

Trong việc tính toán và thẩm định phương án tài chính dự án đầu tư thì chuyên viên tài chính không chỉ căn cứ vào số liệu của dự án để tính toán dòng tiền, khả năng hoàn vốn và hiệu quả đầu tư (NPV, IRR), mà cần phải tính đến các yếu tố rủi ro về môi trường vĩ mô và vĩ mô mà dự án sẽ triển khai. Trong khuôn khổ bài này chúng tôi sẽ đề cập tới hai yếu tố ảnh hưởng tới hiệu quả dự án rất cần phải xem xét.

cần chú ý là chúng phải thực hiện một cách nhất quán, trong các dự án đang xem xét, có nhiều dự án vận dụng yếu tố lạm phát thông qua việc tính trượt giá. Tuy nhiên nếu việc vận dụng không nhất quán thì kết quả dự án sẽ sai lệch, một dự án từ đang hiệu quả trở thành không hiệu quả hoặc ngược lại.

Theo mối tương quan hiện tại, lạm phát có nghĩa là sự mất giá cơ bản của VND so với USD, mặc dù nhiều người không đồng ý với quan điểm

một hai năm, lúc đó phải bổ sung thêm vốn đầu tư nếu tỷ giá tăng.

- Trong trường hợp phương án sản xuất sử dụng nguyên vật liệu mua bằng ngoại tệ, sản phẩm bán thu bằng VND, thì cần tính đến biến động tỷ giá. Một sự biến động nhỏ về tỷ giá cũng có thể thay đổi hiệu quả dự án, bởi vì thông thường khi tỷ giá tăng chắc chắn chi phí là yếu tố bị tác động trực tiếp sẽ tăng trước khi giá bán tăng.

Ngược lại, khi phương án sản xuất

Một số nhận định trong tính toán và thẩm định hiệu quả tài chính dự án đầu tư

Thạc sĩ NGUYỄN HÙNG CƯỜNG & Thạc sĩ ĐÌNH THẾ HIỂN



Ảnh Nguyễn Ngọc Dao

Yếu tố lạm phát

Chúng ta biết khi lạm phát có khả năng diễn ra trong thời điểm tiến hành đầu tư và trong suốt vòng đời dự án. Trong trường hợp này có thể cần phải xác định, liệu các dòng tiền hay sức mua của tiền có hữu ích hơn để mô tả kết quả một dự án đầu tư và xem xét quyết định đối với các phương án tối ưu hay không. Kết luận cơ bản để giải quyết vấn đề này là việc phân tích dự án có thể theo dòng tiền mặt (money cash flows) hoặc dòng tiền theo sức mua (purchasing power flows). Điều

này, và cho rằng tính chỉ số lạm phát phải dựa trên sự biến đổi của 500 mặt hàng thiết yếu hay một tiêu chí tương tự, tuy nhiên khi chọn sự biến động của tỷ giá VND/USD, thì các nhà đầu tư dễ dàng hình dung hơn và cũng thuận lợi trong việc tính toán. Theo quan điểm đó chúng ta chỉ đưa chỉ số lạm phát trong các trường hợp sau :

- Nếu chi phí đầu tư có sử dụng số ngoại tệ lớn như dùng để mua máy móc thiết bị, thì cần tính đến sự biến động tỷ giá do từ khi lập dự án đến khi tiến hành mua thiết bị có thể kéo dài cả

sử dụng nguyên vật liệu trong nước, sản phẩm bán thu bằng ngoại tệ, thì cũng cần tính đến biến động tỷ giá. Khi tỷ giá tăng, hiệu quả của phương án làm hàng xuất khẩu sẽ gia tăng và như vậy hiệu quả dự án tính theo VND sẽ tăng. Tuy nhiên cũng cần biết rằng với thực tiễn VN chỉ những dự án có kỹ thuật tương đối phức tạp mới được hưởng lợi thể như tăng công suất tinh luyện dầu thực vật của Nhà máy dầu Tường An 150 tấn/ngày, Nhà máy dầu Tân Bình 150 tấn/ngày, Công ty dầu thực vật Quảng Ninh 400 tấn/ngày, Công ty dầu ăn

Golden Hope Nhà Bè 300 tấn/ngày v.v.. còn những dự án có kỹ thuật sản xuất giản đơn như nhà máy xay xát lúa, nhà máy chế biến hạt điều thô ... thì chưa chắc hưởng lợi mà đôi khi bị hiệu quả ngược, bởi vì khi tỷ giá tăng, làm nhiều người thấy có lời, sẽ nhảy vào kinh doanh, tranh nhau thu mua nguyên liệu, dẫn đến làm giá thu mua nguyên liệu tăng đến mức việc tăng tỷ giá không bù đắp được, trong khi đối với sản phẩm đòi hỏi kỹ thuật phức tạp thì không dễ gì trong phút chốc có nhiều doanh nghiệp nhảy vào được.

Ngoài những trường hợp trên, thì không nên đưa yếu tố lạm phát vào trong việc tính toán hiệu quả tài chính dự án, do khi có lạm phát, yếu tố tăng chi phí và tăng giá bán sẽ bù trừ lẫn nhau, nếu ta đưa vào một vết sẽ thiếu khách quan. Tuy nhiên có thể tính đến những dự án mà chi phí nhân công chiếm tỷ lệ lớn so với chi phí nguyên vật liệu, trong trường hợp này thì lạm phát tăng có thể làm tăng số tuyệt đối của lợi nhuận, do chi phí tiền lương luôn luôn tăng chậm hơn giá mua nguyên liệu và giá bán sản phẩm. Ngược lại trong bối cảnh nền kinh tế phát triển, tức mức sống được nâng cao thì cần tính đến việc tăng lương làm cho chi phí tăng nhanh hơn doanh thu (do tỷ lệ tiền lương chiếm đa số trong giá thành), dẫn đến số tuyệt đối về lợi nhuận sẽ bị giảm.

Tính độc lập của dự án

Trong quá trình xây dựng dự án, đôi khi cần xem xét dự án có độc lập tương đối hay phụ thuộc trực tiếp vào việc triển khai dự án khác hay không. Điều này có ý nghĩa rất quan trọng để xác định khả năng thành công của dự án hay thời điểm thích hợp để đầu tư. Việc không tính đến mối liên quan phụ thuộc vào các dự án khác có thể dẫn đến một dự án triển khai bị thất bại mà đáng lẽ nó sẽ thành công nếu chọn thời điểm đầu tư khác.

Có thể dẫn ra thí dụ điển hình trong các dự án được xem xét, mà nó phụ thuộc rất chặt chẽ vào dự án khác, trong đó thời điểm quyết định đầu tư rất quan trọng: Dự án xây dựng nhà máy sản xuất ống nhựa PE (Poly Etylen) của công ty VINAPLAST, dự án có mức đầu tư 18 tỷ đồng đồng nhằm sản xuất ống nhựa PE là loại ống nhựa tiên tiến hơn nhựa PVC do không có độc tố dẫn xuất clorua. Sản phẩm

này dùng để lắp đặt các đường ống cấp nước thay cho ống gang và ống bê tông. Xét về mặt hiệu quả tài chính khá tốt, nhu cầu thị trường lớn, đây là một sản phẩm công nghệ mới. Tuy nhiên nguồn tiêu thụ sản phẩm này chủ yếu là công ty cấp nước thành phố cho dự án cấp nước sông Sài Gòn có vốn đầu tư khoảng 2.000 tỷ đồng. Nhà máy nhựa chỉ cần xây dựng trong 1 năm, nhưng nếu dự án sông Sài Gòn không xây dựng xong hoặc chưa triển khai thì sản phẩm làm ra không thể tiêu thụ. Do vậy nếu đầu tư vào dự án nhựa này sẽ gặp rủi ro rất lớn, bởi vì nó phụ thuộc quá lớn vào dự án nước sông Sài Gòn.

Khi xem xét tính độc lập của dự án, chúng ta nên chú ý các trường hợp sau:

Trường hợp a: Nếu dự án đang xem xét không bị tác động trực tiếp bởi dự án khác, và cũng không bị tác động trực tiếp bởi một đơn vị đang hoạt động, thì đó là dự án độc lập.

Trường hợp b: Nếu dự án A đang xem xét chịu tác động trực tiếp của một đơn vị B đang hoạt động, thì cần tính độ rủi ro khi có sự thay đổi kinh doanh của công ty B. Vấn đề ở đây là tính tới mức độ phụ thuộc, nếu mức độ phụ thuộc quá lớn, thì đây là dự án có độ rủi ro cao. Ở đây có các loại phụ thuộc như sau:

- Phụ thuộc về tiêu thụ: Thí dụ như dự án sơ chế đậu phộng, đậu nành cung cấp cho nhà máy dầu ăn, nếu nhà máy dầu ăn gặp khó khăn trong kinh doanh, giảm lượng nguyên liệu tiêu thụ, hoặc giảm giá mua, thì nhà máy sơ chế nông sản sẽ bị tổn động sản phẩm, còn nếu đem đi tiêu thụ nơi khác sẽ làm tăng chi phí vận chuyển và khó khăn trong việc tìm kiếm bạn hàng tiêu thụ. Nếu công suất của nhà máy sơ chế nông sản không đáng kể so với công suất nhà máy sản xuất dầu ăn, thì độ phụ thuộc rủi ro rất thấp, hầu như có thể bỏ qua. Còn ngược lại, chúng ta nên đánh giá độ ổn định và phát triển của nhà máy dầu ăn, cũng như đo lường khả năng tiêu thụ cho những đơn vị khác trong trường hợp xấu, có như vậy thì chúng ta mới có đầy đủ tầm nhìn để quyết định đầu tư vào nhà máy sơ chế nông sản hay không.

- Phụ thuộc về nguồn hàng: Thí dụ dự án xây dựng cơ sở chăn nuôi mà thức ăn gia súc được mua từ sản phẩm

phụ của nhà máy dầu ăn gần đó, dự án tính có hiệu quả do nguyên liệu được mua rẻ, chi phí vận chuyển thấp.

Trường hợp này cũng tương tự trường hợp trên, nếu công suất nhà máy sản xuất dầu ăn lớn hơn hẳn nhu cầu tiêu thụ của cơ sở chăn nuôi thì chúng ta không cần phải quan tâm đến rủi ro về nguồn hàng, còn ngược lại, bắt buộc phải tính đến khả năng rủi ro khi nhà máy sản xuất dầu ăn gặp khó khăn.

- Cả hai trường hợp trên, chúng ta chỉ nên dừng ở sự đánh giá vào các nhà máy mà dự án chịu tác động trực tiếp, không nên phân tích xa hơn sẽ có quá nhiều biến cố trường hợp, khiến việc đánh giá trở nên phức tạp. Thí dụ sau khi phân tích về nhà máy sản xuất thức ăn gia súc, nếu chúng ta lại phân tích tiếp các đơn vị hoặc vùng nguyên liệu mà nhà máy đó phụ thuộc, như vậy là chúng ta đã tính tới các yếu tố phụ thuộc gián tiếp. Chỉ một số ít trường hợp mới cần phân tích độ phụ thuộc vào các nhà máy có tác động gián tiếp tới dự án, đó là các dự án có tổng vốn đầu tư hoặc quy mô quá lớn, cần xem xét kỹ nhiều mặt để bảo đảm mức khả thi của dự án, chấp nhận chi phí lớn cho việc phân tích.

Trường hợp c: Nếu dự án A đang xem xét chịu tác động trực tiếp của một dự án B cũng đang được triển khai, thì cần tính độ rủi ro khi có sự thay đổi kinh doanh của dự án B như đã phân tích ở trên. Ngoài ra còn kết hợp với yếu tố thời điểm ra đời trước sau của 2 dự án. Trong trường hợp xem xét yếu tố thời gian đầu tư, chúng ta phân ra các trường hợp sau:

- Nếu việc triển khai đầu tư xây dựng dự án A khá phức tạp, cần có thời gian dài, thì có thể tiến hành đầu tư dự án A đón đầu, để khi dự án B hoàn thành, thì cũng đồng thời hoàn thành dự án A. Khi đó các nhà đầu tư khác dù thấy thời cơ cũng không dễ nhảy vào, bởi vì muốn đầu tư nhà máy như dự án A cần phải có thời gian do yếu tố đầu tư phức tạp của nó.

- Ngược lại nếu việc triển khai đầu tư xây dựng dự án A đơn giản, thời gian đầu tư nhanh, thì không cần đầu tư dự án A trước mà có thể chờ dự án B hoàn thành đi vào hoạt động. Sau đó qua đánh giá tình hình mới tiến hành đầu tư dự án A. Tiến hành đầu tư sau, chúng ta đã loại trừ một phần đáng kể rủi ro về tình hình đầu tư của dự án B ■