

CHƯƠNG 12

QUẢN TRỊ

tồn quỹ và thanh khoản

NHỮNG NỘI DUNG CHÍNH

NGUYÊN LÝ CƠ BẢN CỦA QUẢN TRỊ TÀI CHÍNH NGẮN HẠN

Các khái niệm cơ bản

- Quản trị tài chính ngắn hạn còn gọi là quản trị vốn lưu động.
- Khác biệt quan trọng nhất giữa tài chính ngắn hạn và tài chính dài hạn là thời điểm của các dòng tiền.
- Các câu hỏi:
 - Công ty giữ bao nhiêu tiền mặt là hợp lý?
 - Công ty nên vay ngắn hạn bao nhiêu?
 - Công ty nên bán chịu bao nhiêu cho khách hàng?

Tiền mặt và vốn lưu động ròng

- Nhắc lại: khái niệm tài sản ngắn hạn; nợ ngắn hạn.

$$\text{NWC} + \text{tài sản cố định} = \text{nợ dài hạn} + \text{Vốn CSH} \quad (1)$$

$$\text{NWC} = \text{Tiền mặt} + \text{Tài sản ngắn hạn khác} - \text{Nợ ngắn hạn} \quad (2)$$

→ $\text{Tiền mặt} = \text{Nợ dài hạn} + \text{VC SH} + \text{Nợ ngắn hạn} - \text{tài sản ngắn hạn ngoài tiền} - \text{tài sản cố định}.$

Hoạt động làm tăng tiền mặt (nguồn tạo tiền)

- Tăng nợ dài hạn
- Tăng vốn chủ sở hữu
- Tăng nợ ngắn hạn
- Giảm tài sản ngắn hạn khác tiền
- Giảm tài sản cố định.

Hoạt động làm giảm tiền mặt (sử dụng tiền)

- Giảm nợ dài hạn
- Giảm vốn chủ sở hữu
- Giảm nợ ngắn hạn
- Tăng tài sản ngắn hạn khác tiền
- Tăng tài sản cố định

Tiền mặt và thanh khoản

- Các chứng khoán khả mại, (tương đương tiền, cận tiền), cùng với tiền mặt tạo thành trạng thái thanh khoản.
- Quản trị thanh khoản quan tâm tới lượng tài sản thanh khoản tối ưu mà công ty cần giữ, một khía cạnh của quản trị tài sản ngắn hạn.
- Quản trị tiền mặt: theo nghĩa hẹp, liên quan tới lượng tiền thực tế trong tay; liên quan chặt hơn với các cơ chế thu, chi tiền mặt.
- Quản trị tiền mặt là trọng tâm của chương này

Chu kỳ hoạt động và chu kỳ tiền mặt

Các sự kiện	Các quyết định
1. Mua nguyên vật liệu	1. Đặt hàng tồn kho bao nhiêu?
2. Trả tiền mua nguyên vật liệu	2. Vay tiền hay lấy từ tồn quỹ?
3. Chế tạo sản phẩm	3. Chọn loại công nghệ sản xuất nào?
4. Bán sản phẩm	4. Cung cấp các điều kiện trả tiền mặt hay bán chịu cho khách hàng?
5. Thu tiền	5. Thu tiền bằng cách nào?

Các hoạt động này tạo thành các định dạng dòng tiền vào và dòng tiền ra không đồng bộ (khớp thời gian) và không chắc chắn

Các định nghĩa

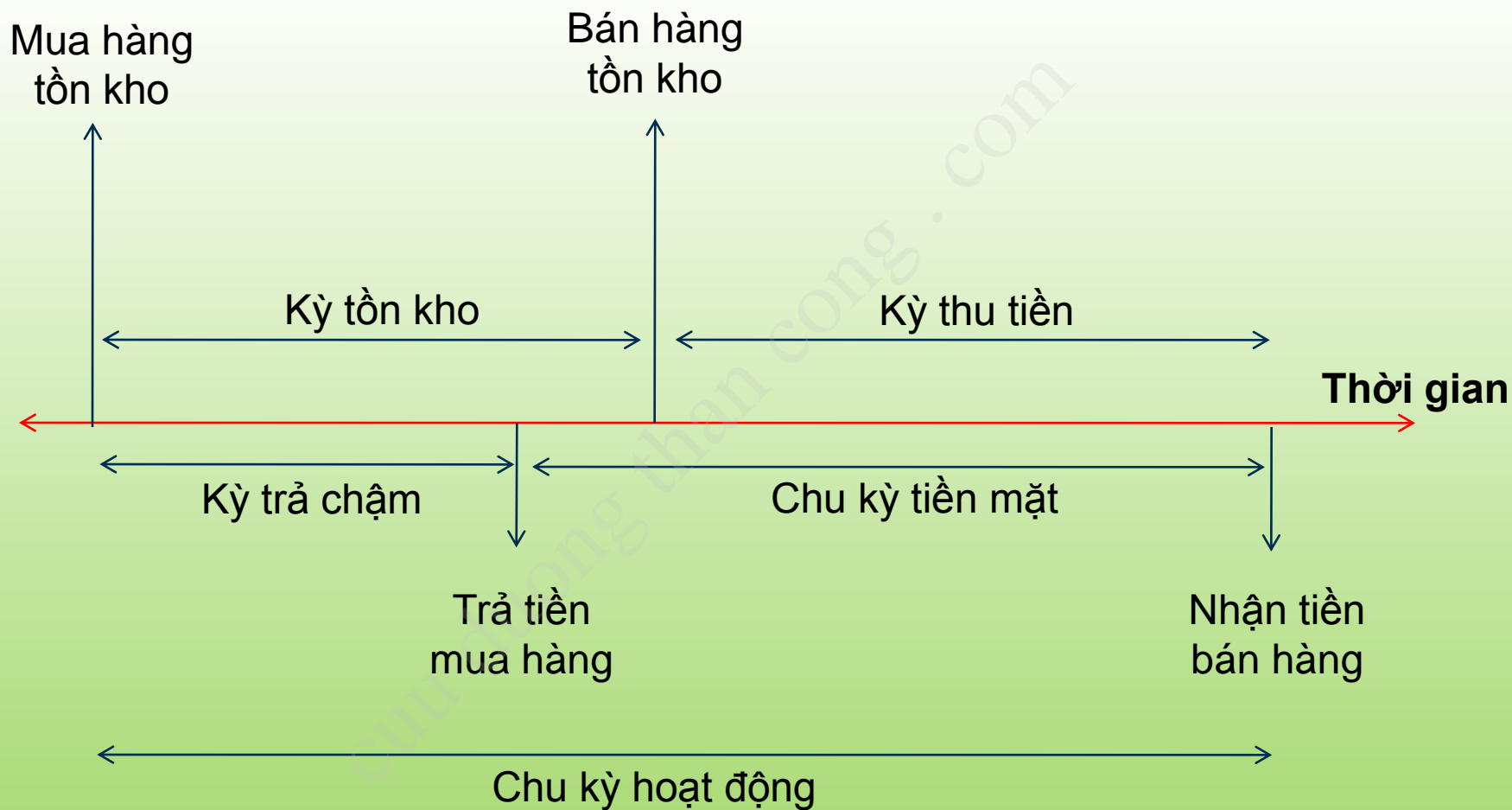
Ngày	Hoạt động	Hiệu ứng lên tiền mặt
0	Mua hàng tồn kho	Không
30	Trả tiền hàng tồn kho	-1000\$
60	Bán hàng tồn kho (bán chịu)	Không
105	Thu tiền bán hàng	+ 1400\$

Định nghĩa

- ***Chu kỳ hoạt động***: thời gian từ khi nhập hàng tồn kho cho tới khi thu được tiền bán hàng (105 ngày). Gồm hai hợp phần là
 - Kỳ tồn kho (60 ngày)
 - Kỳ thu tiền (45 ngày)
- Chu kỳ hoạt động mô tả một sản phẩm đi qua các tài khoản tài sản ngắn hạn như thế nào.
 - Tồn kho → khoản phải thu → Tiền mặt
 - Tại mỗi bước, tài sản tiến gần hơn tới tiền.

- ***Chu kỳ tiền mặt*** : bắt đầu khi tiền được trả cho nguyên vật liệu và kết thúc khi tiền thu được từ các khoản phải thu.
 - Thời gian từ khi nhập hàng tồn kho cho tới khi trả tiền = kỳ trả chậm (30 ngày).
 - Kỳ trả chậm là khoảng thời gian công ty có thể trì hoãn thanh toán cho các nguồn lực.

Chu kỳ tiền mặt = Chu kỳ hoạt động – kỳ trả chậm
(75 ngày = 105 ngày – 30 ngày)



Quản trị tài chính ngắn hạn

- Khe hở giữa dòng tiền ra và dòng tiền vào cho thấy sự cần thiết của quản trị ngắn hạn.
 - Khe hở liên quan tới độ dài của chu kỳ hoạt động và kỳ trả chậm.
 - Hành động xử lý khe hở: vay tiền, nắm giữ dự trữ thanh khoản (tiền mặt, chứng khoán thanh khoản)
 - Rút ngắn khe hở: thay đổi kỳ tồn kho, kỳ thu tiền, kỳ trả chậm.

Tính toán các chu kỳ

- **Thông tin** (báo cáo tài chính): Tính kỳ tồn kho, kỳ thu tiền bình quân; dt ròng, giá vốn.
- Ví dụ:

Khoản mục	Đầu năm	Cuối năm	Bình quân
Hàng tồn kho	2000\$	3000\$	2500\$
Khoản phải thu	1600\$	2000\$	1800\$
Khoản phải trả	750\$	1000\$	875\$

- Doanh thu ròng: 11500\$
- Giá vốn hàng bán: 8200\$

- Chu kỳ hoạt động

Vòng quay hàng tồn kho = $8,2/2,5 = 3,28$ lần

Kỳ tồn kho = $365 \text{ ngày}/3,28 = 111,3$ ngày.

Vg quay khoản phải thu = $11,5/1,8 = 6,4$ lần.

Kỳ thu tiền bq = $365/6,4 = 57$ ngày

Chu kỳ hoạt động = $111 + 57 = 168$ ngày.

- Chu kỳ tiền mặt

Vg quay khoản phải trả = $8,2/0,875 = 9,4$ lần

Kỳ trả chậm = $365/9,4 = 39$ ngày.

Chu kỳ tiền mặt = Chu kỳ hoạt động – Kỳ trả chậm = $168 \text{ ngày} - 39 \text{ ngày} = 129 \text{ ngày}$.

Chu kỳ tiền mặt và lợi nhuận

- Chu kỳ tiền mặt càng ngắn, khoản đầu tư của công ty vào hàng tồn kho và khoản phải thu càng thấp, tổng tài sản càng thấp và vòng quay tổng tài sản càng cao.
- Vòng quay tổng tài sản (doanh thu/tổng tài sản) là một trong những yếu tố cơ bản quyết định lợi nhuận và tăng trưởng của công ty (công thức tính ROA và ROE).

Chính sách tài chính ngắn hạn

- Chính sách tài chính ngắn hạn của một công ty thể hiện ít nhất ở hai phương diện:
 - Quy mô của khoản đầu tư vào tài sản ngắn hạn. Thường đo bằng tỷ lệ so với tổng doanh thu hoạt động.
 - Tài trợ tài sản ngắn hạn: đo bằng tỷ lệ nợ ngắn hạn và nợ dài hạn được sử dụng để tài trợ tài sản ngắn hạn.
- Hai dạng chính sách tài chính ngắn hạn
 - Linh hoạt
 - Hạn chế

Chính sách linh hoạt

- Duy trì số dư tồn quỹ và chứng khoán khả mại lớn
- Đầu tư vào hàng tồn kho lớn
- Chấp nhận bán hàng trả chậm dễ dàng, tạo ra khoản phải thu cao.

Chính sách hạn chế

- Giữ tiền mặt thấp, đầu tư vào chứng khoán khả mại thấp
- Đầu tư vào hàng tồn kho thấp
- Cho phép rất ít bán hàng trả chậm (hoặc không chấp nhận); giảm thiểu khoản phải thu.

Chính sách tài trợ tài sản ngắn hạn

- Yêu cầu về tổng tài sản (ngắn hạn và dài hạn) thay đổi qua thời gian, lý do:
 - Xu hướng tăng trưởng tổng thể
 - Biến động mang tính thời vụ quanh xu hướng
 - Dao động hàng ngày, hàng tháng ngoài dự tính.
- Chính sách tài trợ linh hoạt: duy trì chứng khoán thanh khoản ở mức tương đối lớn.
- Chính sách tài trợ hạn chế: giữ chứng khoán thanh khoản ở mức thấp.

QUẢN TRỊ TỒN QUỸ VÀ THANH KHOẢN

Lý do nắm giữ tiền mặt

Giữ tiền mặt: tăng chi phí cơ hội, giảm chi phí giao dịch ➡ đánh đổi giữa hai loại chi phí



Chi phí cơ hội: khoản lợi bị mất đi do giữ tiền mặt thay vì đầu tư sinh lời

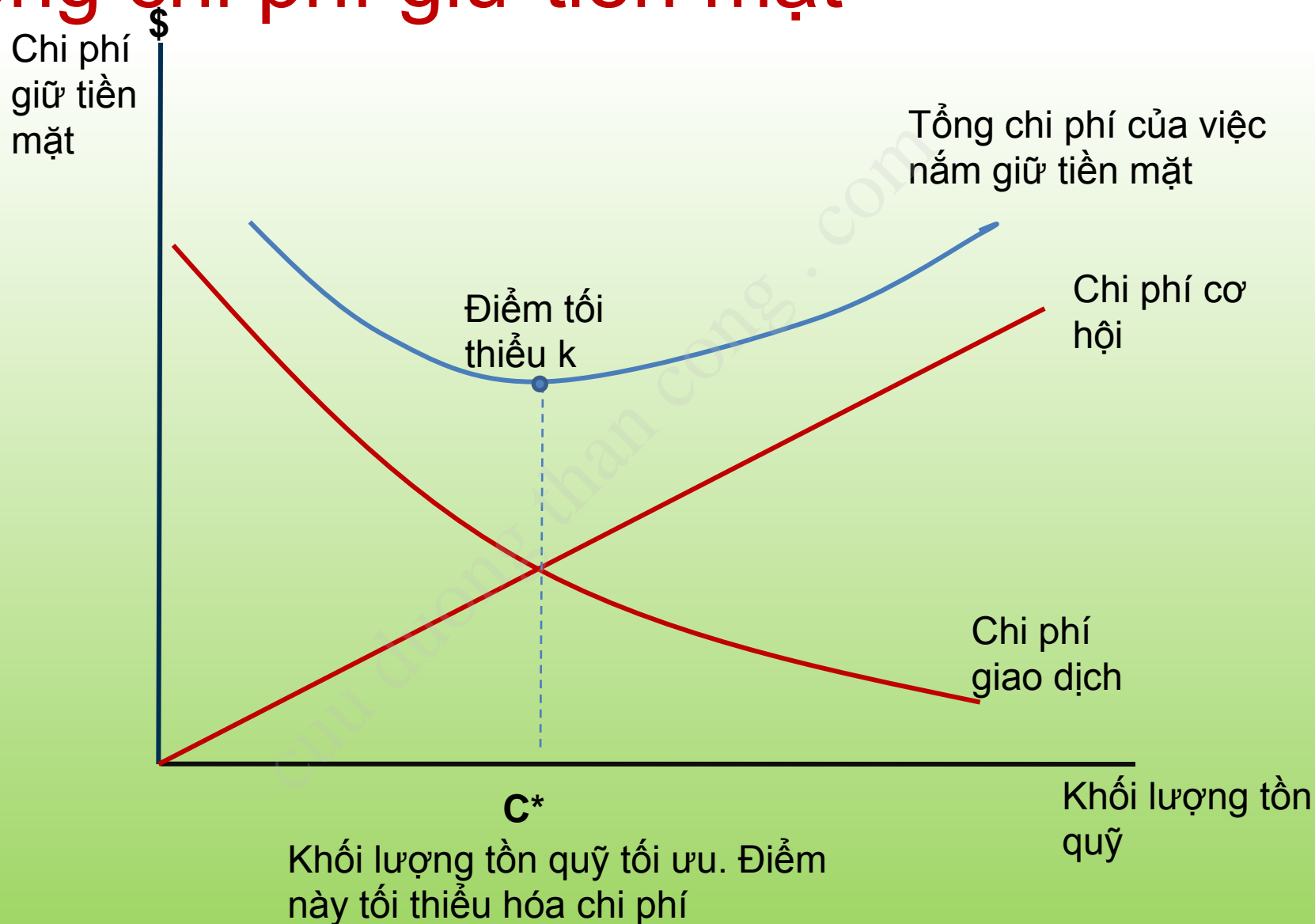


Chi phí giao dịch: liên quan tới việc chuyển đổi từ tài sản đầu tư thành tiền mặt để chi tiêu

Chi phí của việc giữ tiền

- Chi phí cơ hội: tăng theo đầu tư
 - Chi phí cơ hội = Tồn quỹ trung bình x lãi suất ngắn hạn (k)
- Chi phí giao dịch: giảm khi ĐT tăng
 - Chi phí giao dịch = Số lần bán chứng khoán x Phí giao dịch cố định
- Tổng chi phí = $[(C/2) \times K] + [(T/C) \times F]$

Tổng chi phí giữ tiền mặt



Tiền đang chuyển

- Khái niệm:

Tiền đang chuyển (float) = Tồn quỹ trên tài khoản ngân hàng – Tồn quỹ kế toán.

- *Tiền đang chuyển do chi*

- *Khi séc được một công ty phát hành: tạo ra tiền đang chuyển do chi (disbursement float)*
- *→ tồn quỹ kế toán giảm, tồn quỹ NH chưa giảm*

- *Tiền đang chuyển do thu*

- *Khi công ty nhận được séc, tiền đang chuyển do thu phát sinh (collection float).*
- *→ tồn quỹ kế toán tăng, tồn quỹ NH chưa tăng*

Ví dụ 1

- Cty GMI hiện có 1000000\$ gửi NH. Ngày 8/6, Cty mua nguyên liệu và thanh toán cho nhà cung cấp 1000000\$ bằng séc.
- Trên sổ sách, tồn quỹ kế toán lập tức giảm 1000000\$. Trên tài khoản NH số dư chưa giảm
- → *Tiền đang chuyển do chi = Tồn quỹ NH – Tồn quỹ kế toán = 100 000\$ > 0*

Trong thời gian xử lý séc, cty có thể tạm thời đầu tư số dư trên tài khoản vào các chứng khoán ngắn hạn, thu lãi.

Ví dụ 2

- GMI nhận được một tấm séc từ khách hàng, 100000\$, và chuyển tới ngân hàng. Tồn quỹ kế toán tăng 100000\$, trở thành 200000\$.
- Tồn quỹ NH chưa tăng cho tới khi séc được chuyển tới NH của khách hàng và công ty nhận được 100000\$.
- *Tiền đang chuyển do thu = tồn quỹ NH – tồn quỹ kế toán = 100000\$ - 200000\$ = - 100000\$*

Tiền đang chuyển ròng

- Cùng một lúc, có thể vừa phát hành séc, vừa nhận được séc.
- Chênh lệch giữa tiền đang chuyển (do thu và do chi): tiền đang chuyển ròng (net float).
- Tiền đang chuyển ròng có thể âm, có thể dương.

Quản trị tiền đang chuyển

- Trọng tâm của quản trị tiền mặt: tiền đang chuyển rông và tồn quỹ ngân hàng.
- Mục tiêu của quản trị thu tiền: rút ngắn thời gian từ khi khách hàng trả tiền tới khi tiền mặt được chuyển vào tài khoản NH.
- Mục tiêu của quản trị chi tiền: kiểm soát việc thanh toán, giảm thiểu chi phí gắn với việc thanh toán.

Thời gian thu (chi) tiền

- Tổng thời gian gồm ba bộ phận
 - Thời gian gửi séc: séc di chuyển theo đường bưu điện (mailing time).
 - Thời gian xử lý séc nhận được: công ty nhận séc phải xử lý khoản thanh toán và ký gửi nó vào một ngân hàng để thu tiền (processing delay).
 - Thời gian thanh toán séc qua hệ thống ngân hàng (availability delay).

Xác định lượng tiền đang chuyển

- Quy mô tiền đang chuyển phụ thuộc vào cả số tiền (\$) và thời gian chậm trễ.
- Giả sử mỗi tháng bạn phải gửi qua bưu điện một tấm séc 500\$ cho nhà cung cấp.
 - Thời gian gửi: 5 ngày
 - Người nhận ký gửi séc vào ngân hàng: 1 ngày
 - NH giữ séc trong 3 ngày.
 - tổng thời gian chậm trễ ; 9 ngày.
 - Bình quân tiền đang chuyển do chi hàng ngày là bao nhiêu?

- Cách tính 1: bạn có float 500\$ trong 9 ngày
→ tổng float = $9 \times 500\$ = 4500\$$;
→ Float bình quân = $4500/30 = 150\$/\text{ngày}$.
- Cách tính 2: bạn có 9 ngày với float là 500\$ và 21 ngày còn lại trong tháng float = 0\$.
→ Float bình quân = $(9 \times 500 + 21 \times 0)/30 = 150 \text{ \$/ngày}$.

Ý nghĩa: Tính theo bình quân ngày, tồn quỹ sổ sách ít hơn tồn quỹ ngân hàng 150\$, phản ánh bình quân lượng tiền đang chuyển do chi là 150\$.

Với nhiều khoản thu, chi

- Giả sử công ty nhận được hai khoản/tháng
 - Cách thứ nhất

Khối lượng	Chậm trễ trong xử lý séc và ghi nhận tiền	Tổng lượng tiền đang chuyển
Khoản 1: 5 000 000\$	X 9	= 45 000 000\$
Khoản 2: 3 000 000\$	X 5	= 15 000 000\$
Tổng: 8 000 000\$		60 000 000\$

- Tiền đang chuyển bình quân ngày = $60 \text{ tr}/30 = 2 \text{ triệu } \$$.
Tính bình quân, mỗi ngày có 2 triệu \$ chưa thu được và không sẵn có để sử dụng.

– Cách tính thứ 2: tính số tiền nhận được bình quân ngày = 8 triệu \$/30 = 266666,67\$.

Trong số này, 5 triệu bị chậm 9 ngày, 3 triệu bị chậm 5 ngày. Số ngày chậm trễ bình quân là:

$$(5/8) \times 9 \text{ ngày} + (3/8) \times 5 \text{ ngày} = 7,5 \text{ ngày}$$

Tiền đang chuyển bình quân:

= Số tiền nhận được bình quân ngày x số ngày chậm trễ bình quân

$$= 266\ 666,67\$ \times 7,5 \text{ ngày} = 2 \text{ triệu \$}.$$

Khác biệt: thời gian gửi thư

- Tiền đang chuyển = Số dư trên sổ sách – Số dư sẵn có ở ngân hàng.
- Khi chi tiền, số dư trên sổ sách giảm khi séc được gửi đi. → Thời gian gửi thư là thành tố quan trọng của tiền đang chuyển do chi.
- Khi thu tiền, số dư trên sổ sách không tăng cho tới khi nhận được séc. → Thời gian gửi thư không phải là một thành tố của tiền đang chuyển do thu.

Giá của việc giảm tiền đang chuyển

- Chi phí của tiền đang chuyển: Là chi phí cơ hội của việc không thể sử dụng tiền (tối thiểu là khoản tiền lãi do đầu tư).
- Giả sử: Công ty LC bình quân nhận được 1000\$/ngày, chậm trễ bình quân là 3 ngày. Tiền đang chuyển bình quân là 3000\$/ngày → tức là mỗi ngày có 3000\$ không sinh lời.
- Giả sử LC có thể xóa bỏ được float, lợi ích của điều đó là gì? Nếu chi phí của việc đó là 2000\$ thì NPV của việc làm đó là bao nhiêu?

Tác động của xóa bỏ tiền đang chuyển

Bảng 1. Tích đọng tiền đang chuyển

	Ngày					
	1	2	3	4	5	...
Tiền đang chuyển đầu kỳ	0	1000\$	2000\$	3000\$	3000\$...
Séc nhận được	1000\$	1000	1000	1000	1000	...
Séc đã thanh toán (có tiền)	- 0	- 0	- 0	- 1000	- 1000	...
Tiền đang chuyển cuối kỳ	1000\$	2000\$	3000\$	3000\$	3000\$...

Bảng 2. Hiệu ứng của việc loại bỏ tiền đang chuyển

	Ngày			
	t	t + 1	t + 2	...
Tiền đang chuyển đầu kỳ	3000\$	0	0	...
Séc nhận được	1000	1000	1000	...
Séc được thanh toán (có tiền)	- 4000\$	- 1000	- 1000	...
Tiền đang chuyển cuối kỳ	0	0	0	...

- Nhận xét

- LC tạo ra thêm 3000\$ dòng tiền vào, tại ngày t, bằng việc xóa bỏ tiền đang chuyển – đây là thay đổi duy nhất trong dòng tiền của công ty. PV của khoản tiền này = 3000\$. LC giàu thêm 3000\$.
- LC có thể dùng số tiền này để trả cổ tức, đầu tư vào tài sản có lãi...
- Nếu phải tốn chi phí 2000\$ cho việc xóa bỏ tiền đang chuyển, $NPV = 3000\$ - 2000\$ = 1000\$$, công ty vẫn nên làm.

Ví dụ 1

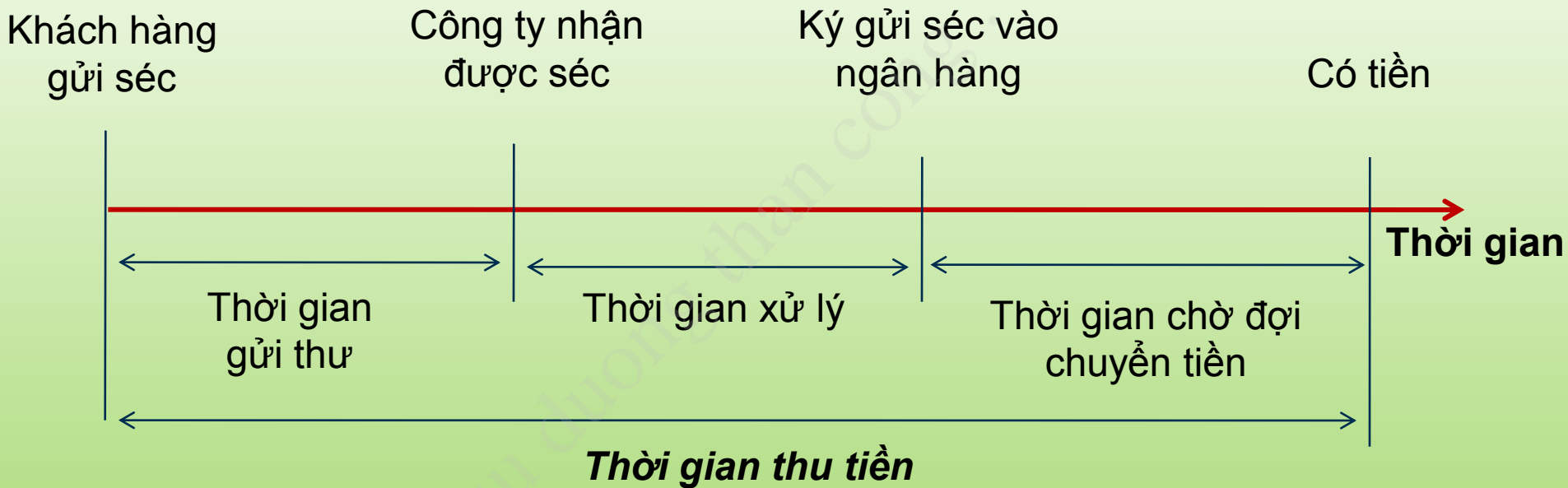
- Giả sử, thay vì xóa bỏ, LC có thể giảm thời gian chuyển tiền xuống còn 1 ngày. Cty sẽ sẵn sàng trả tối đa bao nhiêu tiền?
 - Float sẽ giảm từ 3000\$ xuống còn 1000\$
 - PV của điều này đúng bằng lượng tiền đang chuyển giảm được, là 2000\$.
 - Mức giá LC sẵn sàng trả là dưới 2000\$.

Ví dụ 2

- Giả sử một NH cung cấp dịch vụ giảm float như ví dụ trên, với giá 175\$/năm. Tỷ lệ chiết khấu 8% (xấp xỉ chi phí vay ngắn hạn).
- LC có nên chấp nhận? NPV?
PV của dòng vào vẫn là 2000\$. 175\$ là khoản chi phí vĩnh viễn, $PV(\text{chi phí}) = 175/0,08 = 2187,5\$$
 $\rightarrow NPV = 2000\$ - 2187,5\$ = -187,5\$$
- Mức giá cao nhất mà LC sẵn sàng trả là mức giá làm cho $NPV = 0$; Khi đó,
 $2000\$ = PV(\text{chi phí}) = C/0,08$
 $\rightarrow C = 160\$/\text{năm}$ (C là chi phí hàng năm)

Quản trị thu tiền

- Thời gian thu tiền



- Cách thức thu tiền phụ thuộc phần lớn vào bản chất của kinh doanh.
 - Đơn giản: kinh doanh nhà hàng
 - Phức tạp hơn: các khoản thanh toán đều bằng séc, gửi qua bưu điện. Công ty có thể có một hoặc nhiều điểm điểm nhận thư chuyển séc.
 - Chuyển tiền qua tài khoản, với khối lượng và thời gian được xác định trước.

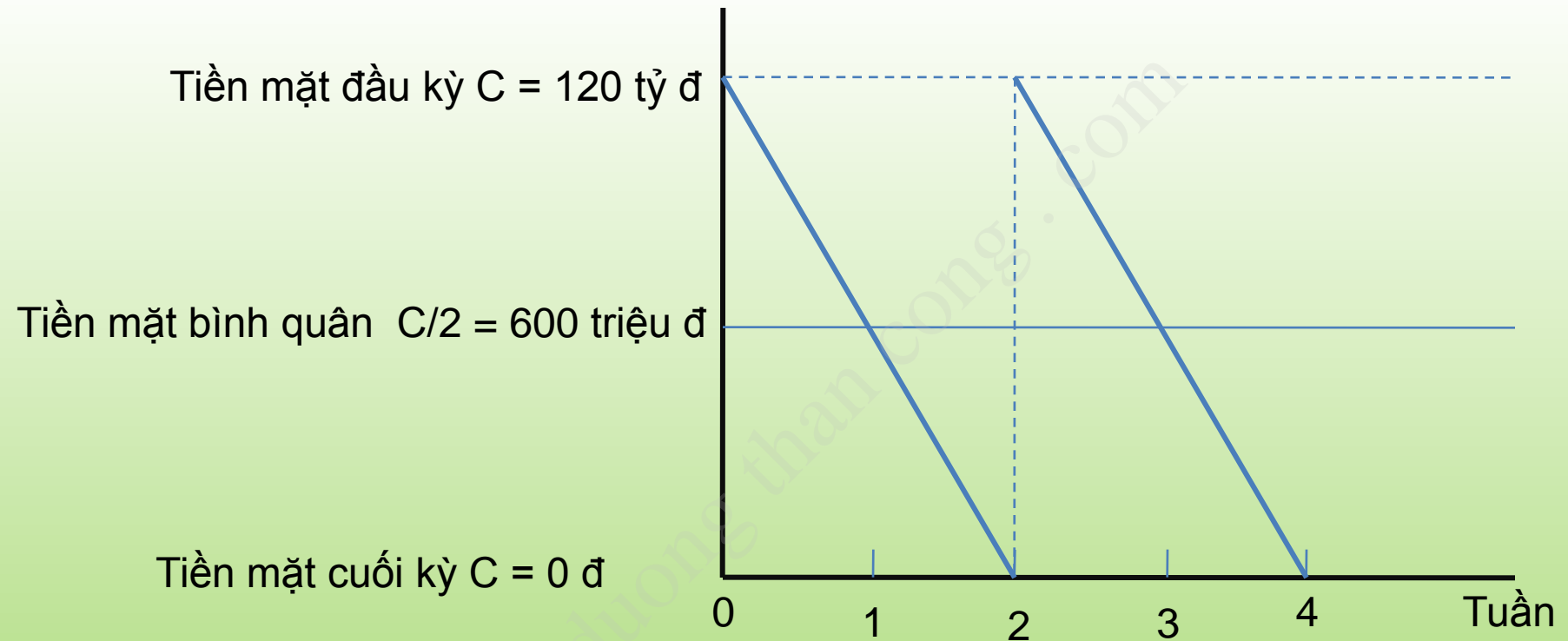
Quản trị chi tiền

- Từ góc độ công ty, tiền đang chuyển do chi là có lợi, nhà quản trị sẽ cố gắng làm chậm quá trình chi tiền (khía cạnh đạo đức và kinh tế).
- Có nhiều cách để kéo dài thời gian nhằm làm tăng tiền đang chuyển do chi: thời gian gửi thư, thời gian xử lý, chuyển tiền (phát hành séc từ một ngân hàng cách xa; gửi séc từ những bưu điện ở cách xa).
- Chiết khấu được hưởng có thể lớn hơn khoản tiết kiệm do trì hoãn thanh toán.

Đầu tư tiền tạm thời nhàn rỗi

- Một vài lý do khiến công ty có tiền tạm thời nhàn rỗi:
 - Các hoạt động mang tính thời vụ hay chu kỳ
 - Các khoản chi tiêu theo kế hoạch, hoặc có thể xảy ra.
- Đặc điểm của chứng khoán ngắn hạn
 - Thời gian đáo hạn
 - Rủi ro vỡ nợ
 - Tính thanh khoản
 - Thuế

Mô hình Baumol



Nếu lập tồn quỹ cao ở đầu kỳ: tiền mặt sẽ hết sau 4 tuần, khi đó Cty mới bán chứng khoán. Chi phí cơ hội cao do tồn quỹ bình quân cao, nhưng chi phí giao dịch thấp
Nếu lập tồn quỹ thấp, chi phí giao dịch cao (do sớm phải bán CK) nhưng giảm được chi phí cơ hội.

- Chi phí cơ hội = tồn quỹ trung bình x lãi suất ngắn hạn = $(C/2) K$
- Chi phí giao dịch = Số lần bán chứng khoán x phí giao dịch cố định = $(T/C) \times F$
- Tổng chi phí = $[(C/2) \times K] + [(T/C) \times F]$
- Tồn quỹ tối ưu khi tổng chi phí nhỏ nhất

$$C = \sqrt{\frac{2TF}{K}}$$

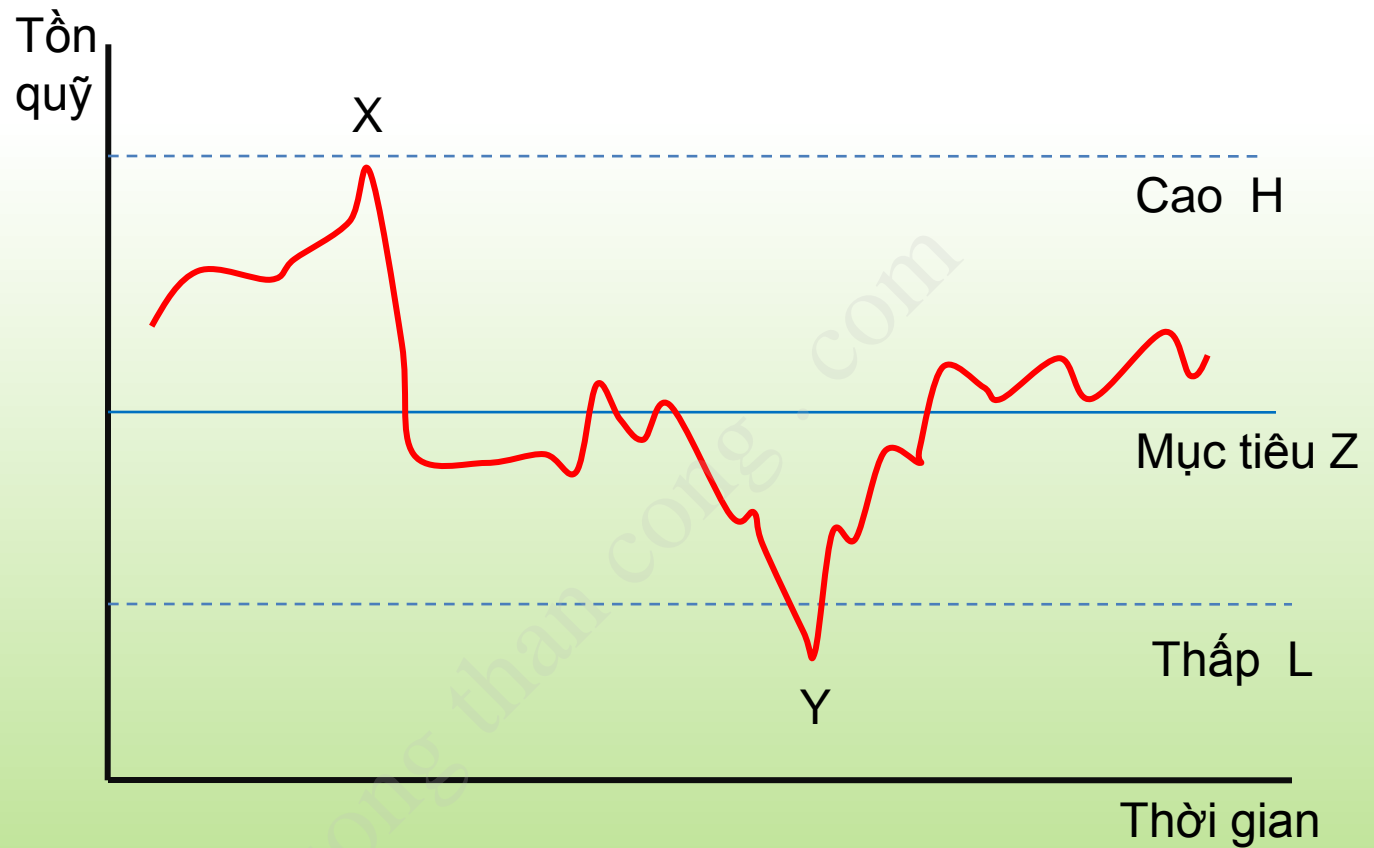
F = chi phí cố định phát sinh khi bán chứng khoán

T = Tổng số tiền mặt mới cần cho giao dịch trong kỳ 1 năm

K = Chi phí cơ hội do giữ tiền mặt

Mô hình Miller - Orr

- Giả định: Dòng tiền ròng = Dòng tiền vào - dòng tiền ra = 0
- Giới hạn trên, H, căn cứ vào chi phí cơ hội giữ tiền.
- Giới hạn dưới, L, căn cứ vào mức độ rủi ro do thiếu tiền mặt
- Nếu tồn quỹ nằm trong mức giữa H và L: công ty không phải mua hay bán chứng khoán ngắn hạn.
- Khi tồn quỹ chạm giới hạn trên \rightarrow công ty mua $(H - Z)$ đồng chứng khoán ngắn hạn để giảm tồn quỹ trở về Z. Khi tồn quỹ chạm L \rightarrow Cty bán chứng khoán để nâng tồn quỹ lên mức Z



$$Z^* = \sqrt[3]{\frac{3F\sigma^2}{4K}} + L$$

$$H^* = 3Z^* - 2L$$

$$C_{TB} = \frac{4Z^* - L}{3}$$

Dấu *: giá trị tối ưu,
 σ^2 = phương sai của dòng tiền ròng hàng ngày

F = chi phí giao dịch

K = chi phí cơ hội

C_{TB} = tồn quỹ trung bình

Sử dụng mô hình Miller – Orr để thiết lập tồn quỹ tối ưu