



BÀN VỀ NỘI DUNG VÀ CÁC NGUYÊN TẮC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ

NCS. THÂN NHƯ HÀ - Học viện Kỹ thuật Quân sự

Để đánh giá hết hiệu quả cũng như tính khả thi của dự án, các chủ đầu tư, nhà quản lý và nhà tài trợ đều phải tiến hành thẩm tra, xem xét các chỉ tiêu tài chính, kinh tế, xã hội môi trường của dự án, qua đó, cân nhắc xem có nên thực hiện dự án hay không. Bài viết phân tích những nội dung cơ bản trong việc thẩm định dự án đầu tư và các nguyên tắc cơ bản trong việc thẩm định tài chính của dự án đầu tư.

Từ khóa: Thẩm định dự án đầu tư, thẩm định tài chính, dòng tiền, nhà quản lý

In order to fully evaluate performance and feasibility of projects, investors, managers and sponsors should conduct verification, examination of financial-economic-social indices of those projects to make proper decision. This article analyzes the contents of investment project appraisal and fundamentals of financial appraisal.

Keywords: investment project appraisal, financial appraisal, currency flow, manager

Sự cần thiết của việc thẩm định của dự án đầu tư

Thẩm định dự án đầu tư là yêu cầu bắt buộc đối với bất kỳ nhà đầu tư nào khi tiến hành bỏ vốn đầu tư. Đây là quá trình kiểm tra, xem xét, đánh giá một cách khoa học, toàn diện những nội dung ảnh hưởng tới hiệu quả kinh tế, xã hội và tính khả thi của dự án; từ đó ra quyết định có đầu tư hay không. Việc thẩm định dự án sẽ giúp loại bỏ những dự án xấu, lựa chọn được những dự án tốt, hứa hẹn một hiệu quả cao. Đứng trên mỗi góc độ, thẩm định dự án đều đem lại những kết quả nhất định và có ý nghĩa riêng với mỗi bên. Cụ thể:

- Về phía chủ đầu tư: Việc thẩm định dự án sẽ giúp các chủ đầu tư lựa chọn được những dự án tối ưu, có tính khả thi cao, phù hợp với điều kiện tự có và khả năng huy động các nguồn tài chính; tạo điều kiện thực hiện có hiệu quả dự án, mang lại lợi nhuận trong tương lai.

- Về phía các cơ quan chuyên quản: Thẩm định dự án sẽ giúp họ đánh giá được tính cần thiết và phù hợp của dự án đối với tổng thể các kế hoạch chương trình kinh tế của nhà nước tại địa phương. Xác định được hiệu quả của việc sử dụng các nguồn lực xã hội của dự án, xác định được những tác động có lợi và có hại của dự án đối với môi trường và những lợi ích khác.

- Về phía nhà tài trợ: Thẩm định dự án giúp họ đưa ra được quyết định sử dụng tài chính của mình một cách chính xác. Thông qua quá trình thẩm định, họ sẽ nắm được các luồng chi phí và giá trị thu được từ dự án; Đánh giá được khả năng thanh toán của chủ đầu tư trong quá trình thực hiện dự án; Đảm bảo an toàn tài chính cho mình.

Nội dung của thẩm định dự án

Những yếu tố khác nhau làm nên tổng thể một dự án bao gồm các mặt kỹ thuật, thị trường, tài chính, luật pháp đều phải được xem xét đánh giá kỹ lưỡng qua quá trình thẩm định dự án đầu tư.

Thứ nhất, thẩm định các điều kiện pháp lý và mục tiêu của dự án. Thẩm định tư cách pháp nhân của chủ đầu tư, hồ sơ trình duyệt có đủ theo quy định của pháp luật, có hợp lệ hay không? Thẩm định mục tiêu của dự án để xem xét tính phù hợp của dự án đối với các chương trình kinh tế của địa phương, vùng, ngành. Ngành nghề trong dự án có thuộc nhóm ngành cho phép hoạt động hay ưu tiên không?

Thứ hai, thẩm định về thị trường của dự án. Cho phép xem xét sản phẩm của dự án sản xuất ra phục vụ cho đối tượng nào, được kinh doanh trên thị trường địa phương, trong nước hay xuất khẩu. Sức mạnh của các đối thủ cạnh tranh và ưu thế của



dự án... Xem xét thị trường là cơ sở cho việc lựa chọn quy mô dự án, thiết bị, công nghệ và dự kiến khả năng tiêu thụ. Độ chính xác của công đoạn này thường không lớn nhưng có vai trò rất quan trọng, quyết định mức độ thành công của dự án.

Thứ ba, thẩm định khía cạnh kỹ thuật của dự án. Thông tin về đời sống của dự án và tính phù hợp của công nghệ đối với dự án là tiêu thức quan trọng trong công đoạn này. Nắm được thông tin này sẽ tránh cho dự án không bị hao mòn vô hình quá nhanh. Khía cạnh này thường được quan tâm ngay từ khi lập dự án, vì các chủ đầu tư phải ra quyết định lựa chọn trang thiết bị máy móc cũng như dây chuyền công nghệ. Khâu thẩm định này đòi hỏi sự chính xác trong khâu tính toán thông số kỹ thuật của dự án, kiểm tra sự phù hợp với điều kiện môi trường của các dây chuyền sản xuất.

Thứ tư, thẩm định khía cạnh nhân lực và tổ chức quản lý. Các dự án đầu tư muốn hoạt động hiệu quả không thể không tính đến khía cạnh nhân lực và tổ chức quản lý. Rất nhiều dự án dù tính toán chi phí và hiệu quả kinh tế chính xác vẫn thất bại khi thực hiện trong điều kiện quản lý yếu kém, thiếu nhân lực có trình độ. Hiệu quả về kinh tế và tài chính có đạt được như dự tính hay không phụ thuộc nhiều vào năng lực quản lý của cơ quan có trách nhiệm triển khai dự án.

Thứ năm, thẩm định hiệu quả kinh tế - xã hội của dự án. Đánh giá hiệu quả của việc thực thi dự án đối với toàn bộ nền kinh tế là yêu cầu của công đoạn này. Có những dự án dù hiệu quả về mặt tài chính song cũng có thể bị loại nếu vi phạm lợi ích kinh tế quốc dân. Mặt khác, hiện nay các quốc gia đã chú trọng vào việc phát triển đi đôi với bảo vệ môi trường. Vì vậy, một tác động xấu đến môi trường cũng có thể làm cho một dự án có hiệu quả cao về mặt tài chính bị loại bỏ.

Thứ sáu, thẩm định khía cạnh tài chính của dự án. Phân tích tài chính là khâu tối quan trọng của thẩm định dự án, đòi hỏi sự tính toán cùng khả năng tổng hợp và dự đoán chính xác những dòng tiền của dự án. Là khâu cung cấp dữ liệu cho việc đánh giá hiệu quả kinh tế của dự án. Đặc trưng của hoạt động đầu tư dài hạn là đòi hỏi nguồn lực tài chính to lớn, thời gian thi công và vận hành dự án kéo dài, gắn liền với nhiều rủi ro, bao gồm cả rủi ro vĩ mô và rủi ro nội tại của doanh nghiệp. Cho nên, trước khi thực hiện đầu tư, doanh nghiệp cần thực hiện tốt hoạt động thẩm định, nhất là công tác thẩm định tài chính, nhằm thực sự lựa chọn được những dự án đầu tư hiệu quả, góp phần gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Nguyên tắc thẩm định dự án

Bên cạnh việc tuân thủ đầy đủ các nội dung yêu cầu đặt ra, trong thẩm định dự án đầu tư đòi hỏi các nhà đầu tư phải tuân thủ các nguyên tắc:

Một là, thẩm định dự án cần dựa trên nguyên lý giá trị thời gian của tiền: Giá trị thời gian của tiền, hàm ý một đồng nhận được ngày hôm nay có giá trị hơn một đồng nhận được trong tương lai, hay nói cách khác, giá trị của đồng tiền ở các thời điểm khác nhau là không giống nhau. Có ba nguyên nhân khiến cho tiền có giá trị về mặt thời gian, đó là: (i) Do lạm phát, tiền tệ sẽ bị mất đi sức mua trong điều kiện lạm phát, nên tiền nhận sớm hơn sẽ có giá trị cao hơn; (ii) Do có các cơ hội đầu tư kiếm lời, đồng tiền nhận được sớm hơn có thể được đem đầu tư và thu được các khoản lãi. Do đó, tiền nhận sớm hơn sẽ có giá trị hơn; (iii) Do rủi ro, tương lai bao hàm rủi ro, vì vậy tiền nhận sớm hơn thì sẽ an toàn hơn. Yếu tố bất định càng cao, thì giá phải trả cho thời gian sử dụng tiền sẽ càng cao.

Để một dự án đầu tư được diễn ra khả thi, chủ đầu tư cần thực hiện đầy đủ các bước thẩm định dự án, cũng như thực hiện các nguyên tắc tài chính cần trọng, tránh đầu tư dàn trải cũng như bỏ qua bất kỳ khâu thẩm định nào sẽ dẫn đến hậu quả đáng tiếc.

Hai là, thẩm định dự án dựa trên dòng tiền tăng thêm mà không dựa trên lợi nhuận kế toán. Trong thẩm định dự án, công ty cần dựa trên dòng tiền tăng thêm mà không dựa trên lợi nhuận kế toán. Điều này là vì hai lý do cơ bản sau: Lợi nhuận kế toán có thể bị bóp méo thông qua việc sử dụng các kỹ thuật kế toán sáng tạo và các cách thức phân bổ chi phí, do đó, lợi nhuận không đáng tin cậy bằng dòng tiền; Lợi ích thực sự của dự án là lượng tiền thực tế mà dự án tạo ra cho chủ sở hữu. Dòng tiền tăng thêm là dòng tiền sau thuế được xác định theo công thức sau:

Dòng tiền tăng thêm = Dòng tiền của doanh nghiệp nếu có dự án – Dòng tiền của doanh nghiệp nếu không có dự án

Ba là, thẩm định dự án cần dựa trên cơ sở quy định của pháp luật và thực tiễn các dự án đã thẩm định. Để việc đánh giá và ra quyết định đầu tư vào dự án có cơ sở khoa học, khả thi đòi hỏi trong quá trình xây dựng phương án tài chính, dữ liệu và các thông số tính toán phải có cơ sở và thực tiễn. Để nâng cao chất lượng thông tin tài chính



sử dụng trong việc lập phương án tài chính của dự án, cần bám sát các quy định và thông số của Nhà nước về đầu tư và xây dựng các dự án. Đồng thời, tham khảo các thông số của những dự án đã được thực hiện nhằm đối chiếu so sánh và phát hiện những điểm hợp lý hay bất hợp lý từ những thông số và kết quả tính toán các chỉ tiêu tài chính của dự án.

Bốn là, nên bỏ qua lãi vay khi tính thuế thu nhập trong xác định dòng tiền. Thực tế hiện nay, cả phía doanh nghiệp và ngân hàng đều đưa lãi vay vào chi phí để tính thuế thu nhập doanh nghiệp, còn đối với chi phí sử dụng vốn thì không điều chỉnh lãi suất vay vốn về sau thuế. Điều này là không hợp lý, vì không đảm bảo tính phù hợp khi tính chi phí sử dụng vốn trung bình. Do vậy, để đảm bảo tính phù hợp giữa dòng tiền và tỷ suất chiết khấu khi đánh giá hiệu quả dự án đầu tư, cần nhất quán khi tính toán dòng tiền vào của dự án, đó là không đưa lãi vay vào chi phí khi tính toán thu nhập chịu thuế. Khoản tiết kiệm thuế do lãi vay đưa lại đã được điều chỉnh vào chi phí sử dụng vốn vay về sau thuế.

Năm là, ước lượng chi phí sử dụng vốn của dự án dựa trên dữ liệu thị trường. Chi phí sử dụng vốn là một biến số thiết yếu trong việc tính toán và đánh giá các chỉ tiêu thẩm định dự án. Bên cạnh đó, nhiều chỉ tiêu thẩm định rất nhạy cảm với chi phí sử dụng vốn. Chỉ một sự thay đổi nhỏ trong chi phí sử dụng vốn có thể dẫn đến sự khác biệt rất lớn. Điều này đòi hỏi việc ước lượng chi phí sử dụng vốn khoa học và hợp lý là một yêu cầu cần thiết.

Đối với chi phí sử dụng nợ vay. Đây là mức lãi suất vay vốn mà doanh nghiệp dự kiến huy động để tài trợ cho dự án dựa trên tình hình lãi suất thị trường hiện hành. Khi tính toán chi phí sử dụng vốn bình quân, chi phí sử dụng nợ vay phải được đưa về sau thuế theo công thức:

$$\text{Chi phí sử dụng vốn vay sau thuế} = \text{Chi phí vốn vay trước thuế} \times (1 - \text{thuế suất thuế thu nhập})$$

Có nhiều phương pháp ước lượng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu khác nhau, tuy nhiên, đa số đều đòi hỏi dữ liệu giá thị trường nên không đảm bảo tính khả thi khi ước lượng cho dự án. Nghiên cứu đề xuất nên sử dụng các phương pháp sau: (1) Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu bằng lãi suất vay vốn cộng mức bù rủi ro nhưng có điều chỉnh cho phù hợp; (2) Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu bằng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành.

Sáu là, tính đến yếu tố lạm phát khi đánh giá

hiệu quả dự án đầu tư. Cách có thể xử lý lạm phát là: Cộng thêm vào tỷ suất sinh lời của nhà đầu tư một mức bù cho lạm phát. Trên thực tế, khi xác định tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư, bản thân nó đã bao gồm cả lạm phát, chính vì vậy không cần thiết phải cộng thêm mức lạm phát nữa. Tuy nhiên, để đảm bảo tính phù hợp giữa dòng tiền và tỷ suất chiết khấu chúng ta cần sử dụng dòng tiền danh nghĩa (tức là dòng tiền đã bao gồm cả mức trượt giá do lạm phát).

Bảy là, kết hợp thẩm định dự án theo quan điểm tổng đầu tư và quan điểm chủ sở hữu, trong đó lấy quan điểm tổng đầu tư là trọng yếu. Trong một dự án có thể tính toán dòng tiền theo hai quan điểm sau:

- *Quan điểm tổng đầu tư*: Nhà cho vay thẩm định dự án dựa trên dòng tiền của tổng vốn đầu tư. Theo đó, các ngân hàng cho vay sẽ xác định được tính khả thi về mặt tài chính của dự án, nhu cầu cần vay vốn cũng như khả năng trả nợ gốc và lãi vay của dự án. Mục đích xem xét dự án là nhằm đánh giá sự an toàn của số vốn cho vay, vì nhà cho vay được ưu tiên nhận trước dòng thu nhập của dự án mà không có nghĩa vụ phải chia sẻ với chủ sở hữu. Ngay cả khi dự án gặp rủi ro thị trường, tổng dòng thu của dự án chỉ vừa bằng với số tiền cần trả (nợ gốc và lãi vay), nhà cho vay vẫn thu đủ phần của mình, mọi rủi ro sẽ được dồn hết lên vai chủ sở hữu.

- *Quan điểm chủ sở hữu*: Mục đích nhằm xem xét giá trị thu nhập ròng còn lại của dự án so với những gì họ có được trong trường hợp không thực hiện dự án. Khác với quan điểm nhà cho vay, chủ sở hữu khi tính toán dòng tiền ra phải cộng vốn vay ngân hàng vào; còn dòng tiền vào phải trừ khoản trả lãi vay và nợ gốc. Nói cách khác, chủ đầu tư (chủ sở hữu) quan tâm đến dòng ngân lưu ròng còn lại cho mình, sau khi đã thanh toán nợ vay. Tỷ suất chiết khấu sử dụng để tính giá trị hiện tại ròng theo quan điểm chủ sở hữu là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, vì chỉ tính trên dòng tiền của chủ sở hữu. Tuy nhiên, họ không hiểu rằng, nếu tiếp cận như vậy hiệu quả đo lường được sẽ có sự tác động của đòn bẩy tài chính.

Tài liệu tham khảo:

1. Giáo trình "Kinh tế - kỹ thuật phân tích và lựa chọn dự án đầu tư", Đại học Bách khoa TP. Hồ Chí Minh – GS. Phạm Thụy, 1991;
2. Giáo trình "Kinh tế đầu tư", TS. Trần Văn Phùng, NXB Tài chính 2002;
3. Giáo trình "Lập và quản lý dự án đầu tư"- PGS.,TS. Nguyễn Ngọc Mai, NXB Giáo dục 1996;
4. Giáo trình "Thẩm định tài chính dự án", PGS.,TS. Lưu Thị Hương chủ biên.