

## Chương 3

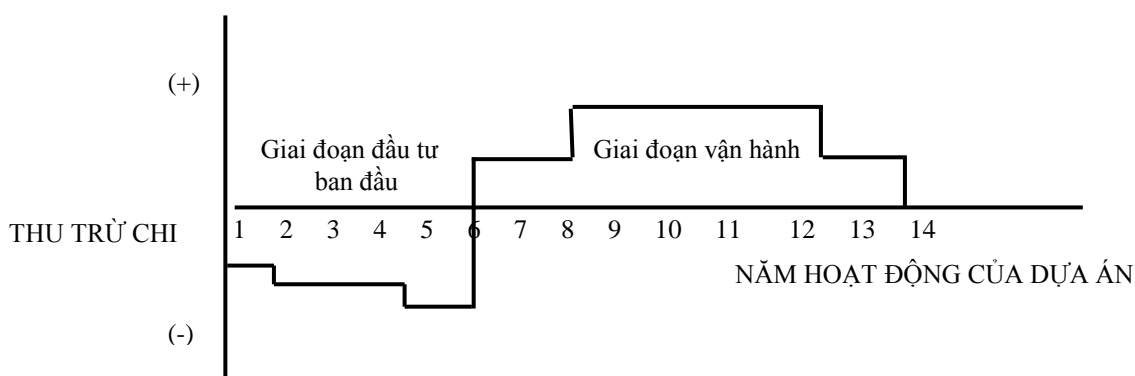
# THẨM ĐỊNH ĐẦU TƯ CÔNG: XÂY DỰNG BIÊN DẠNG NGÂN LƯU TÀI CHÍNH CHO CÁC DỰ ÁN

### 3.1 GIỚI THIỆU TỔNG QUÁT

So sánh lợi ích tài chính hay kinh tế của một dự án với các chi phí tương ứng đòi hỏi phải sắp xếp tất cả dữ liệu liên quan thành một biên dạng tổng hợp cho toàn bộ thời gian hoạt động của dự án. Trong thẩm định tài chính, biên dạng này là ngân lưu ròng của dự án, còn trong thẩm định kinh tế biên dạng này cho thấy những lợi ích kinh tế ròng do dự án sinh ra. Chương này sẽ từng bước giải thích cách xây dựng các biên dạng ngân lưu của một dự án, đồng thời thảo luận tác động của những quan điểm đầu tư khác nhau lên biên dạng của dự án.

Ngân lưu tài chính của một dự án đầu tư được minh họa như trong Hình 3-1, trong đó các khoản chênh lệch giữa chi và thu được vẽ tuần tự theo các năm tồn tại của dự án. Trong những năm đầu đầu tư vào dự án, biên dạng ngân lưu này (được tính toán theo chênh lệch giữa chi và thu) thường là âm. Trong những năm sau, khi doanh thu từ sản phẩm trở nên lớn hơn chi phí, ngân lưu ròng sẽ dương. Với một số dự án, do yêu cầu phải đầu tư lớn giữa các giai đoạn trong suốt thời gian hoạt động của dự án, chẳng hạn như tái đầu tư trang thiết bị nhà xưởng, nên ngân lưu thỉnh thoảng sẽ âm sau khi đầu tư ban đầu đã được thực hiện. Ở những dự án khác, ngân lưu cũng có thể âm trong giai đoạn hoạt động nếu chúng sản xuất các loại hàng hoá và dịch vụ có giá cả hoặc nhu cầu biến động mạnh. Một số dự án sẽ có ngân lưu âm thậm chí vào những năm cuối của chu kỳ hoạt động do phát sinh chi phí khôi phục địa điểm dự án hoặc do chi phí trợ cấp thôi việc cho công nhân.

**Hình 3-1 Biên dạng ngân lưu tài chính của dự án**



## 3.2 XÂY DỰNG BÁO CÁO NGÂN LƯU HOẠCH ĐỊNH

### 3.2A Kế hoạch đầu tư

Bước đầu tiên trong xây dựng ngân lưu tài chính là lập một kế hoạch đầu tư cho dự án dựa vào những thông tin tìm được trong các phần phân tích kỹ thuật, sức cầu, nhân lực và tài chính. Kế hoạch đầu tư gồm hai phần: (a) phần thứ nhất xem xét các chi tiêu cho tài sản thiết bị mới, và chi phí cơ hội của những tài sản hiện hữu, (b) phần thứ hai cân nhắc khía cạnh tài trợ cho các khoản đầu tư được đề xuất. Nếu phải xét đến các qui mô và/hoặc địa điểm khác nhau, thì cần phải lên kế hoạch đầu tư tương ứng cho mỗi qui mô và/hoặc địa điểm đó. Điều quan trọng là kế hoạch đầu tư phải phù hợp với thời gian biểu thực tế trong điều kiện có những hạn chế về lao động, tài chính và nguồn cung ứng trong nền kinh tế, cũng như những khía cạnh kỹ thuật của dự án.

(a) Kế hoạch đầu tư sẽ bao gồm danh mục tất cả các khoản chi phí cần thực hiện cho đến khi công trình bắt đầu đi vào hoạt động bình thường. Từng khoản chi phí này cần được xác định theo năm dự kiến sẽ xảy ra. Ngoài ra, từng khoản chi phải được tách riêng thành hai phần: chi phí để trả cho hàng hóa và dịch vụ buôn bán quốc tế và phần chi phí cho hàng hóa và dịch vụ chỉ buôn bán trong nước. Những loại chi phí này lại được chia thành những khoản chi trả cho các nhà cung ứng cho từng loại hàng hóa, các khoản nộp cho chính quyền (thuế doanh thu, thuế nhập khẩu v.v.), khoản trợ giá từ chính quyền và trợ cấp để mua các thiết bị đầu tư. Các khoản chi phí về lao động trong khâu xây dựng dự án phải được xác định theo năm và theo kỹ năng.

(b) Kế hoạch đầu tư phát thảo cách thức huy động những chi phí này. Nguồn huy động có thể là vốn cổ phần hay tài trợ không hoàn lại, vốn vay trong nước ngắn hạn và dài hạn, vốn vay nước ngoài, và viện trợ nước ngoài. Khoản nào trong các hình thức nêu trên được coi là ngân lưu vào (nguồn thu) cho dự án là tùy thuộc vào quan điểm phân tích dự án. Ví dụ, theo quan điểm của chủ đầu tư, vốn cổ phần không phải là ngân lưu vào vì đó là số vốn mà anh ta phải tự bỏ ra.

Phân tích ngân lưu tài chính theo các quan điểm khác nhau sẽ được thảo luận chi tiết hơn sau này. Bảng 3-1 là ví dụ về kế hoạch đầu tư của một dự án khai thác mỏ qui mô trung bình.

Tiền lãi trong thời kỳ xây dựng là một hạng mục thường được coi như chi phí kế toán trong thời gian thi công dự án. Nó phản ánh những khoản lãi bị mất vì đồng vốn đã bị chôn vào việc xây dựng dự án, mà dự án này thì chưa đi vào hoạt động. Hạng mục này không phải là cách đo lường tiền lãi thực tế được chi trả mà là một công cụ kế toán để tính chi phí cơ hội của vốn được sử dụng trong dự án. Nếu tiền lãi không được thực chi cho các tổ chức bên ngoài cho dự án vay vốn, thì tiền lãi trong thời gian thi công không phải là một khoản chi tiền mặt và không được xem là một chi phí để đưa vào kế hoạch đầu tư hay biên dạng ngân lưu của dự án. Nếu trên thực tế có chi trả lãi vay trong thời gian xây dựng thì đó chỉ là khoản ngân lưu ra khi xét dự án theo quan điểm của cổ đông hay người chủ đầu tư.

Đối với hầu hết các dự án đầu tư công, mối quan tâm không chỉ là vốn cổ phần mà là hiệu quả tài chính của toàn bộ vốn đầu tư. Thông thường cả vốn vay và vốn cổ phần đều có cùng nguồn gốc và vốn vay thường được chính quyền bảo đảm một cách công khai hay ngầm định. Do đó, chúng ta sẽ bắt đầu xây dựng ngân lưu tài chính của dự án này bằng cách không phân biệt giữa lợi tức mà các chủ nợ thu được với lợi tức của các cổ đông. Trong trường hợp này, tiền mặt có được do vay mượn không được coi là ngân lưu vào và các khoản trả lãi vay hay vốn gốc của món nợ này cũng không được coi là ngân lưu ra của dự án. Trong ví dụ nêu ở Bảng 3-1, tổng chi

phí vào năm 0 là 2100 và năm 1 là 3689, tương đương với ngân lưu tài chính ròng chi ra của những năm đó.

**Bảng 3-1: Kế hoạch đầu tư cho dự án khai thác khoáng sản khu vực công qui mô vừa**

Hạng mục	Năm	0	1	2..... 7
<b>(A) CHI TIÊU (ngàn đô-la)</b>				
<b>1. Chuẩn bị địa điểm, khai thác và phát triển</b>				
(A) Nguyên vật liệu				
(I) Giá ngoại thương nhập chưa thuế		500	500	
Thuế nhập khẩu (15%)		75	75	
Thuế doanh thu (5%)		29	29	
(II) Giá phi ngoại thương		400	300	
Thuế doanh thu (5%)		20	15	
(B) Lao động kỹ năng (bản địa)		150	100	
(C) Lao động phổ thông		200	250	
<b>2. Trang thiết bị</b>				
Giá ngoại thương, chưa thuế		600	2000	
Thuế nhập khẩu (10%)		60	200	
Thuế doanh thu (10%)		66	220	
<b>Tổng chi tiêu</b>		<b>2100</b>	<b>3689</b>	
<b>(B) HUY ĐỘNG VỐN</b>				
Vốn cổ phần nhà nước 2000		2000	1189	
Vốn vay nhà nước (ngắn hạn)		100	500	
Nợ nước ngoài (được nhà nước đảm bảo)		0	2000	
<b>Tổng vốn huy động</b>		<b>2100</b>	<b>3689</b>	

### 3.2.B Xử lý chi phí khấu hao

Chi phí khấu hao hay chi phí hao mòn vốn là một công cụ kế toán nhằm dàn trải chi phí của các hạng mục đầu tư ra hết chiều dài hoạt động của những khoản đầu tư này, mục tiêu là nhằm phản ánh tất cả chi phí vào thu nhập ròng của một năm bất kỳ, kể cả chi phí đầu tư cần thiết để tạo ra sản lượng dự án. Tuy nhiên, chi phí khấu hao không phải là ngân lưu xuất và do đó không nên đưa vào biên dạng ngân lưu tài chính của dự án. Đồng thời, toàn bộ chi phí vốn đầu tư đều được tính trong biên dạng ngân lưu tài chính kể từ khi toàn bộ các khoản chi tiêu đầu tư được khấu trừ trong năm phát sinh. Nếu có thêm các khoản chi phí vốn nào khác bị khấu trừ khỏi biên dạng ngân lưu, chẳng hạn chi phí khấu hao, thì có nghĩa là chi phí đã bị hạch toán hai lần.

### 3.2.C Xử lý kế hoạch hoạt động

Thành quả dự kiến trong tương lai của một dự án đầu tư thương mại được tóm tắt trong tập hợp các báo cáo tài chính hoạch định hay triển vọng, trong đó bao gồm các bảng cân đối kế toán, các báo cáo lỗ lãi và báo cáo ngân lưu cho từng năm trong toàn bộ thời gian hiện hữu của dự án. Dựa theo mục đích thẩm định đầu tư thì báo cáo ngân lưu là liên quan trực tiếp; tuy nhiên, báo cáo ngân lưu có thể được xây dựng từ những thông tin có được trong bảng cân đối kế toán và những báo cáo thu nhập trong nhiều năm.<sup>1</sup> Bảng cân đối kế toán liệt kê tất cả tài sản có giá trị cũng như các khoản vay nợ của công ty. Phần khác biệt giữa giá trị tổng tài sản thuộc sở hữu của công ty và giá trị tổng số nợ của công ty là bằng với giá trị vốn cổ phần hay giá trị ròng của chủ đầu tư.

Trong khi bảng cân đối kế toán cho thấy tình trạng tài chính của công ty vào cuối mỗi giai đoạn, báo cáo về thu nhập cho thấy các hoạt động của công ty trong giai đoạn đó đã làm tăng hay giảm giá trị ròng của công ty. Giá trị ròng tăng khi công ty báo cáo một khoản thu nhập ròng dương. Báo cáo thu nhập đo lường thu nhập khi có doanh thu và tính toán chi phí khi mua hàng. Chênh lệch giữa tổng thu và tổng chi cho thấy mức lãi hay lỗ của công ty trước khi đóng thuế thu nhập. Thuế thu nhập được đánh vào khoản này, và thu nhập ròng của công ty là phần còn lại sau khi đã nộp thuế.

Mặc dù báo cáo ngân lưu chứa đựng những thông tin khác với báo cáo thu nhập, nhưng nó có thể được xây dựng từ một tập hợp các báo cáo thu nhập và bảng cân đối kế toán. Trong khi báo cáo thu nhập tính toán lợi nhuận của công ty bằng hiệu số giữa tổng thu nhập (từ doanh thu) và tổng chi phí, thì ngân lưu ròng được tính bằng chênh lệch giữa tổng thu (total receipts) và tổng chi (total expenditures). Do đó, có một số biến số phải được định nghĩa rõ ràng và quan hệ giữa chúng phải được hiểu rõ trước khi ta có thể xây dựng bảng báo cáo ngân lưu từ một tập hợp các báo cáo thu nhập và các bảng cân đối kế toán.

Hai biến số đầu tiên cần phải được phân biệt là doanh thu (sales) và các khoản thu (receipts). Khi việc bán hàng được thực hiện, hàng có thể đã được chuyển giao nhưng người mua chưa chuyển tiền cho người bán. Trong trường hợp như vậy, các kế toán viên sẽ ghi nhận là người bán có một tài sản gọi là tài khoản thu (accounts receivable) có giá trị bằng giá trị hàng hóa được bán, và người mua sẽ có một khoản nợ gọi là tài khoản phải trả (accounts payable). Nói cách khác người mua nợ người bán do đã mua hàng. Điều này dẫn ta đến một bộ biến số thứ hai cần phải phân biệt rõ ràng. Đó là sự khác nhau giữa các khoản mua hàng (purchases) và các khoản chi (expenditures). Khi người mua mua hàng nhưng chưa trả tiền, các kế toán viên sẽ ghi nhận rằng tài khoản phải trả của người mua tăng lên nhưng chưa có khoản chi thực tế nào được ghi nhận.

Vào thời điểm này, giao dịch trên không có ảnh hưởng gì đến báo cáo ngân lưu của người bán cũng như của người mua vì chưa có sự chuyển tiền từ tay người này sang tay người khác. Khi người mua trả tiền cho mặt hàng này, kế toán viên của người mua sẽ ghi giảm trong tài khoản phải trả và tăng trong khoản chi tiền mặt (cash expenditures). Đó sẽ là một hạng mục

<sup>1</sup> Đối với các dự án phi thương mại như các dự án xây dựng đường sá, hay cấp nước, báo cáo ngân lưu cho phân tích tài chính sẽ chủ yếu bao gồm chi phí trừ khi có những khoản thu như lệ phí từ các dự án này. Mặc khác, biên dạng ngân lưu phục vụ việc phân tích kinh tế của dự án sẽ bao gồm cả chi phí kinh tế và giá trị lợi ích mà dự án mang lại bất kể đối tượng hưởng lợi là ai. Trong trường hợp các con đường, những lợi ích này thường không xuất hiện cụ thể đối với các cơ quan thẩm quyền giao thông mà được phản ánh trong sự sụt giảm chi phí đi lại của người sử dụng.

mang dấu âm trong báo cáo ngân lưu của người mua ngay tại thời điểm việc chi trả được thực hiện. Mặt khác, kế toán viên của người bán sẽ ghi tăng ở khoản thu tiền mặt (cash receipts) và ghi giảm trong tài khoản phải thu khi thực nhận số tiền trả cho món hàng được bán trước đó. Khoản thu tiền mặt này sẽ được đưa vào báo cáo ngân lưu của người bán như là một ngân lưu vào khi anh ta thật sự nhận được nó.

Tuy nhiên, cách xử lý khoản doanh thu này trong báo cáo thu nhập rất khác với trong báo cáo ngân lưu. Khi hàng được bán ra, kế toán viên của người bán sẽ ghi nhận sự việc này như một khoản gia tăng thu nhập ngay cả khi chưa nhận được tiền chi trả. Đồng thời, kế toán viên của người mua sẽ ghi số việc mua hàng hóa và dịch vụ như một khoản chi tiêu hay giảm thu nhập ròng, ngay cả khi chưa trả tiền cho món hàng đó. Do đó, ta có thể thấy trong bảng báo cáo ngân lưu của một cá nhân hay một công ty có khoản ngân lưu ròng âm (-) nhưng đồng thời trong báo cáo thu nhập cùng kỳ của họ lại cho thấy thu nhập ròng dương.

Vì các khoản phải thu có giá trị dương (+) đối với người bán hàng, chúng được báo cáo như là tài sản cố trong bảng cân đối kế toán cuối kỳ của người bán, trong khi đó do tài khoản phải trả là một phần nợ của công ty nên sẽ được ghi trong bảng cân đối kế toán của công ty như là tài sản nợ.

Nếu biết được giá trị của hàng hóa bán ra trong một giai đoạn, cũng như biết được giá trị khoản phải thu vào đầu kỳ và cuối kỳ, ta có thể tính được khoản thu tiền mặt như sau:

$$\begin{array}{l} \text{Khoản thu} \\ \text{trong kỳ} \\ \text{(ngân lưu vào)} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Doanh thu} \\ \text{trong kỳ} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Tài khoản phải thu} \\ \text{đầu kỳ} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Tài khoản phải thu} \\ \text{cuối kỳ} \end{array}$$

Tương tự, ta có thể tính các khoản chi tiền mặt từ giá trị khoản mua hàng (purchase) ghi trong báo cáo thu nhập cùng với giá trị các tài khoản phải trả đầu kỳ và cuối kỳ như sau:

$$\begin{array}{l} \text{Chi tiêu tiền mặt} \\ \text{trong kỳ (ngân lưu ra)} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Khoản mua} \\ \text{trong kỳ} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Tài khoản phải trả} \\ \text{đầu kỳ} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Tài khoản phải trả} \\ \text{cuối kỳ} \end{array}$$

Để minh họa những tính toán này, giả sử khoản phải thu được ghi trong bảng cân đối kế toán vào đầu kỳ là 2000 và vào cuối kỳ là 2600. Doanh thu trong kỳ được ghi nhận trong báo cáo thu nhập là 4000. Tổng thu hay ngân lưu vào của kỳ này được tính như sau:

$$\text{Ngân lưu vào} = 4000 + 2000 - 2600 = 3400$$

Giả sử tổng tài khoản phải trả vào đầu kỳ là 3500 và cuối kỳ là 2800, với giá trị khoản mua ghi trong báo cáo thu nhập là 3800. Do đó, tổng chi tiêu tiền mặt hay ngân lưu ra được tính như sau:

$$\text{Ngân lưu ra} = 3800 + 3500 - 2800 = 4500$$

Bây giờ chúng ta hãy trở lại với hai hạng mục khác thường gây ra nhiều khó khăn trong việc tính toán biên dạng ngân lưu tài chính của dự án.

### 3.2.D Tính toán vốn lưu động

Để thực hiện được một hoạt động kinh tế, cần phải có đầu tư nhất định vào một số hạng mục để tạo sự thuận lợi cho công việc kinh doanh. Những hạng mục này bao gồm: tiền mặt, khoản phải thu trừ đi khoản phải trả, và hàng tồn kho. Chúng ta đã thấy ở trên cách thức mà những thay đổi trong khoản phải thu và khoản phải trả làm thay đổi ngân lưu của dự án. Điều quan trọng cần lưu ý là những thay đổi của hàng tồn kho được tự động đưa vào ngân lưu khi sử dụng hai công thức trên. Ví dụ, nếu tồn kho nhập lượng tăng lên, phần tăng lên đó sẽ được ghi như các khoản mua vào. Nếu khoản mua vào đã trả tiền, thì phần tăng hàng tồn kho này sẽ hình thành một ngân lưu ra. Ngược lại nếu chưa trả tiền, thì sẽ không có ngân lưu ra. Tác động của một thay đổi trong giá trị hàng tồn kho đối với ngân lưu của công ty sẽ được tính toán chính xác theo phương trình ước tính các khoản thanh toán tiền mặt nêu trên. Bất cứ sự gia tăng nào trong khoản mua để tăng hàng tồn kho mà chưa trả tiền đều sẽ được bù lại bằng một sự gia tăng trong tài khoản phải trả.

### 3.2.E Tiền mặt dành riêng để thực hiện giao dịch

Điều quan trọng là phải nhận ra rằng cân đối tiền mặt có thể tăng lên hay giảm xuống ngay cả khi không có thay đổi gì trong các hạng mục doanh thu, khoản mua, khoản phải thu hay phải trả. Việc này có thể xảy ra, chẳng hạn, khi công ty huy động thêm vốn cổ phần hay vốn vay hoặc khi công ty phải trả lãi suất hoặc chi cổ tức. Khi một lượng tiền mặt được dành riêng để tạo thuận lợi cho các giao dịch, thì có nghĩa là đang sử dụng tiền mặt nên cũng là ngân lưu ra. Tương tự, lượng tiền mặt dành riêng cho giao dịch giảm đi chính là một nguồn cung cấp tiền mặt cho các mục đích sử dụng khác của dự án nên đó là một ngân lưu vào. Do đó, nếu lượng tiền mặt dành riêng cho công việc giao dịch trong một thời kỳ nào đó tăng lên, phần tăng này là một ngân lưu ra; nếu lượng tiền mặt đó giảm đi, phần giảm đó là một ngân lưu vào.

### 3.2.F Chi phí cơ hội

Một khái niệm quan trọng rất có ích cho việc hình thành ngân lưu là chi phí cơ hội. Chi phí cơ hội của việc sử dụng một nguồn lực trong dự án là những lợi ích bị bỏ qua khi không sử dụng nguồn lực này vào một hoạt động khác. Ví dụ, chi phí cơ hội của một ngư dân nghèo khi tham gia dự án tăng trọng gia súc do chính phủ tài trợ là khoản thu nhập mất đi từ nghề cá. Tương tự, một trang trại trước đó được sử dụng để trồng thuốc lá nhưng nay để trồng đậu phộng thì chi phí cơ hội chính là thu nhập từ cây thuốc lá. Những chi phí cơ hội này phải được đưa vào khi hình thành ngân lưu của các dự án tăng trọng gia súc và trồng đậu phộng.

### 3.2.G Chi phí chìm và chi phí tăng thêm

Nhiều dự án đầu tư là phần mở rộng thêm từ những hoạt động hiện hữu đang diễn ra, và vì thế lợi ích và chi phí liên quan đến dự án mới chỉ là phần tăng thêm ngoài những gì sẽ vẫn diễn ra nếu không có thêm dự án mới. Những chi tiêu trước đây tạo ra các trách nhiệm tài chính trong tương lai không được đưa vào khâu thẩm định dự án mới, cũng như những trách nhiệm tài chính trong tương lai đối với các khoản chi tiêu trước đây (hay các khoản thanh toán tương lai trên cơ sở những chi tiêu này) không được tính đến khi lập kế hoạch thanh toán tài chính của dự

án mới. Những chi tiêu đã thực hiện trước đây được gọi là “chi phí lịch sử” hay “chi phí chìm” và không được tính tới nữa khi thẩm định các khoản đầu tư tăng thêm.

Trường hợp duy nhất mà tài sản từ những khoản chi tiêu trước đây được cân nhắc trong lúc thẩm định dự án mới là khi các tài sản này lẽ ra có thể được đem bán nếu như dự án mới không được thực hiện, nhưng vì có dự án nên chúng được ghép vào các công trình mới khi dự án được triển khai. Khi đó, thông số thích hợp không phải là chi phí lịch sử của các khoản chi tiêu quá khứ, mà là giá trị thanh lý của những tài sản hiện hữu này. Nên nhớ rằng giá trị thanh lý của các tài sản thường thể hiện một phần đáng kể chi phí lịch sử ban đầu của công trình cũ, do đó không thể bỏ qua. Vì vậy, nếu các tài sản được giữ lại, thì giá trị thanh lý của chúng phải được tính vào chi phí của dự án. Nếu không, tổng chi phí đầu tư cần thiết cho dự án mới sẽ bị ước tính thấp đi một cách đáng kể. Tuy nhiên, nếu các tài sản hiện hữu có thể được đem bán với tư cách là những đơn vị đang hoạt động chứ không phải thuộc diện thanh lý, phần chi phí nguồn lực của các công trình hiện hữu dự kiến sẽ đưa vào chi phí dự án mới chính là phần giá trị đang được sử dụng của các tài sản đó.

Một vấn đề tương tự cũng phát sinh vào cuối thời gian hiện hữu của dự án, khi một số tài sản của dự án chưa hoàn toàn bị hao mòn. Do đó, lợi ích cuối cùng sẽ được tính cho dự án từ việc thanh lý các tài sản này. Hoặc theo cách khác, nếu việc tục duy trì dự án như là một bộ phận đang hoạt động chung là có nhiều thuận lợi hơn, thì những tài sản này sẽ có giá trị đang sử dụng cao hơn giá trị thanh lý. Một lần nữa, lợi ích cuối cùng của dự án chính là giá trị cao hơn bất kể có được từ thanh lý hay tiếp tục sử dụng.

Cách chính xác nhất để tính giá trị thanh lý của tài sản là dựa vào sự thẩm định của các chuyên gia có nhiều kinh nghiệm về thị trường thiết bị cũ, nhà xưởng, đất đai. Tương tự, chúng ta cũng có thể có những tính toán tương đối chính xác về giá trị đang sử dụng của các tài sản này.

Một phương pháp kém chính xác hơn, nhưng thường tiện lợi hơn, để tính toán giá trị thanh lý của các tài sản hiện hữu là lấy giá trị kế toán hiện tại của tài sản trừ đi giá trị kế toán của chi phí lắp đặt và bố trí. Khi tính giá trị kế toán, chúng ta phải trừ đi phần chi phí tư liệu liên quan đến việc lắp đặt thiết bị vì những chi phí đó không có giá trị thanh lý khi nhà máy bị tháo dỡ.

Ngược lại, giá trị đang sử dụng của các tài sản có thể được ước tính bằng giá trị kế toán của các tài sản kể cả chi phí lắp đặt. Trong mọi trường hợp, giá trị kế toán của tài sản phải được điều chỉnh theo lạm phát, hay nếu được, theo giá thay thế của tài sản, kể từ khi mua những tài sản đó.

Trong chu kỳ hoạt động của dự án, điều rất quan trọng là phải tính toán tất cả chi phí và lợi ích bằng sự khác biệt giữa giá trị của các biến số này trong trường hợp dự án không được thực hiện và giá trị của chúng trong trường hợp dự án được thực hiện. Một sai lầm thường hay mắc phải là giả thiết cho rằng tất cả chi phí và lợi ích đều tăng thêm theo dự án mới, trong khi thực tế không phải như vậy. Do đó, chúng ta phải hết sức thận trọng khi xác định “phương án gốc” qua đó định ra một biên dạng thực tế về chi phí và lợi ích kỳ vọng nếu như dự án mới không được thực hiện.

### 3.2.H Đất đai

Giống như những tài sản khác, đất đai cũng có chi phí cơ hội kinh tế khi được sử dụng cho dự án. Ngay cả trong trường hợp chính quyền cấp đất miễn phí cho dự án, nó vẫn phải được tính vào tổng chi phí đầu tư của dự án theo giá thị trường đất đai trong khu vực. Đất đai còn là một loại tài sản đặc biệt ở chỗ trong hầu hết mọi trường hợp, đất đai không có khấu hao. Ngược lại, do những cải thiện trong hệ thống cơ sở hạ tầng, giá trị của đất đai còn có thể tăng nhanh hơn mức tăng của lạm phát trong suốt vòng đời của dự án. Khi đó, điều quan trọng là không được đưa phần giá trị đất gia tăng vượt quá mức tăng chung của lạm phát vào giá trị thanh lý của dự án. Trong đa số trường hợp, mức tăng giá trị thanh lý của đất đai (đặc biệt đất đô thị) không có liên quan gì tới loại hình dự án đang sử dụng mảnh đất đó. Thông thường, giá đất thật sự tăng lên là nhờ có những đầu tư vào cơ sở hạ tầng công cộng mà kết quả đầu tư công cộng này lại không được chào bán một cách cạnh tranh. Do đó, điều quan trọng là không được quy sự gia tăng giá trị thực của đất đai cho bất kỳ dự án nào nhằm tránh được xu hướng thiên lệch chỉ chọn các dự án sử dụng nhiều đất. Trường hợp ngoại lệ duy nhất đối với nguyên tắc này là khi dự án đã sử dụng (hay sẽ sử dụng) đất và sẽ cải thiện hay gây phương hại chất lượng đất. Trong những trường hợp như vậy, giá trị cải thiện ròng của đất phải được cộng vào giá trị thực của mảnh đất như đã được xác định vào lúc bắt đầu dự án, từ đó tính giá trị thanh lý của đất nhằm phục vụ cho mục tiêu phân tích khi dự án kết thúc.

Hoặc theo một cách khác, chi phí cơ hội của đất có thể được phản ánh trong biên dạng ngân lưu của dự án theo mức giá thuê đất hằng năm. Giá thuê này được tính toán bằng phí thuê trên một đôla giá trị đất nhân cho giá trị thực của đất vào mỗi giai đoạn của vòng đời dự án. Nếu giá thuê hằng năm được sử dụng, thì chi phí ban đầu của đất cũng như giá trị thị trường cuối cùng của đất đều không được tính vào biên dạng ngân lưu của dự án.

### 3.2.I Công thức báo cáo ngân lưu hoạch định

Trong khi không có một công thức trình bày tiêu chuẩn nào cho báo cáo ngân lưu hoạch định của một dự án đầu tư, điều quan trọng là những dữ liệu đưa ra phải được chi tiết hóa đầy đủ, tạo điều kiện dễ dàng để phân thẩm định kinh tế và phân phối thu nhập có thể đưa ra những điều chỉnh cần thiết đối với ngân lưu tài chính. Các khoản thu và chi phải được phân loại như đã phác họa trong phần thảo luận về kế hoạch đầu tư và vận hành của dự án. Các khoản thu phải được xác định tùy theo chúng là doanh thu từ hàng ngoại thương hay phi ngoại thương. Những khoản chi thanh toán cũng phải được trình bày theo cách thức tương tự trong đó phân định riêng biệt tất cả các loại thuế, thuế quan và trợ giá. Chi phí lao động phải được phân loại theo kỹ năng sử dụng. Cuối cùng, mọi chi phí tài chính, ví dụ như tiền lãi, phải được tách thành một hạng mục riêng mà không được tính chung vào chi phí của nhập lượng.

Để minh họa việc xây dựng báo cáo ngân lưu tài chính, chúng ta sẽ tiếp tục với ví dụ mô khoáng sản ở trên. Kế hoạch đầu tư dự án được phác họa trong Bảng 3-1. Giả thiết rằng nó có thời gian hoạt động là 5 năm và khi mỏ đóng cửa, máy móc và trang thiết bị sẽ được thanh lý như sắt vụn. Việc này được thực hiện một năm sau khi mỏ đóng cửa và khi đó giá trị đồ phế thải dự kiến sẽ là US\$1.000.000. Sau khi đã khai thác hết, đất đai khu mỏ được giả định có giá trị bằng 0. Bảng 3-2 gồm có những thông tin hoạt động cơ bản cần thiết để xây dựng được các báo cáo ngân lưu hoạch định cho dự án này. Bảng 3-3 minh họa rõ bản chất của các thông tin cần có cũng như trình bày một báo cáo ngân lưu phục vụ cho thẩm định tài chính.



Trong khi xây dựng các báo cáo ngân lưu hoạch định, sẽ một số vấn đề tài chính chưa được đề cập tới và người đọc nên tìm hiểu thêm bằng cách tham khảo các tài liệu về kế toán chuẩn và tài chính doanh nghiệp liên quan tới lĩnh vực này. Một số vấn đề này là xác định mức dự trừ các khoản phải trả, khoản phải thu và nhu cầu tiền mặt của vốn lưu động. Nếu dự án chủ 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.<sup>2</sup>

**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	
<b>Khoản mua hàng</b>									
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	
<b>Lao động</b>									
Có tay nghề (nội địa)				100	150	200	150	125	
Phổ thông				50	70	90	80	60	
<b>Các chi phí khác</b>									
Khấu hao				789	1000	1000	1000	1000	0
<b>Vốn lưu động</b> (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 ánh chi phí nguồn lực hay lợi ích kinh tế thực sự đối với xã hội. Trong phân tích phân phối thu nhập, lợi ích

<sup>2</sup> 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.

kinh tế ròng sẽ được phân chia cho mọi đối tượng chịu ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp của dự án.

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

Hạng mục Năm	0	1	2	3	4	5	6	7
<b>CÁC KHOẢN THU:</b>								
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
<b>NGÂN LƯU VÀO (+)</b>			<b>1500</b>	<b>2750</b>	<b>3250</b>	<b>3250</b>	<b>2250</b>	<b>1500</b>
<b>CÁC KHOẢN CHI:</b>								
a) Chuẩn bị, khai thác và phát triển địa điểm:								
Nguyên liệu:								
<i>Nguyên liệu ngoại thương</i>	500	500						
<i>Thuế nhập khẩu (ngoại thương)</i>	75	75						
<i>Thuế doanh thu (ngoại thương)</i>	29	29						
<i>Nguyên liệu phi ngoại thương</i>	400	300						
<i>Thuế doanh thu</i>	20	15						
Thiết bị:								
<i>Ngoại thương ròng</i>	600	2000						
<i>Thuế doanh thu</i>	66	220						
<i>Thuế nhập khẩu</i>	60	200						
b) Mua nguyên liệu								
<i>Ngoại thương</i>			600	750	800	700	600	
<i>Phi ngoại thương</i>			200	250	320	200	200	
<i>Thuế nhập khẩu</i>			60	75	80	70	60	
<i>Thuế</i>			20	25	32	20	20	
c) Chi phí nhân công vận hành								
Cố tay nghề (bản địa)			100	150	200	150	125	
Phổ thông			50	70	90	80	60	
d) Chi phí nhân công xây dựng								
Cố 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
<b>NGÂN LƯU RA (-)</b>	<b>2100</b>	<b>3709</b>	<b>880</b>	<b>1295</b>	<b>1427</b>	<b>1315</b>	<b>1090</b>	<b>130</b>
<b>NGÂN LƯU RÒNG</b>	<b>-2100</b>	<b>-3709</b>	<b>-620</b>	<b>+ 1455</b>	<b>+1823</b>	<b>+1935</b>	<b>+1160</b>	<b>+1370</b>

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 ánh 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
<b>Quan điểm</b>	(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:

$$A = \text{Quan điểm của Ngân hàng} = \text{Quan điểm tổng mức đầu tư}$$

$$= \text{Lợi ích tài chính trực tiếp} - \text{Chi phí tài chính trực tiếp} - \text{Chi phí cơ hội của các tài sản hiện có}$$

#### (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:

$$B = A + \text{Vốn vay} - \text{Trả lãi và nợ vay}$$

#### (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:

$$C = \text{Thuế và phí sử dụng trực tiếp và gián tiếp} - \text{Trợ giá và trợ cấp trực tiếp và gián tiếp}$$

### 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:

$D = \text{Tổng lợi ích} - \text{Chi phí (cả chi phí đầu tư lẫn hoạt động)}$  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:

- 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.
- Trong năm 0, một nghìn đô-la (US\$1.000) được chi để mua thiết bị máy móc.
- 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%.
- 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: <i>Các quan điểm</i> (Ô trong hình 3.2)	Tài chính				Kinh tế				
	<i>Chủ đầu tư</i>		<i>Ngân hàng</i>		<i>Ngân sách</i>		<i>Quốc gia</i>		
	(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
<b>Luồng tài nguyên ròng</b>	<b>-530</b>	<b>580</b>			<b>-1030</b>	<b>1130</b>			<b>-50 -1030 1030</b>

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 phung 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 dự 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.