phí tối thiểu (Pinches, 1997) [6].

Những mô hình trên nhằm để xác định số dư tiền mục tiêu bị hạn chế. Do vậy, các công ty sẽ thấy những mô hình này hữu ích hơn bởi vì những khái niệm của mô hình thay vì xác định thực sự số dư tiền mặt theo thiết kế (Brigham và Dave, 2004 [2]). Daellenbach (1974) [3] đã đưa thêm giả thuyết của những mô hình này khi tác giả tìm ra sự không phù hợp của mô hình. Chẳng hạn, giả thuyết được đưa ra trong những mô hình trên là danh mục tài sản chỉ bao gồm 2 tài sản (tiền và chứng khoán thanh khoản). Trên thực tế, nhiều công ty duy trì 3 tài sản trong danh mục bao gồm tiền, chứng khoán thanh khoản và nợ ngắn hạn. Như vậy, những giả thuyết về chi phí giao dịch liên quan tới quản trị tiền có thể không còn phù hợp, vì các công ty đã dự báo dòng tiền trong ngắn hạn và chi phí giao dịch là không đáng kể

Bảng 1. Số lượng doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm theo tiêu chí phân loại của ICB

Đơn vị: doanh nghiệp

Năm	DN ngành Thực phẩm	DN ngành Nuôi trồng nông & hải sản	DN ngành chế biến thực phẩm
2007	9	12	21
2008	15	15	30
2009	16	16	32
2010	21	24	45
2011	23	25	48
2012	26	27	53
31/5/2013	26	27	53

Nguồn: Stoxplus.com.vn và tính toán của tác giả

và do vậy sẽ không đưa chi phí này vào tài khoản tiền bởi các quyết định quản lý tiền của nhà quản trị tài chính.

Việc đánh giá thực trạng ngân quỹ các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết Việt Nam dưới đây sẽ cho phép lựa chọn mô hình ngân quỹ tối ưu nào là phù hợp.

1.2. Phương pháp nghiên cứu

Kết hợp phương pháp định tính và định lượng để phân tích lựa chọn và xây dựng mô hình ngân quỹ tối ưu cho phù hợp với các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết Việt Nam.

Phương pháp định tính: (i) Phân tích số liệu dựa trên thông tin thứ cấp. Nguồn là các báo cáo tài chính được cung cấp bởi Công ty Dữ liệu và Truyền thông Tài chính Stoxplus; (ii) Phỏng vấn sâu giám đốc tài chính và nhân viên quản lý hóa đơn chứng từ. Tham vấn ý kiến chuyên gia nghiên cứu về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, về quản trị dòng tiền để có những định hướng, nhận định ban đầu về dự báo dòng tiền của các doanh nghiệp chế

biến thực phẩm niêm yết trên TTCK Việt Nam.

Phương pháp định lượng: Lượng hóa số liệu dựa trên thông tin báo cáo tài chính thứ cấp, từ đó xây dựng mô hình dự báo dòng tiền phù hợp với các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết.

Biến nghiên cứu: Nhu cầu tiền dự báo, doanh thu thuần, khoản phải thu, phải trả, hàng tồn kho, dòng tiền vào, dòng tiền ra.

Phạm vi nghiên cứu: 53 doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2007- 2012.

2. Đánh giá thực trạng ngân quỹ và ứng dụng xây dựng mô hình ngân quỹ tối ưu tại Công ty Thủy sản Minh Phú

2.1. Đặc trưng của doanh nghiệp chế biến thực phẩm ảnh hưởng tới ngân quỹ và xây dựng ngân quỹ tối ưu

Hiện tại, nhiều tiêu chuẩn được áp dụng để phân ngành cho các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán. Theo cấu trúc phân ngành 4 cấp của ICB (Industry Classifi-



cation Benchmark), các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được phân chia ngành theo tỷ trọng doanh thu hoạt động chính và chiếm tỷ trọng giá trị cao trong tổng doanh thu. Căn cứ theo tiêu chuẩn này, doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết (DN CBTPNY) trên thị trường chứng khoán (TTCK) Việt Nam hiện nay được xếp vào ngành cấp 3, gồm 53 doanh nghiệp¹, bao gồm 2 ngành cấp 4 là thực phẩm và nuôi trồng nông & hải sản. Cụ thể:

Đặc trưng hoạt động kinh doanh và sản phẩm của ngành gắn với điều kiện thuận lợi của Việt Nam là sản phẩm thực phẩm thiết yếu và nuôi trồng nông và hải sản. Trong đó, số lượng các DN thực phẩm và nuôi trồng nông và hải sản chiếm tỷ trọng là tương đương nhau. Mặc dù vậy, ngành công nghiệp chế biến thực phẩm nhìn chung vẫn còn rất manh mún, ngoại trừ một số lĩnh vực chủ chốt chẳng hạn như bơ sữa và bánh kẹo.

2.2. Thực trạng ngân quỹ của doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết trên TTCK Việt Nam

a. Về ngân quỹ

Dòng tiền của DN bao gồm dòng tiền đối trọng và dòng tiền độc lập. Dòng tiền đối trọng bắt nguồn từ hoạt động sản xuất kinh doanh của DN, bao gồm: Dòng tiền đối trọng trực tiếp, dòng tiền đối trọng kỳ hạn

và dòng tiền đối trọng đa dạng. Bên cạnh dòng tiền đối trọng trực tiếp, dòng tiền đối trọng kỳ hạn thường xuyên xuất hiện từ quan hệ mua bán trả chậm của DN. Như vậy, dòng tiền thường có độ trễ nhất định về thời gian. Ngân quỹ (tiền cuối kỳ) là chênh lệch giữa dòng tiền vào và dòng tiền ra. Căn cứ vào đó DN xác định được ngân quỹ thặng dư hay thâm hụt, từ đó đưa ra các quyết định đầu tư hay tìm nguồn tài trợ. Ngân quỹ là vấn đề rất quan trọng đối với các DN nói chung và DN CBTPNY nói riêng.

Theo kết quả phỏng vấn và phân tích số liệu, các DN CBTPNY thường xác định trạng thái của ngân quỹ theo thời gian của dự báo. Ví dụ: DN Đồ hộp Hạ Long xác định trạng thái của ngân quỹ theo chu kỳ 15 ngày/lần. Đối với DN này, dòng tiền vào và dòng tiền ra thường ổn định, nên không có quyết định nào quá đột biến với vấn đề ngân quỹ. Hầu hết các DN được phỏng vấn đều đồng ý với quan điểm là phải xác định ngân quỹ và cho đây là vấn đề quan trọng cần được quan tâm. Tuy nhiên, về thời gian xác định và theo dõi, các DN chưa thực sự quan tâm thỏa đáng tới vấn đề này. Thông thường, hầu hết các DN chú trọng nhiều tới cân đối dòng tiền ra trên cơ sở dòng tiền vào. Vì vậy, các quyết định đưa ra với trạng thái thặng dư hoặc thâm hụt ngân quỹ chưa được tập trung quan tâm.

b. Xây dựng ngân quỹ tối ưu

Các quyết định đưa ra để xử

lý trạng thái thặng dư hoặc thâm hụt ngân quỹ chưa được các DN này thực sự quan tâm. Theo kết quả phỏng vấn chuyên gia và DN CBTPNY, hầu hết các DN này đều chưa áp dụng mô hình cụ thể nào vào quản trị dòng tiền. Các DN cũng đã thực hiện một số hoạt động nhất định nhằm quản trị dòng tiền của họ, song chưa thực sự đầy đủ. Thông thường, kế toán trưởng hoặc giám đốc tài chính xác định mức tồn quỹ tối thiểu dựa trên kinh nghiệm quản lý và kế hoạch dòng tiền ngắn hạn. Yếu tố kinh nghiệm quản lý tác động lớn tới số tiền tồn quỹ. Số tiền tồn quỹ được dự trữ dưới 2 dạng cơ bản là tiền mặt tại kết của doanh nghiệp và tiền gửi thanh toán không kỳ hạn tại các NHTM. Theo đặc thù sản xuất kinh doanh, sản phẩm tiêu thụ của các DN này thường thông qua các đại lý, siêu thị hoặc xuất khẩu. Về cơ bản, giá trị thường khá lớn. Do vậy, hoạt động thanh toán không dùng tiền mặt qua các ngân hàng thương mại thường xuyên diễn ra, đặc biệt với hoạt động xuất khẩu. Đối với dòng tiền ra, DN cũng thực hiện theo 2 kênh thanh toán bằng tiền mặt hoặc không dùng tiền mặt qua tài khoản thanh toán tại NHTM. Tuy nhiên, chi bằng tiền mặt tại quỹ của doanh nghiệp tương đối lớn đặc biệt là nhóm DN đầu vào là sản phẩm nông nghiệp như nông sản, thủy sản.

Theo kết quả khảo sát, ngân quỹ của các DN CBTPNY dưới dạng 2 dạng: (i) tiền mặt tại quỹ

¹ Báo cáo phân tích ngành thực phẩm chế biến của công ty Dữ liệu và truyền thông tài chính Stoxplus



Bảng 2. Số lượng doanh nghiệp đáp ứng tiêu chí tỷ trọng tiền/dự trữ tiền của DN (ngày 31/12/2012)

Tiêu chí	Số doanh nghiệp
Tiền >50% dự trữ tiền	34
Tiền <50% dự trữ tiền	19
Tiền = 100% dự trữ tiền	23
Khoản tương đương tiền > 90% dự trữ tiền	7

Nguồn: Stoxplus.com.vn và tính toán của tác giả

và tiền gửi thanh toán không kỳ hạn tại NHTM; (ii) khoản tương đương tiền. Cụ thể số liệu tổng hợp tính tới thời điểm ngày 31/12/2012 như bảng 2.

Qua Bảng 2 trên cho thấy, đến ngày 31/12/2012 số lượng DN CBTPNY có tỷ trọng khoản mục tiền/khoản mục tiền và tương đương tiền lớn hơn 50% là 34 doanh nghiệp, khoảng 65%, trong đó cá biệt có những DN tỷ trọng này là 100%, nghĩa là khoản mục tương đương tiền của các DN này bằng 0. Số lượng DN như vậy lên tới 23 doanh nghiệp (khoảng 44%). Như vậy, các DN CBTPNY duy trì dự trữ bằng tiền là khá lớn. Mặc dù vậy, nhiều DN trong ngành lại ưu tiên sử dụng khoản tương đương tiền là chủ yếu. Số lượng DN có tỷ trọng khoản tương đương tiền/khoản mục tiền và tương đương tiền lớn hơn 50% là 23 doanh nghiệp, đặc biệt có 7 doanh nghiệp tỷ trọng này nhỏ hơn 90%.

Theo phân tích trên cho thấy, việc dự trữ tiền của các DN CBTPNY không có đặc thù riêng, không có sự khác biệt giữa DN thực phẩm hay nông sản và hải sản. Tuy nhiên, qua phân tích mối quan hệ giữa tổng vốn và tỷ trọng tiền/dự trữ tiền có thể thấy, hầu hết các

DN có quy mô vốn nhỏ (so với các DN trong ngành) lựa chọn chính sách dự trữ 100% tiền tại quỹ và tiền tại tài khoản thanh toán không kỳ hạn tại NHTM.

Cũng theo kết quả phân tích số liệu và phỏng vấn sâu, mức tồn quỹ tối ưu, dự trữ tiền tối thiểu và tối đa của các DN này chưa được xác định thành mục tiêu cụ thể và đặt trọng tâm trong lập kế hoạch dòng tiền. Tuy nhiên, với kinh nghiệm quản lý của kế toán trưởng và giám đốc tài chính của các DN này, họ có thể nhận diện được các dòng tiền lớn và ước lượng giá trị của các dòng tiền nhỏ phát sinh thường xuyên. Nhìn chung, vì đặc thù ngành

sản xuất, dòng tiền của doanh nghiệp là thường xuyên phát sinh nên người quản lý tiền của doanh nghiệp cố gắng cân đối giữa dòng tiền ra và dòng tiền vào. Đặc biệt với các doanh nghiệp này, yếu tố mùa vụ thể hiện rất rõ nét. Vì vậy, trạng thái thặng dư và thâm hụt ngân quỹ theo mùa vụ là tất yếu.

Có thể tìm hiểu một ví dụ đánh giá về tính mùa vụ của dòng tiền Công ty Thủy sản Minh Phú giai đoạn 2007-2012. Kết quả như hình 1.

Theo kết quả chạy số liệu thống kê trên cho thấy, các giá trị mùa vụ (Seasonals) của các quý trong năm 2012 biến động lớn. Cụ thể: Quý I/2012 dòng tiền là (35.755) trong khi đó Quý II/2012 dòng tiền là 94.676, đến Quý III/2012 dòng tiền lại rơi vào trạng thái âm là (146.839). Như vậy, dòng tiền của CTCP Minh Phú mang tính mùa vụ rất rõ nét. Dòng tiền của Công ty Thủy sản Minh

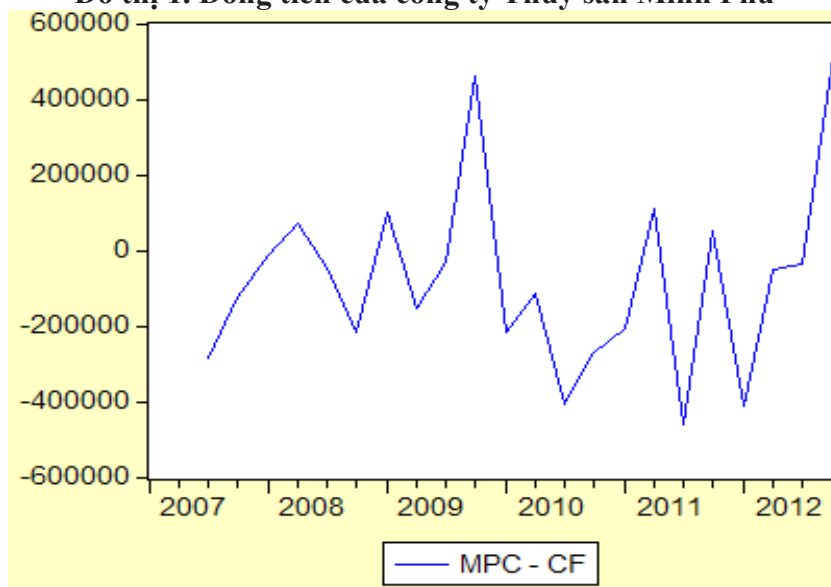
Hình 1. Tính mùa vụ về dòng tiền của công ty Thủy sản Minh Phú

Sample: 2007Q3 2012 Q4			
Included observations: 22			
Method: Holt-Winters Additive Seasonal			
Original Series: SER01			
Forecast Series: SER01SM			
Parameters:	Alpha		0.0300
	Beta		0.4501
	Gamma		0.0100
	Sum of Squared Residuals		1.15E+12
	Root Mean Squared Error		229055.2
End of Period Levels:	Mean		-136710.8
	Trend		4674.408
	Seasonals:	2012Q1	-35755.11
		2012Q2	94676.46
		2012Q3	-146839.6
		2012Q4	87918.24

Nguồn: Stockplus.com.vn và tính toán của tác giả



Đồ thị 1. Dòng tiền của công ty Thủy sản Minh Phú



Nguồn: stockplus.com.vn và tính toán của tác giả

Phú được thể hiện qua đồ thị 1.

Qua đồ thị 1 có thể thấy dòng tiền hoạt động của công ty Thủy sản Minh Phú có tính mùa vụ. Xu hướng biến động của dòng tiền rất lớn, xen những quý có dòng tiền dương là những quý có dòng tiền âm. Trạng thái thặng dư hoặc thâm hụt ngân quỹ của Minh Phú thường xuyên diễn ra trong giai đoạn nghiên cứu từ 2007-2012. Vì vậy, thực tế cho thấy Công ty đã chưa làm tốt việc dự báo dòng tiền và xác định ngân quỹ tối ưu.

2.3. Thực trạng xử lý trạng thái ngân quỹ tối ưu của các DN CBTPNY trên TTCK Việt Nam

Mặc dù hầu hết các DN CBTPNY chưa xác định mức tồn quỹ tối ưu, song nhà quản trị dòng tiền (Giám đốc tài chính, kế toán trưởng) thường xuyên theo dõi cân đối ngân quỹ (cân đối giữa dòng tiền ra và dòng tiền vào). Sự cân đối

ngân quỹ đã hình thành nên các trạng thái ngân quỹ như thặng dư, thâm hụt hoặc vừa đủ (ngân quỹ bằng 0). Các DN CBTPNY đã xử lý trạng thái ngân quỹ để đảm bảo khả năng thanh toán, cụ thể như sau:

Chính sách đầu tư

Khi ngân quỹ thặng dư, các DN CBTPNY đưa ra quyết định đầu tư nhằm tăng lợi nhuận kỳ vọng thay vì để tiền nhàn rỗi, mức sinh lời thấp. Theo kết quả phỏng vấn, các DN này lựa chọn 2 kênh đầu tư chủ yếu là:

Tiền gửi có kỳ hạn tại NHTM

Đầu tư trên thị trường chứng khoán, tập trung chủ yếu vào đầu tư cổ phiếu.

Tuy nhiên, hầu hết các DN đều lựa chọn gửi tiền ngắn hạn tại NHTM. Đây là kênh có rủi ro thấp, an toàn trong ngắn hạn. Khi đưa ra quyết định đầu tư này, các DN không đòi hỏi mục tiêu sinh lời cao, mà mục đích chính là đảm bảo an toàn thanh khoản.

Mặc dù vậy, trong giai đoạn thị trường chứng khoán “bùng nổ” năm 2006-2008, một số DN đã đầu tư cổ phiếu, song lợi nhuận không đạt mức kỳ vọng. Hiện tại, một số doanh nghiệp vẫn tiếp tục phải duy trì danh mục đầu tư ngắn hạn này và thực hiện trích lập dự phòng.

Chính sách tài trợ

Khi DN bị thâm hụt ngân quỹ, dòng tiền vào nhỏ hơn dòng tiền ra, DN sẽ tìm kiếm nguồn tài trợ cho sự thiếu hụt này. Chính sách được hầu hết các DN CBTPNY ưu tiên là tự tài trợ. Các DN này tự cân đối dòng tiền vào và dòng tiền ra. Trong giai đoạn khó khăn, họ sẽ cân đối dòng tiền ra dựa trên dòng tiền vào. Bên cạnh đó, các DN này tài trợ bằng đi vay ngắn hạn NHTM. Có hai hình thức họ thường sử dụng là vay hạn mức và vay từng lần. Đối với vay hạn mức, DN lựa chọn NHTM có mối quan hệ hợp tác lâu dài, thông thường lãi suất thấp hơn. Đối với vay từng lần, DN có thể lựa chọn NHTM có quan hệ hợp tác lâu dài hoặc NHTM mới hoặc ít giao dịch. Tuy nhiên, chi phí cho nguồn tài trợ này thường cao hơn.

Ngoài tự tài trợ và vay ngắn hạn NHTM, gần như không có DN nào thực hiện mua bán chứng khoán thanh khoản nhằm mục đích đảm bảo an toàn cho hoạt động thanh toán.

Chính sách thanh toán

Như đã phân tích ở trên, nguồn tài trợ được DN ưu tiên lựa chọn là tự tài trợ. DN cân đối dòng tiền vào và dòng tiền ra. Vì vậy, tùy theo trạng thái



của ngân quỹ mà chính sách thanh toán cũng được thay đổi linh hoạt.

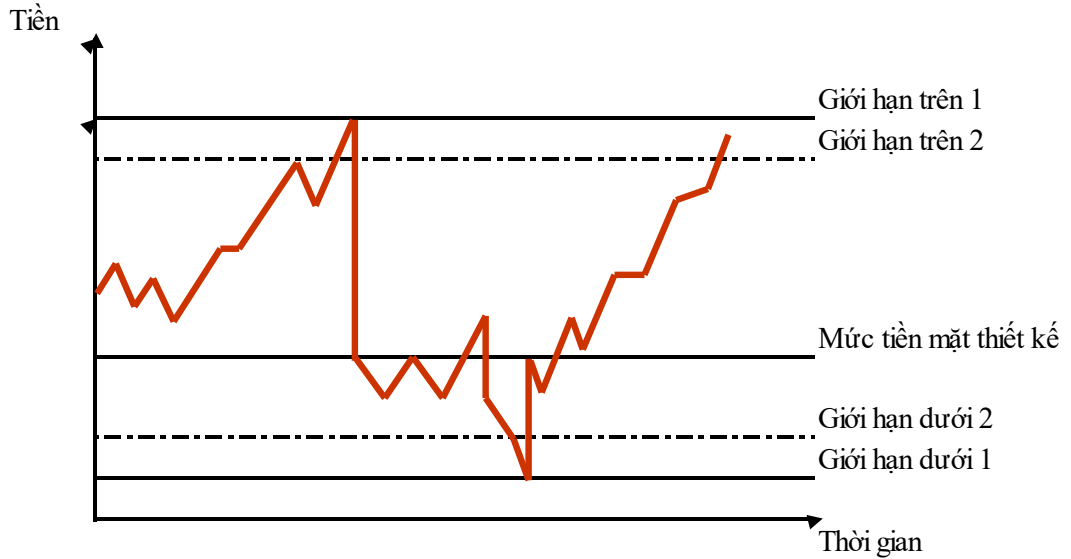
Khi ngân quỹ thặng dư, chính sách thanh toán sẽ linh hoạt hơn, cho phép khách hàng mua trả chậm giá trị lớn hơn, gia hạn cho những

khoản nợ cũ, trả nợ trước hạn, thậm chí ứng trước tiền cho nhà cung cấp, đầu tư thêm vào hàng tồn kho... Với chính sách thanh toán linh hoạt như vậy, DN đảm bảo được khả năng thanh toán, tăng cơ hội kinh doanh từ đó gia tăng lợi nhuận trong tương lai. Mặc dù vậy, tăng giá trị phải thu, gia hạn nợ,... sẽ làm gia tăng chi phí theo dõi và thu hồi công nợ và rủi ro.

Khi ngân quỹ thiếu hụt, DN thực hiện chính sách thanh toán thắt chặt hơn. DN tăng cường thu hồi công nợ, giảm giá trị bán chịu, giảm đầu tư vào hàng tồn kho và trì hoãn có thể khoản phải trả. Với chính sách thắt chặt như vậy, dòng tiền của DN được tăng cường và khả năng thanh toán được đảm bảo. Tuy nhiên, quy mô tiêu thụ bị ảnh hưởng, chi phí theo dõi và thu hồi công nợ giảm, rủi ro phát sinh nợ xấu giảm song rủi ro kinh doanh tăng.

3. Đề xuất ứng dụng mô

Đồ thị 2. Mô hình quản trị dòng tiền Stone



Nguồn: [70]

hình ngân quỹ tối ưu trong quản trị dòng tiền cho các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết Việt Nam

Theo kết quả phân tích và đánh giá việc xây dựng ngân quỹ tối ưu, có thể thấy các DN CBTPNY chưa thực hiện đầy đủ nội dung xây dựng ngân quỹ tối ưu. Đây là nguyên nhân trực tiếp tác động tới quản trị dòng tiền của các doanh nghiệp này.

Sau khi đối chiếu giữa cơ sở lý thuyết xây dựng mô hình ngân quỹ tối ưu và điều kiện Việt Nam, có thể thấy mô hình quản lý dòng tiền liên tục là phù hợp. Mô hình quản lý dòng tiền liên tục được lựa chọn là mô hình quản lý tiền Miller- Orr và mô hình quản lý tiền Stone. Theo hai mô hình này, dòng tiền của doanh nghiệp vận động liên tục (theo ngày), tiền mặt dự trữ tối thiểu và tiền mặt dự trữ tối đa được xác định dựa trên sự vận động của dòng tiền, nhu cầu tiền của doanh nghiệp, chi phí cơ hội và chi phí giao dịch.

Về cơ bản, mô hình quản lý tiền Stone được xây dựng dựa trên mô hình quản lý tiền Miller- Orr. Tuy nhiên, điểm khác biệt của mô hình Stone là:

- Xác lập 2 giới hạn dưới và 2 giới hạn trên của tiền. Khi vận dụng mô hình vào điều kiện thực tiễn Việt Nam có thể thấy, trong giai đoạn này thị trường tài chính Việt Nam có nhiều biến động. Do vậy, việc duy trì 2 giới hạn trên và 2 giới hạn dưới giúp giảm thiểu rủi ro thiếu hụt hoặc thặng dư ngân quỹ của DN.

- Các quyết định đầu tư này phụ thuộc vào việc tiên đoán trước dòng tiền trong tương lai. Theo Stone, *khi dự báo được lượng tiền nhận đổi, lượng tiền mặt của doanh nghiệp tự động và ngay lập tức quay về trạng thái tiền mặt theo thiết kế (mục tiêu) sau khi lượng tiền của doanh nghiệp đã thay đổi, nhìn chung không phải là tối thiểu.*

- Để duy trì số dư tiền mặt nhất định, công ty phải lên kế



hoạch sử dụng tín dụng và hỗ trợ của ngân hàng.

Thêm vào đó, thực tế cho thấy TTCK Việt Nam đang gặp nhiều khó khăn. Do vậy hoạt động đầu tư ngắn hạn thông qua thị trường này là không hiệu quả.

Với những đặc tính ưu việt của mô hình quản lý tiền Stone và điều kiện suy thoái kinh tế Việt Nam hiện nay, giải pháp xây dựng ngân quỹ tối ưu cho DN dựa trên mô hình quản lý tiền Stone được lựa chọn.

Theo mô hình Stone về quản trị dòng tiền, giới hạn trên 1 và giới hạn dưới 1 giống với tiền mặt giới hạn trên và tiền mặt giới hạn dưới trong mô hình Millerr- Orr. Khi tiền mặt chạm hoặc vượt quá tiền mặt giới hạn trên 1 hoặc tiền mặt giới hạn dưới 1 thì giám đốc tài chính sẽ phải dự đoán trong một vài ngày tới liệu số dư tiền có giảm về trong giới hạn cho phép là tiền mặt giới hạn trên 2 và tiền mặt giới hạn dưới 2 không. Nếu trong ngắn hạn, số dư tiền mặt được dự báo là quay về trong khoảng dao động giữa tiền mặt giới hạn trên và tiền mặt giới hạn dưới thì doanh nghiệp sẽ không phải thực hiện bất kỳ quyết định nào liên quan tới dòng tiền. Tuy nhiên, nếu số dư tiền được cho là không quay được về mức dự trữ dao động trong giới hạn trên 2 và giới hạn dưới 2, thì doanh nghiệp sẽ phải mua hoặc bán chứng khoán thanh khoản.

Mô hình Stone giả định rằng trong danh mục tài sản của doanh nghiệp có 2 tài sản

đó tiền và chứng khoán thanh khoản. Song, thực tiễn quản trị dòng tiền của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm Việt Nam đã chỉ ra rằng, danh mục tài sản của các doanh nghiệp này thường có 3 loại tài sản (tiền, chứng khoán thanh khoản, vay ngắn hạn). Vì vậy, chi phí giao dịch trong hoạt động chuyển đổi chứng khoán thanh khoản thành tiền khi thâm hụt tiền và ngược lại, chuyển đổi tiền thành chứng khoán thanh khoản khi thặng dư tiền sẽ không phù hợp. Vì vậy, bên cạnh việc chuyển đổi giữa tiền và chứng khoán thanh khoản, các doanh nghiệp cần chú ý tới các khoản vay ngắn hạn. Như vậy, các doanh nghiệp này cần thực hiện dự báo dòng tiền trong ngắn hạn để duy trì được chi phí giao dịch thấp.

Mức tiền mặt theo thiết kế được xác định dựa trên nguyên tắc chi phí dự trữ tiền là tối thiểu dựa theo phân tích ở Mô hình Baumol, thì lượng tiền mặt dự trữ tối ưu Z^* được xác định như sau:

$$Z^* = \sqrt{\frac{2Cb_xT}{i}} \quad (1)$$

Trong đó:

C_b = Chi phí giao dịch cho một lần bán chứng khoán thanh khoản

i = Lãi suất/ngày

Z^* = Tổng mức tiền mặt giải ngân hàng năm

T = Tổng nhu cầu tiền cần thiết

Theo công thức (1), có 3 nhân tố tác động tới mức dự trữ tiền tối ưu là:

- Tổng nhu cầu tiền cần thiết
- Lãi suất (chi phí cơ hội của tiền)

- Chi phí giao dịch

Về cơ bản lãi suất và chi phí giao dịch được quy định bởi Ngân hàng Nhà nước (NHNN) và Bộ Tài chính. Do vậy, trong phạm vi nghiên cứu của đề tài, không lượng hóa tác động của các nhân tố từ môi trường vĩ mô.

Hầu hết các DN CBTPNY không đầu tư chứng khoán thanh khoản đối với khoản tiền nhàn rỗi. Vì vậy lãi suất i được áp dụng lãi suất tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng. Theo công bố lãi suất của NHNN và tính toán của tác giả, lãi suất tiền gửi tiết kiệm kỳ hạn 12 tháng bình quân từ năm 2010-27/6/2013 là 11,25%.

Tính tới ngày 27/6/2013, Thống đốc NHNN đã ký các Thông tư số 15/2013/TT-NHNN Quy định lãi suất tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng chính thức giảm xuống 1,2%/năm. Vì vậy, chi phí cơ hội bị bỏ qua khi DN để tại tài khoản không kỳ hạn của ngân hàng thương mại (NHTM) là 10,05%.

Chi phí giao dịch của 1 lần chuyển đổi chứng khoán thanh khoản thành tiền và ngược lại được xác định dựa trên Thông tư số 38/2011/TT-BTC ngày 16/3/2011 của Bộ Tài chính. Theo Thông tư 38 này, chi phí giao dịch của cổ phiếu và chứng chỉ quỹ từ 0,15%- 0,5% giá trị giao dịch. Đối với khoản tiền đầu tư từ thặng dư ngân quỹ thường có giá trị không



quá cao, vì vậy chi phí giao dịch là 0,5% được áp dụng trong nghiên cứu này.

Như vậy, để xây dựng mô hình ngân quỹ tối ưu, DN cần thực hiện các bước như sau:

Bước 1: Thiết lập giới hạn dưới cho tồn quỹ. Giới hạn này liên quan tới mức độ an toàn chi tiêu.

Căn cứ vào mức tồn quỹ (tiền và khoản tương đương tiền) hàng quý trong giai đoạn từ 2007- 2012, kết hợp với nhu cầu tiền trong thời gian năm

tiếp theo và phỏng vấn Kế toán trưởng/Giám đốc tài chính, lượng dự trữ tiền tối thiểu được xác định.

Bước 2: Ước lượng độ lệch chuẩn của dòng tiền hàng ngày

Độ lệch chuẩn và phương sai thu- chi ngân quỹ quá được xác định bằng cách thu thập dữ liệu quá khứ về chênh lệch giữa dòng tiền vào và dòng tiền ra hàng ngày qua một thời kỳ.

Bước 3: Xác định lãi suất để xác định chi phí cơ hội

Hầu hết các DN CBTPNY không thực hiện đầu tư chứng khoán ngắn hạn với mục đích đảm bảo an toàn cho hoạt động thanh toán. Do đó, chi phí cơ hội căn cứ vào lãi suất theo quy định của NHNN đối với hoạt động huy động vốn của các NHTM. Như đã phân tích ở trên, lãi suất được lựa chọn phụ thuộc vào từng giai đoạn dự báo.

Bước 4: Ước lượng chi phí giao dịch liên quan tới việc mua hoặc bán chứng khoán

Nghiên cứu tình huống: Ứng dụng mô hình Stone để xây dựng mô hình ngân quỹ tối ưu cho Công ty Cổ phần NTACO

Bước 1: Thiết lập giới hạn dưới cho tồn quỹ. Giới hạn này liên quan tới mức độ an toàn chi tiêu.

Căn cứ vào mức tồn quỹ (tiền và khoản tương đương tiền) hàng quý trong giai đoạn từ 2007- 2012, kết hợp với nhu cầu tiền trong thời gian năm tiếp theo và phỏng vấn Kế toán trưởng/Giám đốc tài chính, lượng dự trữ tiền tối thiểu được xác định.

$$L = 23.935,2 \text{ tr.đ}$$

Bước 2: Ước lượng độ lệch chuẩn của dòng tiền hàng ngày

Theo số liệu lịch sử dòng tiền của NTACO, phương sai thu chi ngân quỹ được xác định là: $V_b = 7.221.778.859,1$ tr.đ.

Bước 3: Xác định lãi suất để xác định chi phí cơ hội

NTACO không thực hiện đầu tư chứng khoán ngắn hạn với mục đích đảm bảo an toàn cho hoạt động thanh toán. Do đó, chi phí cơ hội căn cứ vào lãi suất theo quy định của NHNN đối với hoạt động huy động vốn của các NHTM. Như đã phân tích ở trên, **lãi suất là 10,05%/năm.**

Bước 4: Ước lượng chi phí giao dịch liên quan tới việc mua hoặc bán chứng khoán ngắn hạn

NTACO không thực hiện giao dịch đầu tư chứng khoán ngắn hạn cho mục đích đảm bảo khả năng thanh toán và chi phí giao dịch huy động tiền gửi ngân hàng là không đáng kể (theo kết quả phỏng vấn). Do đó, chi phí giao dịch là không đáng kể ($C_b = 1$).

Áp dụng công thức xác định khoảng dao động của tiền mặt như sau: $d = 3\sqrt{\frac{3C_b x V_b}{4i}}$

Do đó, dự trữ tiền tối ưu là: $Z^* = 3\sqrt{\frac{3C_b x V_b}{4i}} + L$

- Trong đó: V_b : Phương sai của lượng tiền tồn quỹ hàng kỳ
 C_b : Chi phí giao dịch để huy động vốn hoặc bán chứng khoán
 i : Lãi suất từ tiền gửi có kỳ hạn NHTM hoặc đầu tư chứng khoán
 L : Tiền tồn quỹ

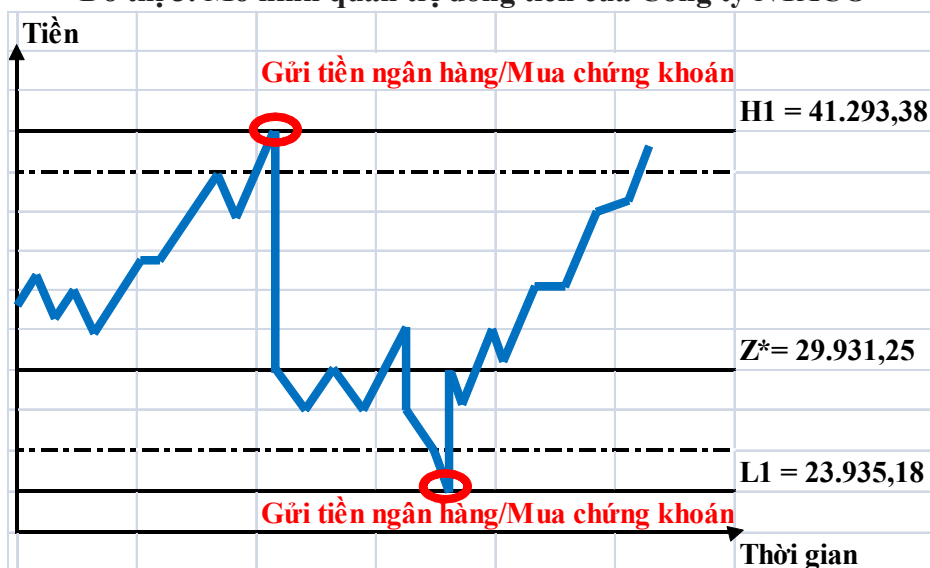
Vậy, lượng dự trữ tiền tối ưu: $Z^* = 3\sqrt{\frac{3x1x7.221.778.859,1}{10,05\%}} + 23.935,2$

Lượng dự trữ tiền tối ưu = 29.931,25 tr.đ

Mức tồn quỹ giới hạn trên: $H = 3Z - 2L = 41.293,38$



Đồ thị 3. Mô hình quản trị dòng tiền của Công ty NTACO



ngắn hạn

Chi phí giao dịch được quy định trong Thông tư số 38/2011/TT-BTC ngày 16/3/2011 của Bộ Tài chính (như đã trình bày ở trên).

Bước 5: Xử lý thặng dư hoặc thâm hụt ngân quỹ

Căn cứ vào các trạng thái khác nhau của ngân quỹ, doanh nghiệp sẽ thực hiện xử lý phù hợp.

- Khi thiếu hụt ngân quỹ:

Chuyển các chứng khoán thành tiền

Rút tiền từ tài khoản tiền gửi có kỳ hạn

Vay thấu chi tại ngân hàng

- Khi thặng dư ngân quỹ:

Gửi tiền có kỳ hạn tại NH

Mua chứng khoán an toàn và thanh khoản

4. Kết luận

Xây dựng ngân quỹ tối ưu được xem là nỗ lực nhằm giảm thiểu chi phí của việc dự trữ tiền, bên cạnh đó doanh nghiệp sẽ chủ động lựa chọn kênh đầu tư (khi thặng dư ngân quỹ) và kênh tài trợ (khi thâm hụt ngân

quỹ).

Kết hợp cơ sở lý luận và kết quả khảo sát, phỏng vấn, có thể thấy mặc dù các DN này đã đạt được một số kết quả về xây dựng ngân quỹ tối ưu, song vẫn tồn tại nhiều hạn chế. Hạn chế quan trọng là các DN này chưa thực sự quan tâm tới mô hình ngân quỹ tối ưu. Họ chưa lựa chọn mô hình nào cho xác lập ngân quỹ tối ưu. Từ đó cho thấy, nhu cầu tiền chưa được xác định phù hợp cho hoạt động kinh doanh, dòng tiền âm theo quý là phổ biến ở nhiều doanh nghiệp. Vì vậy, dựa trên kết quả nghiên cứu của những học giả trên thế giới, tác giả kế thừa mô hình ngân quỹ tối ưu và xây dựng nó phù hợp với điều kiện Việt Nam. ■

Tài liệu tham khảo

1. Baumol, J. W., November 1952, *The Transactions Demand For Cash: An Inventory Theoretic Approach*, *Quarterly Journal of Economics*.
2. Brigham, E. F., & Daves, P. R., 2004, *Intermediate Financial Man-*

agement (8th edition), Mason: Thomson South-Western.

3. Daellenbach, H. G., September, 1974, *Are cash management optimization models worthwhile?*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(4), 607-626.

4. Gregor W. Smith, 1986, *A Dynamic Baumol-Tobin Model of Money Demand*, *Oxford Journals, the review of economic studies*, Volume 53, Issue 3.

5. Modigliani, F.; Miller, M. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *American Economic Review* 48 (3).

6. Pinches, G. E., 1997, *Essentials of financial management 4th edition*, Addison-Wesley Educational Publishers, Inc., London.

7. Stone, B. K., & Wood, R. A. (1977), *Daily Cash Forecasting: A Simple Method for Implementing the Distribution Approach*, *Financial Management*.

8. Công ty Dữ liệu và truyền thông tài chính Stock plus (2013), *Báo cáo phân tích ngành thực phẩm chế biến*, truy cập ngày 31/5/2013 từ <http://www.Stoxplus.com.vn>.