



Đầu tư đổi mới thiết bị. Ảnh Hòa Tấn

Vì sao lãi vay không được tính vào dòng tiền chi của dự án đầu tư?

ĐINH NGỌC TRƯỜNG

Lãi vay là một khoản tiền mà doanh nghiệp phải chi ra hàng kỳ để trả cho nhà cho vay. Tuy nhiên, theo quan điểm tổng đầu tư (Total investment point of view – TIPV) thì lãi vay không được tính vào dòng tiền chi của dự án. Việc lãi vay không được coi là dòng tiền chi của dự án theo TIPV được lý giải bởi những lý do sau:

Thứ nhất: Để quyết định đầu tư của doanh nghiệp độc lập với quyết định tài trợ của nhà cho vay thì ta không nên đưa lãi vay vào dòng tiền chi của dự án đầu tư. Điều này được lý giải như sau:

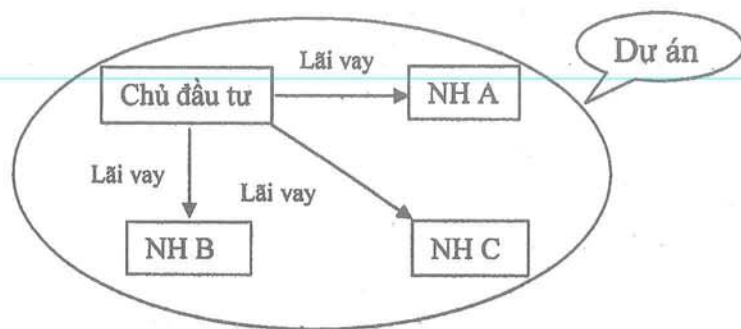
Dòng tiền không trừ lãi vay của dự án theo TIPV (ở đây ta ký hiệu là CF) là dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh và hoạt động đầu tư (không bao gồm hoạt động tài chính), có thể được viết tóm tắt bằng công thức:

$CF = \text{Doanh thu bằng tiền} - \text{Chi phí bằng tiền}$
(không bao gồm lãi vay) – Thuế (1).

Nếu chi phí bằng tiền bao gồm cả lãi vay thì dòng tiền của dự án như sau:

$$CF = (1) - \text{Lãi vay} (2).$$

Nhìn vào công thức (2) ở trên ta thấy, nếu tính lãi vay vào dòng tiền chi của dự án thì CF phụ thuộc vào lãi vay. Như vậy, nếu doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao (vay nợ nhiều) thì lãi vay sẽ cao, dẫn đến làm cho CF giảm, từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả của dự án (hiệu quả dự án sẽ tăng lên hoặc giảm xuống tùy thuộc vào mức vay nợ). Kết quả là sẽ làm ảnh hưởng đến quyết định tài trợ vốn của ngân hàng. Do đó, để kết quả thẩm định dự án và quyết định có tài trợ dự án hay không một cách độc lập và khách quan với quyết định đầu tư của doanh nghiệp thì khi thẩm định dự án, ngân hàng sẽ loại bỏ tác động của đòn bẩy tài chính đến kết quả thẩm định hiệu quả dự án bằng cách không tính lãi vay vào dòng tiền chi của dự án, tức là sẽ lấy dòng tiền theo công thức (1). Vì



vậy, khi thẩm định dự án theo TIPV thì ta không đưa lãi vay vào dòng tiền chi của dự án.

Thứ hai: TIPV là quan điểm thẩm định hiệu quả dự án đứng trên góc độ tổng thể của dự án, không xem xét hiệu quả dự án được tài trợ từ các nguồn vốn riêng lẻ hay không phân biệt tài sản của dự án được tài trợ từ vốn vay hay vốn tự có, nghĩa là không thẩm định hiệu quả dự án một cách phiến diện, một chiều (đây là quan điểm của một nhóm Giáo sư Trường Đại học Harvard – Mỹ và được nhiều người thừa nhận). Theo đó, TIPV xem xét hiệu quả dự án một cách tổng thể, trên quan điểm tổng vốn đầu tư vào dự án mà không phân biệt nó được đầu tư bằng vốn vay hay vốn tự có. Do vậy, TIPV xem dự án như một tổng thể, trong đó nó được tài trợ từ nhiều chủ thể khác nhau (các nhà cho vay, các chủ đầu tư, bên cho thuê, nhà cung cấp, nhà bao tiêu, ...). Các chủ thể tham gia vào dự án bằng nhiều hình thức, có thể là góp vốn, có thể là cho vay vốn, cho thuê vốn, hỗ trợ về công nghệ, hỗ trợ về đầu vào, bảo đảm về đầu ra cho dự án, ... Qua đó, mỗi chủ thể cũng nhận về phần mình một phần lợi ích từ dự án tương ứng với mức độ tham gia vào dự án. Hay nói cách khác, các chủ thể này đều tham gia vào dự án, cùng tài trợ cho dự án, cùng gắn trách nhiệm vào dự án và cùng hưởng lợi ích từ dự án nên có thể nói các chủ thể này cùng nằm trong dự án. Vì TIPV xem dự án là một tổng thể được tài trợ từ nhiều chủ thể mà các chủ thể này lại cùng nằm trong dự án nên khi Chủ đầu tư trả lãi vay cho các nhà cho vay thì lãi vay chỉ chuyển từ túi của chủ thể này sang túi của chủ thể khác chứ không chạy ra khỏi dự án. Do vậy, sự chuyển giao lãi vay từ chủ thể này sang chủ thể khác chỉ là sự phân chia (phân phối) lợi ích của dự

án giữa các chủ thể tham gia vào dự án mà thôi, chứ lãi vay không chạy ra khỏi dự án (tất nhiên là theo quan điểm TIPV). Vì vậy mà lãi vay không được coi là dòng tiền chi của dự án. Điều này được minh họa qua sơ đồ trên:

Qua sơ đồ trên ta thấy, nếu dự án được tài trợ bởi bốn chủ thể là Chủ đầu tư, Ngân hàng A, Ngân hàng B, Ngân hàng C (trong thực tế số lượng chủ thể tham gia có thể ít hơn hoặc nhiều hơn) thì lãi vay chỉ chuyển từ túi của chủ đầu tư sang túi của các ngân hàng A, B, C chứ không chạy ra khỏi dự án. Trong đó, chủ đầu tư tham gia vào dự án dưới

hình thức bỏ vốn tự có và làm chủ đầu tư dự án, các ngân hàng tham gia dự án dưới hình thức cho chủ đầu tư vay để cùng thực hiện dự án. Lợi ích của dự án được phân phối cho các chủ thể dưới hình thức lãi vay và lợi nhuận của dự án. Trong đó, các ngân hàng nhận lợi ích dưới dạng tiền lãi còn chủ đầu tư nhận lợi ích dưới dạng là lợi nhuận của dự án.

Thứ ba: Lãi vay đã được tính vào suất chiết khấu của dự án nên ta không trừ lãi vay ra để tránh việc trừ lãi vay tới hai lần. Điều này được minh họa qua ví dụ sau:

Một dự án đầu tư có các thông tin sau:

- Tổng vốn đầu tư : 160.
- Vay: 120 (75%), lãi suất là 10%/năm.
- Vốn tự có: 40 (25%), suất sinh lời đòi hỏi là 20%/năm.

Dòng tiền chưa trừ lãi vay của dự án như sau:

Năm	0	1	2
CF	-160	67,5	151,875

Suất chiết khấu (WACC) là: $10\% \cdot 75\% + 20\% \cdot 25\% = 12,5\%/\text{năm}$.

$$NPV = -160 + \frac{67,5}{(1 + 12,5\%)^1} + \frac{151,875}{(1 + 12,5\%)^2} = 20$$

Ta biết rằng, các bên tham gia bỏ vốn vào dự án sẽ nhận về cho mình một phần lợi ích tương ứng từ dòng tiền sinh ra từ dự án. Cụ thể, khi nhà cho vay bỏ vốn tài trợ cho dự án thì ngoài việc được hoàn lại vốn gốc còn được hưởng một khoản tiền lãi từ dòng tiền của dự án. Đối với chủ đầu tư khi bỏ vốn thực hiện dự án thì ngoài việc được hoàn lại vốn đã đầu tư và chi phí vốn còn thu được một khoản tiền lãi từ dự án, số tiền này chính là NPV của dự án.

Do vậy, các khoản nợ gốc, chi phí lãi vay ngân

hàng, vốn đầu tư của chủ sở hữu, chi phí vốn chủ sở hữu và tiền lãi sinh ra từ dự án sẽ được hoàn trả từ dòng tiền của dự án. Như vậy, lịch hoàn trả các khoản trên phụ thuộc vào dòng tiền được tạo ra từ dự án nên ta có lịch hoàn trả như sau:

Năm	0	1	2
Vốn đầu tư đầu kỳ		160	112,5
Trả chi phí vốn cho NH và CSH (với suất chiết khấu là 12,5%)		20,0	14,0625
Hoàn vốn gốc cho NH và CSH		47,50	112,5
Vốn đầu tư cuối kỳ	160	112,50	0

Dòng tiền năm 1 là 67,5. Trong đó, trả chi phí lãi vay và chi phí vốn chủ sở hữu là 20, còn lại 47,5 được dùng để trả nợ gốc và hoàn lại vốn cho chủ đầu tư. Tương tự, dòng tiền năm 2 là 151,875 được dùng để trả lãi vay và chi phí vốn chủ sở hữu là 14,0625, trả nợ gốc và hoàn lại vốn cho chủ đầu tư là 112,5 và còn dư lại là 25,3125 (151,875 - 14,0625 - 112,5).

Hiện giá của dòng tiền còn dư lại trong năm 2 là:

$$\frac{25,3125}{(1 + 12,5\%)^2} = 20$$

Ta thấy, hiện giá của dòng tiền năm 2 đúng bằng NPV của dự án. Điều này có nghĩa là dòng tiền sinh ra từ dự án được phân phối cho các bên tham gia vào dự án là nhà cho vay và chủ đầu tư. Trong đó, trước tiên phải hoàn lại vốn và lãi cho nhà cho vay, sau đó mới hoàn lại vốn đầu tư và chi phí vốn chủ sở hữu cho chủ đầu tư. Phần thặng dư sau khi đã hoàn lại vốn và chi phí vốn cho nhà cho vay và chủ đầu tư là phần lợi nhuận mà chủ đầu tư được hưởng từ việc thực hiện dự án. Đây cũng chính là NPV của dự án - là chỉ tiêu quan trọng hàng đầu khi xem xét để đưa ra quyết định đầu tư.

Từ những phân tích trên cho thấy, lãi vay đã được trừ ra khỏi dòng tiền khi hoàn lại vốn và chi phí vốn cho nhà cho vay và chủ đầu tư. Nói cách khác, lãi vay đã được tính vào suất chiết khấu của dự án. Hơn nữa, nếu trừ lãi vay khỏi dòng tiền của dự án thì hiện giá của dòng tiền còn dư ở năm 2 sẽ không bằng với NPV của dự án. Như vậy, nếu ta trừ lãi vay ra khỏi dòng tiền của dự án thì lãi vay sẽ bị trừ tới hai lần. Do đó, ta không nên đưa lãi vay vào dòng tiền chi của dự án để tránh việc trừ lãi vay tới hai lần, từ đó dẫn đến kết quả tính NPV

sẽ bị sai lệch.

Cách giải thích thứ nhất và thứ hai là cách giải thích định tính bằng lập luận còn cách giải thích thứ ba là cách giải thích định lượng để chứng minh.

Tóm lại, trong thẩm định hiệu quả tài chính dự án đầu tư ta cần lưu ý không nên đưa lãi vay vào dòng tiền chi của dự án để tránh dẫn đến kết quả thẩm định bị sai lệch và làm cho việc ra quyết định đầu tư có thể bị sai lầm ■

Tài liệu tham khảo

- 1) Phạm Phú Quốc, Bài giảng Tài trợ dự án.
- 2) Tài liệu thẩm định dự án đầu tư - BIDV.
- 3) GS.TS. Trần Ngọc Thơ, *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*
- 4) Nguyễn Hải Sản, *Quản trị tài chính doanh nghiệp*.
- 5) TS. Nguyễn Minh Kiều, *Tài chính công ty*.



Ảnh Hòa Tấn