yếu là một dự án thương mại, thì sẽ phát sinh những vấn đề liên quan tới hỗn hợp tài trợ/huy động vốn tối ưu giữa vốn cổ phần và vốn vay.[2]

Bảng 3-2: Thông tin hoạt động cho dự án khai thác khoáng sản

Hạng mục / Năm	0	1	2	3	4	5	6	7
Doanh thu: Ngoại thương			2000	3000	3500	3000	2000	
Khoản mua hàng								
Nguyên liệu đầu vào								
Ngoại thương			600	750	800	700	600	
Phi ngoại thương			200	250	320	200	200	
Thuế quan hàng ngoại thương			60	75	80	70	60	
Thuế quan hàng phi ngoại thương			75	25	32	20	20	
Lao động								
Có tay nghề (nội địa)			100	150	200	150	125	
Phổ thông			50	70	90	80	60	
Các chi phí khác								
Khấu hao			789	1000	1000	1000	1000	0
Vốn lưu động								
(giá trị cuối kỳ)								
Khoản phải thu		0	500	750	1000	750	500	0
Khoản phải trả		0	160	200	300	200	150	0
Tồn kho		0	200	250	300	200	0	0
Tiền mặt dưới dạng vốn lưu động		20	30	45	50	45	20	0

Với các số liệu trình bày trong bảng 3-1 và 3-2, báo cáo ngân lưu hoạch định có thể được xây dựng như trong bảng 3-3. Báo cáo ngân lưu này làm cơ sở cho phân tích tài chính và kinh tế của dự án theo sau đó. Chính ngân lưu ròng từ báo cáo này cho chúng ta biết danh mục dự án như đã nêu trong hình 3-1.

3.3 PHÂN TÍCH CÁC QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ THEO NHỮNG QUAN ĐIỂM KHÁC NHAU

Như đã thảo luận trong các phần 2.3 ở Chương 2, một dự án đầu tư có thể được thẩm định theo các phân tích tài chính, kinh tế, phân phối thu nhập, hay xã hội. Trong phân tích tài chính, các dự án được thẩm định trên cơ sở sử dụng giá cả tài chính như chúng thực sự xuất hiện trên thị trường. Trong phân tích kinh tế, các nhà phân tích thẩm định quyết định đầu tư trên cơ sở sử dụng giá cả đã được điều chỉnh ứng với các biến dạng thị trường để chúng phản ảnh chi phí nguồn lực hay lợi ích kinh tế thực sự đối với xã hội. Trong phân tích phân phối thu nhập, lợi ích kinh tế ròng sẽ được phân chia cho mọi đối tượng chịu ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp của dự án.

[2] Những vấn đề tài chính liên quan đến các công ty xí nghiệp quốc doanh được trình bày sâu hơn trong Malcom Gillis, Glenn P. Jenkins, and Donald R. Lessard, "Public Enterprise Finance: Towards a Synthesis", Development Discussion Paper Number 101, Harvard Institute for International Development, August 1980.

Bảng 3-3: Báo cáo ngân lưu tài chính hoạch định cho đầu tư khai thác khoán sản

Hạng mục Năm	0	1	2	3	4	5	6	7
CÁC KHOẢN THU:								
Doanh thu: Ngoại thương			2000	3000	3500	3000	2000	0
Thay đổi trong khoản phải thu			-500	-250	-250	+250	+250	+500
Giá trị thanh lý (tài sản phế thải)								1000
NGÂN LƯU VÀO (+)			**1500**	**2750**	**3250**	**3250**	**2250**	**1500**
CÁC KHOẢN CHI:								
a) Chuẩn bị, khai thác và phát triển địa điểm:								
Nguyên liệu:								
Nguyên liệu ngoại thương	500	500						
Thuế nhập khẩu (ngoại thương)	75	75						
Thuế doanh thu (ngoại thương)	29	29						
Nguyên liệu phi ngoại thương	400	300						
Thuế doanh thu	20	15						
Thiết bị:								
Ngoại thương ròng	600	2000						
Thuế doanh thu	66	220						
Thuế nhập khẩu	60	200						
b) Mua nguyên liệu								
Ngoại thương			600	750	800	700	600	
Phi ngoại thương			200	250	320	200	200	
Thuế nhập khẩu			60	75	80	70	60	
Thuế			20	25	32	20	20	
c) Chi phí nhân công vận hành								
Có tay nghề (bản địa)			100	150	200	150	125	
Phổ thông			50	70	90	80	60	
d) Chi phí nhân công xây dựng								
Có tay nghề (nội địa)	150	100						
Phổ thông	200	250						
e) Thay đổi trong khoản phải trả		0	-160	-40	-100	+100	+50	+150
f) Thay đổi trong tiền mặt làm vốn lưu động		20	10	15	5	-5	-25	-20
NGÂN LƯU RA (-)	**2100**	**3709**	**880**	**1295**	**1427**	**1315**	**1090**	**130**
NGÂN LƯU RÒNG	**-2100**	**-3709**	**-620**	**+ 1455**	**+1823**	**+1935**	**+1160**	**+1370**

Cuối cùng, trong phân tích nhu cầu cơ bản, các hình thức thưởng/phạt đối với ngoại tác mà dự án tạo ra khi làm thay đổi mức tiêu dùng một số hàng hóa hay dịch vụ nhất định mà xã hội coi là nhu cầu cơ bản hay có tác dụng tiêu cực. Các nhà phân tích quy ra các mức thưởng/phạt để phản ảnh giá trị của ngoại tác được cộng đồng gán ghép với việc tiêu thụ loại hàng hóa hay dịch vụ mà xét theo quan điểm xã hội là đáng khen (như giáo dục) hay đáng trách (như nghiện ma túy).

Ngoài việc phải tuân theo những cách thức phân tích khác nhau, các dự án đầu tư cũng có thể được thẩm định theo quan điểm của những cá nhân hay tổ chức khác nhau. Ví dụ, các chuyên gia phân tích có thể đánh giá dự án qua lăng kính của chủ đầu tư hay cổ đông, của nhà cung ứng nguyên liệu cho dự án, của dân chúng sống ở vùng hạ lưu của khu vực dự án, của ngân hàng hay các tổ chức tài chính khác, của cơ quan quản lý ngân sách nhà nước hay của cả quốc gia. Trong Hình 3.2 chúng tôi phác họa một số thay đổi vị trí có thể xảy ra khi thẩm định dự án từ những quan điểm của các cá nhân hay tổ chức khác nhau. Người đọc cần lưu ý rằng số lượng các quan điểm nêu trong Hình 3.2 đã bị hạn chế một cách cố ý để cho đơn giản và rõ ràng.

Ta có thể nghĩ về một dự án như là một tập hợp các quan hệ giao dịch, qua đó cá nhân hay tổ chức phải chịu chi phí khác nhau và nhận được những lợi ích khác nhau. Việc thẩm định dự án từ một số quan điểm khác nhau là rất quan trọng vì chúng cho phép các nhà phân tích xác định xem các bên liên quan có nhìn nhận dự án là đáng tài trợ, đáng tham gia hoặc triển khai hay không. Nếu kết quả của dự án chỉ hấp dẫn đối với chủ dự án nhưng không hấp dẫn đối với các tổ chức tài chính hay cơ quan quản lý ngân sách của chính quyền, dự án đó có thể sẽ gặp khó khăn trong khâu xin phép phê chuẩn hoặc tìm nguồn tài trợ. Hay ngược lại, nếu dự án là có lợi theo quan điểm của ngân hàng hay của cơ quan quản lý ngân sách nhưng không có lợi cho chủ đầu tư, dự án có thể gặp nhiều khó khăn trong thực hiện. Nói tóm lại, để đảm bảo được phê chuẩn và thực hiện thành công, dự án phải hấp dẫn tất cả những nhà đầu tư và những người thực hiện có liên quan.

Hình 3.2: Phân tích các quyết định đầu tư theo nhiều quan điểm khác nhau

	Loại hình phân tích			
	Tài chính	Kinh tế	Phân phối thu nhập	Nhu cầu cơ bản
Quan điểm	(I)	(II)	(III)	(IV)
Ngân hàng	A	Không áp dụng	E	Không áp dụng
Chủ đầu tư	B	Không áp dụng	E	Không áp dụng
Ngân sách chính quyền	C	Không áp dụng	E	Không áp dụng
Quốc gia	Không áp dụng	D	E	F

Vì các phân tích kinh tế, phân phối thu nhập hay theo nhu cầu cơ bản đều xét theo quan điểm của toàn quốc gia, chúng không phải là mối quan tâm hàng đầu trong quyết định của chủ đầu tư hay ngân hàng. Trong khi chủ đầu tư hay ngân hàng đánh giá một dự án theo quan điểm tài chính, quan điểm quốc gia lại xem xét quyết định đầu tư theo quan điểm kinh tế, phân phối thu nhập hay nhu cầu cơ bản. Những tình huống này được diễn tả bằng các chữ từ A đến F trong Hình 3-2 và được thảo luận cụ thể trong phần dưới đây.

3.3.1 Quan điểm Tài chính

(A) Ngân hàng

Mối quan tâm trước tiên của ngân hàng là xác định sức mạnh tổng thể của dự án nhằm đánh giá sự an toàn của số vốn vay mà dự án có thể cần. Các ngân hàng coi dự án như là một hoạt động có khả năng tạo ra những lợi ích tài chính rõ ràng và sử dụng những nguồn tài chính rõ

ràng. Quan điểm này còn được biết như là quan điểm tổng đầu tư, theo đó các ngân hàng xem xét các dòng tài chính rót vào dự án (gồm trợ giá) và các lợi ích (gồm chi trả thuế), với cả lợi ích và chi phí được xác định theo giá cả tài chính của chúng. Qua phân tích những dòng tài chính tiềm năng này, các ngân hàng sẽ xác định được tính khả thi về mặt tài chính, nhu cầu cần vay vốn cũng như khả năng trả nợ vay của dự án. Phải tính gộp vào tổng vốn đầu tư của dự án chi phí cơ hội tài chính của bất kỳ công trình hiện hữu nào được ghép vào dự án mới. Các ngân hàng không quan tâm tới chi phí gốc của những tài sản hiện có. Quan điểm của ngân hàng hay quan điểm tổng đầu tư được diễn tả bằng ô "A", là nền tảng mà các thành viên liên quan dựa vào để đánh giá khả năng thu lợi của họ. Một cách chính thức hơn, quan điểm của ngân hàng có thể được diễn tả như sau:

A = Quan điểm của Ngân hàng = Quan điểm tổng mức đầu tư

= Lợi ích tài chính trực tiếp - Chi phí tài chính trực tiếp - Chi phí cơ hội của các tài sản hiện có

(B) Chủ đầu tư

Giống như ngân hàng, chủ đầu tư xem xét mức thu nhập ròng tăng thêm của dự án so với những gì họ có thể kiếm được trong trường hợp không có dự án; vì vậy, chủ đầu tư xem những gì mà họ bị mất đi khi thực hiện dự án là chi phí. Khác với ngân hàng, chủ đầu tư cộng vốn vay ngân hàng như khoản thu tiền mặt, và trừ tiền trả lãi vay và nợ gốc như khoản chi tiền mặt. Như vậy, đối với chủ đầu tư của dự án, ngân lưu ròng tương ứng có thể được diễn tả như sau:

B = A + Vốn vay - Trả lãi và nợ vay

(C) Cơ quan ngân sách của chính quyền

Ô "C" tính đến tác động của dự án đầu tư theo quan điểm của cơ quan quản lý ngân sách chính quyền. Một dự án có thể cần được chi ngân sách dưới dạng trợ giá hay các hình thức chi chuyển giao khác và cũng có thể tạo nguồn thu từ phí sử dụng và thuế trực thu hay gián thu. Do đó, đối với cơ quan quản lý ngân sách chính quyền, thu nhập tài chính ròng do một dự án tạo ra có thể được diễn tả như sau:

C = Thuế và phí sử dụng trực tiếp và gián tiếp - Trợ giá và trợ cấp trực tiếp và gián tiếp

3.3.2 Quan điểm kinh tế

(D) Quốc gia

Khi sử dụng phân tích kinh tế để tính toán tỉ suất lợi nhuận của dự án theo quan điểm của quốc gia, các nhà phân tích phải sử dụng giá kinh tế để định giá các nhập lượng và xuất lượng của dự án và thực hiện những điều chỉnh cần thiết khác, như đã trình bày trong phần 2.3(e) của Chương 2. Các mức giá kinh tế này đã bao hàm thuế và trợ giá. Ngoài ra, các nhà phân tích phải bổ sung thêm ngoại tác hay các lợi ích/chi phí mà dự án tạo ra cho người hay cảnh vật bên ngoài vùng dự án. Theo quan điểm của quốc gia, các hoạt động phải hy sinh để thực hiện dự án phải được xem là chi phí. Cuối cùng, phần thẩm định kinh tế của một dự án còn điều chỉnh theo thuế và trợ giá, và không tính tới vốn vay vì chúng chỉ thể hiện luồng vốn chứ không phải là tài

nguyên thực sự. Vì vậy, tỉ suất lợi nhuận hay suất sinh lợi kinh tế của dự án, theo quan điểm của quốc gia, có thể được diễn tả như sau:

D = Tổng lợi ích - Chi phí (cả chi phí đầu tư lẫn hoạt động) được tính theo giá kinh tế

3.3.3 Quan điểm phân phối thu nhập

Đối với phân phối thu nhập, nhà phân tích tính toán lợi ích tài chính ròng mà dự án mang lại cho các nhóm đối tượng chịu ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp bởi dự án, sau khi đã trừ đi chi phí cơ hội của họ. Phân tích phân phối thu nhập được xây dựng trên cơ sở các phân tích kinh tế và tài chính với điều kiện chúng được thực hiện theo quan điểm của tất cả các bên liên quan tới dự án. Trong Hình 3.2 phân tích phân phối thu nhập được ký hiệu bằng chữ E và được xây dựng bằng tất cả ngoại tác do dự án tạo ra, dẫn đến thay đổi thu nhập của các nhóm khác nhau trong xã hội.

3.3.4 Quan điểm nhu cầu cơ bản

Ở đây, các nhà phân tích quy ra một ngoại tác tích cực khi các thành viên của dự án tiêu thụ một dịch vụ đáng khuyến khích như giáo dục, y tế, hay dinh dưỡng. Theo trực giác thì mức sẵn lòng chi trả của một cá nhân cho các dịch vụ chẳng hạn như giáo dục là thấp hơn giá trị thực sự của giáo dục mà tất cả mọi thành viên trong xã hội cùng sẵn lòng bỏ tiền ra trả cho cá nhân đó được đào tạo. Do đó, nhà phân tích cộng thêm một khoản tiền cho mỗi đô-la giá trị của số lượng hàng hóa cơ bản tăng thêm, mà những hàng hóa này đang được xã hội tiêu thụ nhờ kết quả hoạt động của dự án. Phân tích theo nhu cầu cơ bản được ký hiệu bằng chữ F trong Hình 3.2.

Để minh họa các khía cạnh phân tích khác nhau có thể sử dụng trong thẩm định dự án, chúng tôi sử dụng ví dụ một dự án được đánh giá theo cách nhìn của những cá nhân và tổ chức khác nhau trên cơ sở các thông lệ kế toán khác nhau. Phân tích phân phối thu nhập hay nhu cầu cơ bản không được trình bày trong ví dụ này nhưng sẽ được thảo luận ở phần sau.

Ta hãy xem xét các dữ kiện ước lệ của một dự án như sau:

a. Dự án sẽ kéo dài trong hai năm, được ký hiệu là năm 0 và năm 1. Khởi công trong năm 0, bắt đầu hoạt động vào đầu năm 1 và kết thúc vào cuối năm 1.

b. Trong năm 0, một nghìn đô-la (US$1.000) được chi để mua thiết bị máy móc.

c. Để tài trợ cho dự án, chủ dự án phải đi vay của ngân hàng tư nhân một khoản vay tương đương 50% tổng chi phí đầu tư ban đầu. Lãi suất và vốn gốc sẽ đến hạn thanh toán trong năm 1. Khoản vay này chịu lãi suất 10%.

d. Trong năm 1, dự án tạo ra US$300 doanh thu và được nhận trợ giá tương đương với 50% trị giá doanh thu. Chi phí hoạt động trong năm 1 là US$140. Thuế là US$100.

e. Cuối năm 1, thiết bị máy móc của dự án được bán với giá US$950.

f. Dự án sẽ gây ô nhiễm nước. Chi phí cho việc làm sạch nước dự tính là US$50 cho mỗi năm hoạt động. Chính quyền sẽ không yêu cầu nhà đầu tư dọn sạch hiện trường sau khi kết thúc dự án.

g. Diện tích đất dự án hiện thuộc quyền sở hữu của chủ dự án, chi phí cơ hội của phần đất này là tương đương với khoản tiền cho thuê là US$30/năm.

Bảng 3-4: Luồng tài nguyên ròng xét từ các quan điểm khác nhau

Phân tích:	**Tài chính**								**Kinh tế**	
Các quan điểm	***Chủ đầu tư***				***Ngân hàng***		***Ngân sách***		***Quốc gia***	
(Ô trong hình 3.2)	(B)				(A)		(C)		(D)	
Năm:	**0**	**1**	**0**	**1**	**0**	**1**	**0**	**1**		
Doanh thu		300			300					300
Chi phí hoạt động		-140			-140					-140
Trang thiết bị	-1000	950			-1000	950			-1000	950
Trợ giá		150				150		-150		
Thuế		-100				-100		100		
Vốn vay	500	-500								
Lãi vay		-50								
Ngoại tác										-50
Chi phí cơ hội đất đai	-30	-30			-30	-30			-30	-30
Luồng tài nguyên ròng	-530	580			-1030	1130		-50	-1030	1030

Bảng tổng kết trên đây cho thấy suất sinh lợi của dự án theo các quan điểm của chủ dự án, ngân hàng, cơ quan quản lý ngân sách của chính quyền, và của quốc gia. Các chữ cái viết hoa dưới mỗi cột tương ứng với nội dung trong các ô ở Hình 3-2. Phân tích dự án theo quan điểm tài chính, kinh tế, của chủ đầu tư và của chính quyền có thể dẫn tới bốn kết quả, như nêu Hình 3-3.

Hình 3.3: Tính toán khả năng sinh lợi theo quan điểm của chủ đầu tư và của toàn bộ nền kinh tế

		Kinh tế (quốc gia)	
		+	(-)
Tài chính:	+	**(a)**	**(b)**
(chủ đầu tư	(-)	**(c)**	**(d)**

Trong trường hợp ô (a), dự án nên được thực hiện vì nó tạo được lợi ích ròng cho cả chủ dự án và nền kinh tế. Trong trường hợp (d), dự án gây lỗ cho cả hai bên và vì vậy, không nên được thực hiện. Giữa hai trường hợp này, chúng ta thấy có những tình huống không rõ ràng. Như ở (b), dự án có lợi cho chủ đầu tư nhưng gây lỗ cho xã hội. Chẳng hạn như dự án canh tác loại cây trồng sử dụng rất nhiều thuốc trừ sâu, có khả năng phương hại đến người dân sống ở khu vực hạ lưu của dự án. Hay đó là dự án được chính quyền trợ cấp nhiều chi phí hoạt động. Nếu chính

quyền quyết định tăng thuế đối với các hoạt động loại này, chủ dựa án có thể thấy việc đầu tư không còn có lợi nữa. Nếu chính quyền áp thuế, kết quả dự án sẽ chuyển từ (b) sang (d)). Trong bất cứ trường hợp nào, nếu dự án không sinh lợi cho toàn xã hội thì không nên thực hiện.

Trong trường hợp (c), dự án tạo ra lợi ích kinh tế ròng cho xã hội nhưng gây lỗ cho chủ đầu tư. Kết quả là các cổ đông góp vốn vào dự án không chấp thuận việc thực hiện dự án. Những dự án loại này có thể là dự án trồng cây, giúp cải thiện lưu vực sông, đa dạng sinh thái và chống xói mòn. Mặc dù những dịch vụ này có lợi cho xã hội nhưng chúng không mang lại đủ thu nhập cho chủ dự án là tư nhân. Nếu chính quyền quyết định trợ cấp cho dự án để khuyến khích nhà đầu tư triển khai, kết quả sẽ chuyển từ trường hợp (c) sang trường hợp (a). Khi đó, dự án vừa có lợi cho xã hội vừa có lợi cho chủ đầu tư nếu họ thực hiện dự án.

Từ phân tích này, chúng ta có thể thấy tầm quan trọng của việc có được những dự án vừa hấp dẫn về mặt tài chính lại vừa có lợi về kinh tế cho toàn xã hội. Để các dự án có ích cho xã hội được thực hiện, chúng phải được thiết kế để đảm bảo tính khả thi về tài chính. Mặt khác, những dự án hấp dẫn về mặt tài chính nhưng có hiệu quả kinh tế âm sẽ gây thiệt hại cho toàn bộ nền kinh tế và nếu không triển khai thì đã tốt hơn.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. James W. Henderson and Terry S. Maness, *The Financial Analyst's Deskbook: A Cash Flow Approach to Liquidity*. New York, Van Nostrand Reinhold, 1989.
2. Malcolm Gillis, Glenn P. Jenkins, and Donald R. Lessard, "Public Enterprise Finance: Towards a Synthesis", *Development Discussion Paper*, Number 101, Harvard Institute for International Development, August 1980.
3. A.J. Merrett and Allen Sykes, *The Finance and Analysis of Capital Projects*, London, Longman, Second Edition, 1973, Chapter 1, 15.