

LUẬN BÀN VỀ QUẢN TRỊ DÒNG TIỀN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP CHẾ BIẾN THỰC PHẨM NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Vũ Duy Hào*, Đỗ Hồng Nhung**

Quản trị dòng tiền là một trong những nội dung quan trọng của quản trị tài chính doanh nghiệp. Đặc biệt trong giai đoạn hiện nay, các doanh nghiệp nói chung và các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết nói riêng đang phải đối mặt với nhiều khó khăn. Một trong những khó khăn đã ảnh hưởng lớn tới hoạt động của các doanh nghiệp này là tính thanh khoản thấp và chi phí tài chính leo thang. Vấn đề đặt ra là các doanh nghiệp này đã quản trị dòng tiền ra sao? Làm thế nào để xác định được lượng dự trữ tiền mặt cần thiết để tăng tính thanh khoản và giảm chi phí nắm giữ tiền? Mô hình nào sẽ được các doanh nghiệp lựa chọn để quản trị dòng tiền của họ?

Từ khóa: Dòng tiền, mô hình quản trị dòng tiền, quản trị dòng tiền

1. Cơ sở lý thuyết về quản trị dòng tiền

Quản trị dòng tiền là yếu tố quan trọng tạo tính thanh khoản của doanh nghiệp. Tính thanh khoản là tính năng kinh tế đặc biệt của tiền. *Tính thanh khoản giúp doanh nghiệp tránh được những "cú sốc" về những dòng tiền không mong đợi* (Keynes năm 1936 và Hicks năm 1967). Bằng chứng lịch sử với sự bẽ bối của công ty Enron ở Hoa Kỳ năm 2001, đã chứng minh cho các nhà đầu tư thấy rằng niềm tin của họ khi chỉ đặt vào các báo cáo về lợi nhuận dựa trên phạm trù kế toán không còn phù hợp. Vụ việc còn nổi tiếng hơn khi kéo theo sự phá sản của hãng kiểm toán lâu đời và lớn thứ năm thời bấy giờ là Arthur Andersen. Điều đó cũng gợi ý cho họ nên quan tâm và đặt niềm tin nhiều hơn vào dòng tiền từ các hoạt động của doanh nghiệp.

Nghiên cứu của Leise San Jose¹, Txomin Iturralde và Amaia Maseda, quản trị dòng tiền được phân ánh thông qua quản trị tiền cơ bản (hay quản trị ngân quỹ). Các tác giả nghiên cứu quản trị ngân quỹ dựa trên các nội dung như quản lý các khoản phải thu, phải trả và tạo ra mức tiền mặt tối ưu. Bên cạnh đó, dự báo dòng tiền, tạo lập các quan hệ với các định chế tài chính nhằm xử lý sự thặng dư hoặc thiếu hụt ngân quỹ đã được các tác giả đề cập tới. Tuy nhiên, tác giả chưa phân tích sâu những nhân tố

ảnh hưởng và làm thế nào để tạo ra mô hình ngân quỹ tối ưu trong quản trị dòng tiền của doanh nghiệp. Đến nghiên cứu của Pincado (2001) đưa ra quan điểm *quản trị ngân quỹ sẽ liên quan phần nào đó tới vốn lưu động của doanh nghiệp, thông qua đó sẽ xây dựng được mức ngân quỹ tối ưu cần thiết cho doanh nghiệp*. Tác giả cho rằng chi phí cơ hội từ thặng dư tiền trong ngân quỹ có xu hướng gia tăng, quản trị ngân quỹ tối ưu sẽ liên quan tới các yếu tố khác ngoài khái niệm ngân quỹ. Chính vì vậy, *quản trị ngân quỹ được hiểu là tính thanh khoản trong ngắn hạn của doanh nghiệp* (Torre, 1997), đồng thời nó sẽ ảnh hưởng tới những khoản mục có thể chuyển đổi thành tiền tức thời với mục đích chính là làm gia tăng lợi nhuận và cải thiện quản trị vốn lưu động. Tuy nhiên, tính thanh khoản chưa phản ánh được đầy đủ nội dung của quản trị dòng tiền. Qua nghiên cứu này cho thấy, các tác giả lại ngộ nhận giữa việc quản trị lợi nhuận, tính thanh khoản với quản trị dòng tiền.

Trong tác phẩm "*The utility of cashflow forecasts in the management of corporate cash balances*" của Fionnuala M. Gormley và Nigel Meade xuất bản năm 2006 đã chỉ ra việc quản trị và dự báo dòng tiền giúp công ty tiết kiệm được chi phí giao dịch thông qua mô hình Penttinen. Trong nghiên cứu này, tác

giả đã đưa ra mối liên hệ giữa dự báo dòng tiền và tiết kiệm chi phí giao dịch nhờ dự báo hiệu quả. Tác giả cũng đã đánh giá được hiệu quả của việc dự báo dòng tiền, song chưa phân tích tác động của quản trị dòng tiền tới hiệu quả của việc dự báo.

Theo một khía cạnh khác, quản trị dòng tiền được hiểu là số dư tiền tối thiểu. 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 quản trị dòng tiền. Các mô hình nổi tiếng nhằm xác định số dư tiền tối ưu và đảm bảo khả năng thanh toán đã được nghiên cứu như mô hình Baumol, mô hình Miller-Orr và mô hình Stone. 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 tác giả, 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. Điểm hạn chế của mô hình Baumol - Tobin 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.

Mô hình Baumol dựa trên giả thuyết dòng tiền chắc chắn. 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. Theo tác giả, 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).

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, *khí 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 (mức 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 ngay lập tức;
- Dự báo dòng tiền trong tương lai của công ty. Khi tiến 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 cận 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).

Những mô hình trên nhằm để xác định số dư tiền mục tiêu bị hạn chế. Do vậy, các công ty sẽ thay 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). Daellenbach (1974) 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 toán). Trên thực tế, nhiều công ty duy trì 3 tài sản trong danh mục bao gồm tiền, chứng khoán thanh toán 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 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.

Khi doanh nghiệp tiến hành quản trị dòng tiền, quản trị dòng tiền sẽ tác động tới nhiều khía cạnh khác nhau của doanh nghiệp như: chi phí nợ (Amy L. Geile, 2003), thị giá cổ phiếu của doanh nghiệp niêm yết (Ran Zhang, 2006), dự báo dòng tiền (Narktabtee, 2000), tính thanh khoản trong quá trình quản trị dòng tiền (Daniel Havran, 2009). Các nghiên cứu này tập trung giải quyết mối quan hệ giữa quản trị dòng tiền và tác động của việc quản trị này tới khía cạnh khác nhau doanh nghiệp sẽ gặp.

Có thể thấy những nghiên cứu cơ bản trên thế giới đưa ra cách tiếp cận khác nhau về quản trị dòng tiền cũng như đánh giá tác động của quản trị dòng tiền tới doanh nghiệp. Tuy nhiên, chưa có nghiên cứu nào đánh giá tác động của các nhóm nhân tố tổng hợp tới quản trị dòng tiền của doanh nghiệp. Vì vậy cần phải tiến hành một nghiên cứu có tính chất tổng hợp, kết hợp các yếu tố tác động tới quản trị dòng tiền của doanh nghiệp.

2. Thực trạng quản trị dòng tiền của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

2.1. Đặc điểm của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết

Các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay bao gồm 54¹ doanh nghiệp, vốn hóa thị trường khoảng 23.000 tỷ đồng, tỷ suất sinh lời tổng tài sản 10,26%, tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu 18,14%, khả năng thanh toán ngắn hạn 1,09. Sản phẩm của các doanh

ngành này tương đối đa dạng và phong phú, gắn liền với những lợi thế sẵn có của Việt Nam. Mặc dù sản phẩm phục vụ nhu cầu thiết yếu, doanh thu của nhiều doanh nghiệp ngành này giảm do chịu sự tác động mạnh mẽ của suy thoái kinh tế.

Các doanh nghiệp có quy mô vốn lớn và khẳng định được vị thế trên thị trường như: Tập đoàn Masan, CTCP Kinh đô, CTCP thủy sản Bến tre, CTCP mía đường Lam Sơn, CTCP Bourbon Tây Ninh...

Về huy động vốn: theo đánh giá của CIC, các doanh nghiệp ngành chế biến thực phẩm có số doanh nghiệp được xếp hạng tín dụng tốt, chiếm tỷ trọng cao so với các ngành khác trên thị trường chứng khoán.

Về hoạt động kinh doanh: Các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực này có kết quả kinh doanh khá tốt. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, nền kinh tế trải qua nhiều biến động như giá xăng dầu tăng cao, giá đầu vào thiết yếu (điện, nước) tăng, chi phí tài chính tăng, lãi suất biến động mạnh... Vì vậy, kết quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp ngành này chịu nhiều tác động tiêu cực dẫn tới kết quả kinh doanh giảm.

Bên cạnh các doanh nghiệp hoạt động kinh doanh hiệu quả với lợi nhuận cao, hệ số nợ, khả năng thanh toán ngắn hạn tốt, tránh được rủi ro tài chính trong hoạt động như CTCP Bourbon Tây Ninh (Lợi nhuận biên trước thuế: 27,43%), CTCP mía đường Lam Sơn (Lợi nhuận biên trước thuế: 25,13%), CTCP xuất nhập khẩu Sa Giang (Lợi nhuận biên trước thuế: 24,51%), các doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả, hệ số nợ cao và khả năng thanh toán ngắn hạn ở mức thấp (dưới 1) như CTCP chế biến và xuất nhập khẩu Cadovimex (Lợi nhuận biên trước thuế: -107,36%), CTCP thực phẩm quốc tế (Lợi nhuận biên trước thuế: -6,15%), CTCP thủy sản Gentraco (Lợi nhuận biên trước thuế: -0,74%).

Về khả năng cân đối vốn: Tính đến 31/12/2012, hệ số nợ của các doanh nghiệp này rất cao là 659,91%. Điều này dẫn tới rủi ro tài chính trong hoạt động của doanh nghiệp. Trái ngược với hệ số nợ cao, hệ số thanh toán ở mức thấp đối với nhiều doanh nghiệp trong ngành, thậm chí có những doanh nghiệp hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn rất thấp như CTCP chế biến hàng xuất khẩu Long An (KNTTNH: 0,24), CTCP thực phẩm quốc tế (KNTTNH: 0,13), CTCP Thủy sản số 1 (KNTTNH: 0,23), CTCP tập đoàn thủy sản Minh Phú (KNTTNH: 0,52).

2.2. Thực trạng quản trị dòng tiền của doanh nghiệp chế biến thực phẩm Việt Nam niêm yết

Quản trị dòng tiền hiệu quả có vai trò đặc biệt quan trọng đối với các doanh nghiệp chế biến thực phẩm bởi vì đặc điểm của các doanh nghiệp này là dòng tiền ra (chi trả cho các yếu tố đầu vào như nguyên vật liệu, nhiên liệu, nhân công) và dòng tiền vào (thu từ tiêu thụ sản phẩm, đầu tư ngắn hạn) diễn ra thường xuyên và đan xen nhau. Theo nguyên tắc kế toán, hoạt động của doanh nghiệp phải diễn ra liên tục. Khi doanh nghiệp không có khả năng chi trả cho những yếu tố đầu vào cần thiết cho quá trình sản xuất, hoạt động sản xuất sẽ bị gián đoạn và sẽ ảnh hưởng tới vị thế của doanh nghiệp trên thị trường, đặc biệt là rủi ro mất khả năng thanh toán và phá sản.

Dự trữ tiền của các doanh nghiệp này sẽ bị ảnh hưởng bởi: hợp đồng mua hàng và tiêu thụ sản phẩm, doanh thu thu được ngay bằng tiền và doanh thu trả chậm, mua hàng phải trả ngay và trả chậm, khoản phải trả có thể trì hoãn được, chính sách lãi suất, chi phí giao dịch... Như vậy, có nhiều yếu tố khiến các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết phải tăng cường quản trị dòng tiền. Số liệu phân tích thực trạng dòng tiền và quản trị dòng tiền của các doanh nghiệp ngành này, như Bảng 1.

Qua số liệu bảng 1 cho thấy, tỷ trọng khoản tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết có sự phân hóa giữa các doanh nghiệp. Bên cạnh, những doanh nghiệp có các thông tin tài chính tốt như tập đoàn Masan. Tỷ trọng của tiền, tương đương tiền /TSLĐ và khả năng thanh toán nhanh của tập đoàn này tương ứng là 54,69% và 2,72 lần; các công ty có mức độ dự trữ tiền và khả năng thanh toán rất thấp, như công ty đầu tư và thương mại thủy sản (ICF). Dự trữ tiền của công ty là 0,46 tỷ đồng, trong khi đó nợ ngắn hạn là 252.37 tỷ đồng. Theo mô hình Miller-Orr, khi tiền của công ty bị thâm hụt, công ty có thể

chuyển đổi chứng khoán thanh khoản thành tiền để đáp ứng nhu cầu chi trả. Tuy nhiên, tỷ trọng đầu tư ngắn hạn của công ty thấp, là 0,17 tỷ đồng. Điều này cho thấy khả năng thanh toán của doanh nghiệp ở mức rất thấp, tính thanh khoản kém, rủi ro thanh khoản là khó có thể tránh khỏi. Theo số liệu trên báo cáo tài chính, mặc dù dự trữ tiền, khoản tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn thấp, nhưng hàng tồn kho và phải thu của công ty tăng mạnh. Điều này chứng tỏ công ty bị ứ đọng vốn trong hàng tồn kho và bị chiếm dụng vốn lớn. Khả năng thanh toán ngắn hạn của công ty duy trì được ở mức 1,13 lần. Tuy nhiên, trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt và thị trường gặp nhiều khó khăn như hiện nay, dòng tiền trong ngắn hạn sẽ khó dự đoán trước và đảm bảo khả năng thanh toán của công ty. Các chỉ tiêu trung bình phản ánh dòng tiền và khả năng thanh toán của doanh nghiệp ở mức thấp. Tỷ trọng tiền, tương đương tiền/TSLĐ là 5,61%, kéo theo đó khả năng thanh toán nhanh rất thấp, 0,14 lần.

Ngoài một số doanh nghiệp có tình hình dòng tiền tốt, dự trữ tiền đảm bảo khả năng chi trả của doanh nghiệp như tập đoàn Masan, công ty Vinamilk, công ty mía đường Tây Ninh,... các doanh nghiệp có tình hình vốn lưu động ở mức thấp, doanh thu giảm, đặc biệt mức độ bị chiếm dụng vốn (khoản phải thu) và hàng tồn kho tăng mạnh như tập đoàn Thái Hòa Việt Nam (vốn lưu động: -622 tỷ đồng), công ty Cadovimex Việt Nam (vốn lưu động: - 350,94 tỷ đồng), công ty đường Ninh Hòa (vốn lưu động: - 32,66 tỷ đồng), công ty thực phẩm quốc tế (vốn lưu động: -158,83 tỷ đồng). Thông tin về vốn lưu động cho thấy, các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết chưa thực sự quan tâm tới quản trị dòng tiền, cụ thể các doanh nghiệp này chưa thực sự tiến hành dự báo dòng tiền, quan tâm thỏa đáng tới việc tăng cường thu hồi công nợ và thực hiện đầu tư tài chính ngắn hạn như bước đệm hiệu quả để đảm bảo dòng tiền đáp ứng được nhu cầu chi trả.

Thứ tự đặc thù ngành nghề kinh doanh cho thấy,

Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính phản ánh thực trạng dòng tiền của doanh nghiệp

Công ty	Chỉ tiêu	Đơn vị	Giá trị lớn nhất	Giá trị trung bình	Giá trị nhỏ nhất
	Tiền và tương đương tiền/TSLĐ	%	54.69	5.61	0.16
	Đầu tư tài chính ngắn hạn/TSLĐ	%	61.44	0.01	-
	Khả năng thanh toán nhanh	lần	2.72	0.14	-
	Khả năng thanh toán ngắn hạn	lần	9.15	1.23	0.33

(Nguồn: Tổng hợp số liệu từ Stockpro.com.vn)

khoản phải thu (bị chiếm dụng vốn) của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết lớn hơn nhiều so với khoản phải trả (chiếm dụng vốn). Như vậy, dòng tiền thu được trực tiếp từ tiêu thụ sản phẩm giảm, dòng tiền thu chậm tăng. Đây là một trong những nguyên nhân ảnh hưởng lớn tới dòng tiền vào của doanh nghiệp và gây áp lực lớn tới khả năng thanh toán nhanh cũng như khả năng thanh toán ngắn hạn. Bên cạnh các doanh nghiệp cần đổi được giữa khoản phải thu và phải trả, rất nhiều doanh nghiệp của ngành này đang đối mặt với khó khăn khi bị chiếm dụng vốn lớn, chẳng hạn như công ty đầu tư và thương mại thủy sản (ICF) khoản phải thu tăng qua các năm và chiếm tỷ trọng lớn trong tài sản ngắn hạn và lớn hơn nhiều so với khoản phải trả. Cụ thể, giai đoạn 2008-2011, khoản phải thu và phải trả tương ứng là 97,6; 21,9; 22,8; 24,4 tỷ đồng và 9,4; 4,4; 13,2; 9,5 tỷ đồng.

2.3. Đánh giá thực trạng quản trị dòng tiền của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam

Thứ nhất, nhìn chung các doanh nghiệp chế biến thực phẩm Việt Nam có quy mô vốn nhỏ, không ngoại trừ các công ty đã được niêm yết trên 2 sàn chứng khoán của Việt Nam (HSX và HNX). Ngành chế biến thực phẩm Việt Nam chưa có công ty nào niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán quốc tế. Chẳng hạn, công ty cổ phẩm sữa Việt Nam (Vinamilk) có tổng tài sản tính tới ngày 31/12/2012 khoảng 17 nghìn tỷ. Công ty này được đánh giá là doanh nghiệp hoạt động ổn định và khẳng định được giá trị của doanh nghiệp trong những giai đoạn thăng trầm của nền kinh tế. Thời gian qua, đã có nhiều nghiên cứu khác nhau tập trung vào phân tích hoạt động của Vinamilk. Tuy nhiên, quy mô hoạt động của Vinamilk đang dừng lại ở thị trường Việt Nam, chưa thực sự vươn ra tầm khu vực và quốc tế.

Thứ hai, các doanh nghiệp chế biến thực phẩm Việt Nam chưa thực sự quan tâm tới quản trị dòng tiền. Các nhà quản trị tài chính của các doanh nghiệp ngành này đã và đang tập trung sự quan tâm chính đó là vấn đề lợi nhuận. Theo chuẩn mực kế toán Việt Nam, báo cáo tài chính của doanh nghiệp bao gồm 4 báo cáo cơ bản, đó là báo cáo kết quả kinh doanh, bảng cân đối kế toán, báo cáo lưu chuyển tiền tệ và thuyết minh báo cáo tài chính. Khi đưa ra các quyết định liên quan tới hoạt động của doanh nghiệp, nhà quản trị tài chính tập trung chủ yếu vào mục tiêu lợi nhuận (được phản ánh trên báo cáo kết quả kinh doanh). Họ đã bỏ qua vai trò của

tính thanh khoản và dành sự quan tâm thỏa đáng tới dòng tiền. Trong khi đó, trên thế giới đã có nhiều bài học về niềm tin chi đặt vào mục tiêu lợi nhuận, chẳng hạn, vụ bê bối nổi tiếng của công ty Enron Hoa Kỳ năm 2001.

Việc không quan tâm thỏa đáng tới tính thanh khoản khiến các doanh nghiệp Việt Nam nói chung và doanh nghiệp chế biến thực phẩm nói riêng đối mặt với rủi ro thanh khoản, chi phí tài chính gia tăng, thậm chí có những doanh nghiệp đã phải “trả giá” bằng sự phá sản cho quyết định đầu tư và bỏ quên khả năng thanh khoản của doanh nghiệp, ví dụ điển hình gần đây là tập đoàn Mai Linh.

Như vậy, căn cứ vào những thông tin tài chính của doanh nghiệp, nhà quản trị tài chính cần thực hiện quản trị dòng tiền theo các nội dung như dòng tiền vào, dòng tiền ra, chi phí phát sinh do thặng dư hay thiếu hụt tiền. Quan trọng hơn, họ cần xây dựng mô hình ngân quỹ tối ưu và tiến hành dự báo dòng tiền.

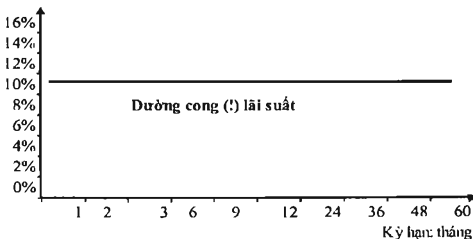
Thứ ba, quản trị dòng tiền tác động quan trọng tới doanh nghiệp như thay đổi thị giá cổ phiếu, dự báo dòng tiền, thay đổi giá trị doanh nghiệp. Trên thực tế, các nhà quản trị tài chính của các doanh nghiệp này đã quan tâm tới việc dự báo dòng tiền. Song việc dự báo này chưa đầy đủ và chưa thực sự đánh giá đúng mức những nhân tố ảnh hưởng tới dòng tiền của doanh nghiệp. Việc dự báo dòng tiền dựa trên những kinh nghiệm và thông tin sẵn có trên các báo cáo tài chính. Như chúng ta đã biết, bên cạnh báo cáo tài chính, số liệu giao dịch trên thị trường chứng khoán là cơ sở quan trọng để dự báo dòng tiền của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các mô hình dự báo dòng tiền đã được nghiên cứu áp dụng đối với các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán phát triển và có hệ thống thông tin minh bạch. Trong khi đó, thị trường chứng khoán Việt Nam hình thành và phát triển từ năm 2000. Tính tới nay, thời gian hoạt động chưa đủ lâu và dải số liệu chưa đủ phong phú cho việc áp dụng mô hình dự báo dòng tiền đang được sử dụng ở nhiều nền kinh tế.

Thứ tư, các doanh nghiệp chế biến thực phẩm niêm yết đang phải đối mặt với thực tế là bị chiếm dụng vốn lớn hơn so với chiếm dụng vốn.

Thứ năm, việc chưa quan tâm thỏa đáng và sử dụng các chỉ tiêu tài chính để thực hiện quản trị dòng tiền. Do vậy, các doanh nghiệp ngành này chưa xây dựng mô hình quản trị dòng tiền phù hợp và tác động của nó tới hoạt động của doanh nghiệp. Trên thế giới đã có nhiều nghiên cứu và đưa ra các

mô hình khác nhau về mô hình ngân quỹ tối ưu trong quản trị dòng tiền của doanh nghiệp. Tuy nhiên, ở mỗi nền kinh tế khác nhau điều kiện áp dụng những mô hình này cũng có sự khác biệt. Vì vậy, cần đánh giá tổng hợp các yếu tố tác động để lựa chọn mô hình đã được nghiên cứu trên thế giới nào phù hợp khi áp dụng vào Việt Nam.

Hình 1: Đường cong lãi suất



(Nguồn: vneconomy.com.vn)

Khi lựa chọn mô hình quản trị dòng tiền nào phù hợp, quyết định của các doanh nghiệp chịu tác động mạnh bởi chi phí tài chính (chi phí nợ), chi phí cơ hội. Những chi phí này được thể hiện thông qua lãi suất và chính sách lãi suất của Việt Nam thời gian qua.

Khoảng thời gian từ năm 2005 tới nay, lãi suất của Việt Nam biến động mạnh và duy trì ở mức cao (trên 9%). Đến năm 2008, cuộc đua lãi suất bắt đầu bùng nổ, biểu hiện đầu tiên là sự leo thang của lãi suất qua đêm trên liên ngân hàng với các kỳ lục 20%, 25% liên tục bị đánh đổ và đỉnh điểm là mức chào 27%/năm. Điểm nhấn là năm 2009, đường cong lãi suất bị biến dạng, thể hiện qua Hình 1.

Đến năm 2012, một lần nữa lại cho ta thấy chính sách lãi suất của Việt Nam thay đổi nhanh chóng. Chỉ chưa vòng chưa đầy ba tháng, Ngân hàng Nhà nước liên tiếp hạn trần lãi suất huy động VND, từ 14%/năm xuống còn 9%/năm từ 11/6/2012. Như vậy, đường cong lãi suất đang dần được định hình lại.

Thực tế đã cho thấy, khi chính sách lãi suất thay đổi, sự thất chặt hay lỏng lẻo của chính sách lãi suất của Nhà nước sẽ ảnh hưởng tới chi phí giao dịch và chi phí cơ hội của việc nắm giữ tiền. Như vậy, việc xác định được lượng tiền dự trữ cần thiết sẽ giúp doanh nghiệp giảm được chi phí tài chính và tránh được nguy cơ mất khả năng thanh toán khi lượng tiền dự trữ không đủ cho nhu cầu chi trả của các hóa đơn khi đến hạn.

Thứ sáu, vốn lưu động thấp chưa đảm bảo cho hoạt động của doanh nghiệp. Ngoài ra, các doanh nghiệp này chưa thực sự quan tâm tới sử dụng dịch vụ quản lý vốn lưu động của các ngân hàng thương mại.

3. Giải pháp và kiến nghị

Qua phân tích thực trạng quản trị dòng tiền của các doanh nghiệp chế biến thực phẩm Việt Nam có thể khẳng định, các doanh nghiệp này cần thiết phải

quản trị dòng tiền. Khi tiến hành quản trị dòng tiền, cần xác định được kỹ thuật quản trị phù hợp và lựa chọn mô hình quản trị dòng tiền tối ưu, khi đó các chi phí giao dịch, chi phí tài chính và tính thanh khoản của doanh nghiệp sẽ được cải thiện mạnh mẽ. Từ đó, việc quản trị này sẽ giúp doanh nghiệp tăng được lợi nhuận và hoạch định chính sách tài trợ vốn trong ngắn hạn cũng như khẳng định vị thế của doanh nghiệp trên thị trường.

3.1. Một số giải pháp tăng cường quản trị dòng tiền của doanh nghiệp

Thứ nhất, xây dựng kế hoạch quản lý dòng tiền dựa trên tri hoãn khoản phải trả và tăng cường chính sách để thu hồi khoản phải thu.

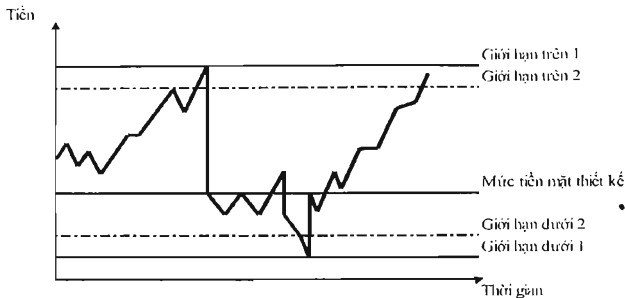
Cần có giải pháp đồng bộ từ giảm hàng tồn kho, tăng cường thực hiện chính sách bán hàng nhằm giảm khoản phải thu; Thực hiện tri hoãn khoản phải trả như kéo dài thời gian chiếm dụng vốn, đặc biệt kết hợp xây dựng chính sách hàng tồn kho kết hợp giữa doanh nghiệp và đối tác.

Thứ hai, thực hiện dự báo dòng tiền. Căn cứ vào thông tin tài chính trên hệ thống báo cáo tài chính của doanh nghiệp, cần thu thập thêm thông tin giao dịch hàng ngày trên thị trường chứng khoán, từ đó lựa chọn và tiến hành dự báo dòng tiền của doanh nghiệp, đặc biệt là trong ngắn hạn.

Để tiến hành dự báo dòng tiền hiệu quả, doanh nghiệp cần đánh giá biến động tài chính trong nước và quốc tế để lựa chọn chính sách tài trợ ngắn hạn phù hợp nhằm giảm chi phí tài chính và lựa chọn lãi suất chiết khấu phù hợp.

Thứ ba, xây dựng mô hình quản trị dòng tiền dựa trên mô hình quản trị dòng tiền của Miller – Orr và Stone. Khi xây dựng mô hình dự trữ tiền mặt tối ưu theo mô hình Stone, cần đánh giá tác động tổng hợp

Hình 2: Mô hình quản trị dòng tiền Stone



(nhân tố bên trong và bên ngoài) tới lượng dự trữ tiền mặt tối ưu. Nhân tố quan trọng cần quan tâm đó là nhu cầu tiền mặt của doanh nghiệp, chính sách thay đổi lãi suất (lãi suất áp dụng cho giai đoạn dự báo).

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 giao 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 giao động trong giới hạn trên 2 và giới hạn dưới 2, thì doanh nghiệp sẽ phải mua hoặc bán chứng khoán thanh khoản.

3.2. Mô hình quản trị dòng tiền Stone

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.

Thứ tư, thực hiện quản lý vốn lưu động. Thông qua ngân hàng thương mại, mở tài khoản theo dõi và quản lý vốn lưu động.

Hiện nay, tình thanh khoản và dòng tiền của các doanh nghiệp ngành này đang gặp nhiều rủi ro. Các doanh nghiệp tiêu thụ sản phẩm chậm hơn, và mức độ trả chậm tăng lên (về giá trị và thời gian trả chậm). Ngay cả các ngân hàng thương mại (NHTM), tình thanh khoản cũng bị ảnh hưởng mạnh mẽ. Vì vậy, việc quản lý vốn lưu động kết hợp giữa doanh nghiệp và NHTM trong giai đoạn này là hiệu quả. Khi thực hiện, doanh nghiệp sẽ được NHTM hỗ trợ vốn trong trường hợp bị thâm hụt vốn lưu động, và chuyển từ khoản tiền thặng dư trong tài khoản vốn lưu động thành tiền gửi có kỳ hạn. Như vậy, doanh nghiệp sẽ cải thiện đáng kể tình thanh khoản, dự trữ tiền giảm và khả năng sinh lời của tiền sẽ tăng lên. □

Chú thích:

1. Báo cáo phân tích ngành thực phẩm chế biến của công ty Dữ liệu và truyền thông tài chính Stoxplus.
Tác giả sử dụng bộ số liệu được cung cấp chính thống của công ty Dữ liệu và truyền thông tài chính Stoxplus để phân tích.

Tài liệu tham khảo:

- Frederic S Minsky (2001), Tiền tệ ngân hàng và thị trường tài chính, NXB Khoa học kỹ thuật, Hà Nội.
- Nguyễn Văn Dung, 2009, Chiến lược quản trị dòng tiền mặt tạo lợi nhuận, NXB Tài chính.
- Vũ Duy Hào (2006), Quản trị tài chính doanh nghiệp, NXB Thống kê, Hà Nội.
- Lưu Thị Hương (2008), Tài chính doanh nghiệp, NXB Thống kê, Hà Nội. 5. *Viết Chung* (2012), 8 năm thăng trầm lãi suất, [www.vneconomy.com.vn](http://vneconomy.vn/20120611030953573P0C6/8-nam-thang-tram-lai-suat.htm), truy cập ngày 19 tháng 1 năm 2013, <http://vneconomy.vn/20120611030953573P0C6/8-nam-thang-tram-lai-suat.htm>.
- Ali Incremental Information Content of Earnings, 1994, Working capital from operation, and cash flows, *Journal of Accounting Research*.
- Amy L. Geile, 2007, Cash flow management and the cost of debt, The university of Arizona.
- Baumol W., 1952, The transaction demand for cash: An inventory theoretic approach, *The quarterly journal of Economics*.
- Brigham and Houston (2005), *Fundamentals of financial management_ Eleventh Edition*, Thomson _ South Western.
- Daellenbach, H. G. (September, 1974). Are cash management optimization models worthwhile? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(4). 607–626
- Daniel Havan, 2010, *Corporate Liquidity Management*, Doctoral School of Economics.
- Fionnuala M. Gormley, Nigel Meade, The utility of cash flow forecasts in the management of corporate cash balances, *European Journal of Operational Research* 182 (2007) 923–935
- Gregor W. Smith, 1986, A Dynamic Baumol-Tobin Model of Money Demand, *Oxford Journals, the review of economic studies*, Volume 53, Issue 3.
- Hicks, J. R. [1967]: *Critical Essays in Monetary Theory*. Oxford University Press.
- Iturralde, Txomin , Maseda, Amaia and San-Jose, Leire, The Cash Management Routines: Evidence from Spanish Case (November 2005). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=728365> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.728365>
- Keynes, J. M. [1936]: *The General Theory of Employment, Interest and Money*.
- Miller H.M and Orr D., 1966, A model of demand for money by firms, *The Quarterly Journal of Economics*.
- Narktabree (2000), 'The implications of accounting information in the Thai capital market', PhD thesis, University of Arkansas.
- Lawrence J. Gitman, *Principles of managerial finance*, Ninth Edition, Addition Wesley Longman, Inc.
- Pinches, G. E. (1997). *Essentials of financial management* (4th ed.). London: Addison-Wesley Educational Publishers, Inc.
- Ran Zhang, 2006, Cash flow management, Incentives, and Market pricing, Guanghua School of Management University, Beijing, China.
- Stone, B. K. (spring. 1972). The Use of Forecasts and Smoothing in Control-Limit Models for Cash Management. *Financial Management*, 1(1), 72–84

Cash-flow management in food processing companies listed on Vietnam's Stock Market

Abstract

Cash-flow management is one of the most important tasks of financial management. At present, the businesses in general and the listed food processing companies in particular are facing many difficulties. A difficulty that has had a major impact on the operation of these enterprises is low liquidity and high financial costs. This paper examines how these businesses manage their cash-flow; How to determine the necessary amount of cash reserving to increase liquidity and reduce the cost of holding money; and how cash management models will be selected to control their cash-flow.

*** Thông tin tác giả:**

* *Vũ Duy Hào, Phó giáo sư, tiến sĩ Viện Ngân hàng Tài chính – Đại học Kinh tế Quốc dân*

** *Đỗ Hồng Nhung, Thạc sĩ, nghiên cứu sinh Viện Ngân hàng Tài chính – Đại học Kinh tế Quốc dân*

Lĩnh vực nghiên cứu chính: tài chính, tài chính doanh nghiệp, ngân hàng, thị trường chứng khoán

Email: nhungdh@gmail.com