

MỘT SỐ VẤN ĐỀ CẦN LƯU Ý KHI PHÂN TÍCH VÀ LỰA CHỌN DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Thạc sĩ PHẠM XUÂN THÀNH

Sự tăng trưởng lợi nhuận và tính cạnh tranh của một doanh nghiệp tùy thuộc phần lớn vào tính hữu hiệu và sự lựa chọn có hiệu quả các phương án đầu tư. Lựa chọn các phương án đầu tư có một vị trí quan trọng trong công tác tài chính, vì nó là một nhân tố chủ yếu trong quá trình sinh lợi lâu dài của doanh nghiệp, đặc biệt trong điều kiện nguồn vốn đầu tư hữu hạn nhưng lại có rất nhiều cơ hội để chọn lựa. Quá trình lựa chọn này rất phức tạp bởi vì đa số các cơ hội đầu tư đều có bản chất dài hạn, còn kết quả của nó nằm trong tương lai xa và khó dự đoán. Vì vậy để có một quyết định đầu tư khôn ngoan, những người ra quyết định đầu tư còn có các công cụ để giúp họ trong việc so sánh những điều lợi và bất lợi của các phương án đầu tư khác nhau.

Trong quá trình thực hiện, yếu tố quan trọng nhất là sự ước tính chính xác việc giảm phí hay tăng lợi tức sẽ đạt được của một dự án đầu tư. Nói cách khác, trong mỗi dự án ta phải luôn xem xét xem xí nghiệp phải gánh thêm chi phí hay thu thêm doanh lợi là bao nhiêu. Những kết quả mà các nhà quản trị nhận được từ việc lựa chọn này thường là những đề án được chuẩn bị theo nguyên tắc kế toán qui ước và phải xác định được những nguồn có thể tạo ra thu nhập của dự án. Do vậy nếu có nhiều dự án, thì cần phải lựa chọn dự án nào có hiệu quả cao nhất, nói chung là phải phân tích, đánh giá, sắp xếp các dự án.

Để phân tích và thẩm định khả năng sinh lời của dự án, người ta thường sử dụng những phương pháp chủ yếu sau:

- Phương pháp phân tích và thẩm định bằng thời gian hoàn vốn (PP)
- Phương pháp phân tích và thẩm định bằng giá trị hiện tại ròng (NPV)
- Phương pháp phân tích và thẩm định bằng tỷ lệ sinh lời (IRR)
- Phương pháp phân tích và thẩm định bằng chỉ số lợi nhuận (PI)

+ Ta thấy rằng để lựa chọn một trong các dự án đầu tư được đề xuất, rõ ràng không đơn giản. Trước khi có đầy đủ những cơ sở về số liệu để phân tích chúng, ta cần phải biết tổ chức thu thập các thông tin, dữ liệu. Kể đến trong quá trình phân tích, đánh giá để chọn ra một dự án có hiệu quả nhất cũng không dễ dàng. Do có nhiều phương pháp để thẩm định và so sánh, trình tự các bước công việc cũng đòi hỏi cần phải được sắp xếp có khoa học để ít tốn thời gian và hiệu suất cao. Để việc phân tích, đánh giá được thực hiện tốt, dự án chọn lựa mang tính khả thi, ta cần thực hiện các bước sau đây:

1. Tổ chức thu thập thông tin

Trước hết, chúng ta phải công nhận rằng, các dự án đầu tư cần được thiết lập trước khi chúng được đánh giá, thẩm định.

Ngay từ giai đoạn đầu tiên của sự hình thành chu trình dự án, tức giai đoạn nhận diện cơ hội đầu tư, đòi hỏi doanh nghiệp phải biết tổ chức thu thập, phân tích và xử lý thông tin về nguồn tài lực, thị trường, tiến bộ kỹ thuật công nghệ và lợi ích kinh tế có thể đạt được. Khi thiết lập một dự án đầu tư, điều cần thiết là phải ước tính được lợi nhuận và chi

phí của nó. Công việc này đòi hỏi phải có sự tham gia của bộ phận marketing, quản trị sản xuất, kế hoạch ... Các bộ phận này sẽ đưa ra những dự báo về doanh thu bán hàng, chi phí nguyên vật liệu, lao động và nhiều dự báo khác có liên quan.

Để đạt được điều này, cần phải bố trí, sắp xếp một bộ máy chuyên môn nhằm nghiên cứu khả năng khai thác thông tin nói trên, điều hòa phối hợp mối quan hệ giữa các yếu tố trong quá trình phân tích, kiểm tra tình hình thực tiễn về lợi ích kinh tế mang lại, hoạch định mục tiêu phát triển và loại trừ mọi rủi ro có thể gặp phải trong quá trình thực thi dự án.

Tổ chức việc nhận diện và phân loại các dự án đầu tư căn cứ theo qui mô của dự án, mục đích đầu tư vào dự án và mối quan hệ giữa các dự án. Thực hiện tốt công tác này sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho tiến trình phân tích và đánh giá các dự án đầu tư của bước sau có hiệu quả cao.

2. Tổ chức phân tích và lựa chọn các dự án đầu tư

Ta thấy rằng để lựa chọn các dự án đầu tư, có nhiều phương pháp phân tích và thẩm định khác nhau, mỗi phương pháp có ưu và nhược điểm riêng của nó. Để xác định một phương pháp tính toán hay kết hợp chúng với nhau trong quá trình phân tích, đánh giá dự án, kết luận việc quyết định chọn lựa một dự án, cần tiến hành các bước sau:

(1) Loại trừ các phương án đầu tư có số vốn đưa ra quá khả năng cho phép của doanh nghiệp

(2) Dùng một trong các phương pháp phân tích đã giới thiệu để loại trừ những dự án không đem lại lợi nhuận cho doanh nghiệp (dự án được đánh giá là hoà vốn hoặc lỗ). Tức những dự án có kết quả tính toán là $NPV \leq 0$, có $PI \leq 1$ hoặc $IRR \leq 1+r$

Cần lưu ý, ở đây ta không đề cập đến phương pháp phân tích theo chỉ tiêu thời gian hòa vốn (PP), vì theo đánh giá chung, phương pháp này có một số yếu điểm trầm trọng và có tính khoa học thấp hơn nhiều so với các phương pháp khác

(3) Căn cứ vào mối quan hệ giữa các dự án với nhau, ta tiến hành chọn lựa các dự án đưa vào phân tích theo cách sau:

a. Trường hợp các dự án được xét là độc lập với nhau:

Ta có thể áp dụng một trong ba phương pháp trên để xác định dự án được lựa chọn. Dự án được lựa chọn theo phương pháp NPV là dự án có NPV cao nhất. Theo phương pháp PI thì dự án có PI lớn nhất và theo phương pháp IRR có IRR cao nhất. Bởi lẽ đối với các dự án độc lập, đánh giá theo một trong ba phương pháp trên hoàn toàn không mâu thuẫn với nhau.

b. Trường hợp lựa chọn một trong nhiều dự án loại trừ lẫn nhau:

Khi lựa chọn một trong các dự án loại trừ lẫn nhau, không phải các phương pháp trên đều hoàn toàn đưa ra cùng một quyết định. Nguyên nhân dẫn đến sự khác biệt là do sự khác nhau về qui mô đầu tư, khác nhau về dòng thu nhập,...

Chẳng hạn ta nghiên cứu 3 dự án được đưa ra xem xét sau:

Dự án	Thu nhập năm		Chi phí đầu tư	NPV	PI (r=10%)	IRR %
	1	2				
A	6.000	1.000	5.000	1.281	1,256	34,80
B	2.000	12.000	10.000	1.736	1,174	20,00
C	5.300	1.800	5.000	1.306	1,261	33,10

- Nếu lựa chọn dự án theo NPV thì ta chọn dự án B vì có NPV lớn nhất (1.736).

- Nếu chọn phương pháp PI thì ta chọn dự án C và có PI lớn nhất (1,261).

- Nếu chọn theo p/pháp IRR thì ta chọn dự án A vì có IRR lớn nhất (34,80).

Mặt khác các dự án đưa ra được để xem xét không phải lúc nào cũng có số năm hoạt động như nhau.

Do vậy, trong trường hợp này ta có thể phân chia thành 2 loại sau:

+ Các dự án đầu tư có đời sống như nhau :
Các dự án đầu tư có đời sống như nhau tức chúng có số năm hoạt động như nhau kể từ khi đưa vào hoạt động đến khi dự án kết thúc.

- Trường hợp các dự án có số vốn đầu tư không quá chênh lệch nhau (tức không quá 1,5 lần), để đơn giản ta vẫn có thể áp dụng phương pháp NPV để xác định dự án được lựa chọn mà kết quả đem lại vẫn xác đáng.

- Trường hợp giữa các dự án đầu tư được xem xét có số vốn đầu tư chênh lệch nhau quá lớn, chẳng hạn ta xem xét ví dụ sau :

Giả sử có 2 phương án đầu tư, với thời gian hoạt động là 1 năm; số liệu về vốn đầu tư cũng như thu nhập của từng dự án được cho ở bảng sau :

Dự án	Thu nhập	Chi phí đầu tư	NPV (r=10%)	Đvtính (USD) IRR(%)
N	1.210	1.000	100	21
L	1.100.220	1.000.000	200	10,022

- Thông thường, người ta thường dựa vào phương pháp NPV làm cơ sở đánh giá dự án vì nó đo lường hết khả năng tối đa hóa lợi nhuận của doanh nghiệp, trong khi đó các phương pháp khác như IRR hoặc PI chỉ mang tính tương đối và kết quả chỉ là những tỷ lệ hoặc hệ số để làm chỉ tiêu so sánh.

Trong ví dụ trên, ta thấy chọn NPV làm phương pháp thẩm định dự án, ta sẽ chọn dự án L vì có NPV lớn (200). Tuy nhiên nếu xét về vốn đầu tư thì quá lớn (gấp 100 lần so với dự án N) trong khi doanh lợi mang lại không tương xứng (chỉ gấp hai lần dự án N).

- Còn nếu chọn dự án IRR làm phương pháp thẩm định dự án, ta sẽ chọn dự án N vì có IRR lớn (21%). Tuy thế, như đã nói trong trường hợp chung nhất, phương pháp này và kể cả phương pháp PI đều không đánh giá được qui mô về độ lớn của dự án đầu tư, để đưa đến mất cơ hội đầu tư lớn để thu vào giá trị hoạt động và lợi nhuận cao hơn.

Vấn đề ở đây, nhà doanh nghiệp lại muốn có một khoản lợi nhuận cao nhưng với một khoản vốn đầu tư hợp lý. Vì vậy ta cần có một phương pháp kết hợp hài hòa giữa độ lớn lợi nhuận mang lại và độ lớn của chi phí đầu tư bỏ ra.

Để làm được điều này, ta có thể kết hợp giữa 2 phương pháp : phương pháp NPV và phương pháp PI.

- NPV biểu thị tổng lợi nhuận của dự án theo giá trị hiện tại ròng, và PI được sử dụng ở đây làm cơ sở để tính hệ số lãi thực sự f (đã trừ chi phí vốn hoặc lãi suất) trên vốn đầu tư.

$$f = PI - (1+r)$$

Vậy tích số giữa NPV và f là sự thể hiện mang tính kết hợp giữa lợi nhuận mang lại và hiệu quả doanh lợi có được trên vốn đầu tư.

Để dễ hiểu và vận dụng, giả sử ta xét và chọn lựa 1 trong 3 dự án đầu tư sau :

Dự án	Doanh thu	Chi phí đầu tư (1 năm)	NPV (r=10%)	PI	f (PI - 1,1)	NPV.f (NPV.(PI-(1+r)))
I	1210	1000	100	1,21	0,11	11
II	2365	2000	150	1,18	0,08	12
III	5720	5000	200	1,14	0,04	8

Ở trên, nếu đánh giá dự án theo phương pháp NPV, ta chọn dự án III vì có NPV cao nhất (200).

- Nếu đánh giá dự án theo phương pháp PI, ta chọn dự án I vì có PI cao nhất (1,21).

- Tuy nhiên, dự án II có tích số NPV.f=12 cao nhất, là dự án nên được chọn vì mặc dù lợi nhuận của dự án II bằng 3/4 dự án III, nhưng chỉ cần số vốn đầu tư ít hơn dự án III nhiều lần (chỉ bằng 40% so với dự án III). Dự án II có tính ưu việt hơn các dự án còn lại là do nó đã kết hợp được lợi nhuận mang lại và chi phí bỏ ra một cách hài hòa.

+ Các dự án đầu tư có đời sống khác nhau :

Trong thực tế chúng ta thường gặp những dự án có thời gian hoạt động khác nhau, việc đánh giá để chọn lựa một trong những dự án loại trừ nhau càng trở nên khó khăn và phức tạp, cần thiết phải được đánh giá và xem xét một cách kỹ lưỡng.

Trong trường hợp này, thông thường ta sẽ gặp phải 1 trong 2 tình huống sau :

a. Các dự án có tuổi thọ ngắn hơn sẽ được bổ sung thay thế bằng một dự án khác khi nó vừa kết thúc kỳ hoạt động.

Để minh họa, ta giả định một doanh nghiệp phải lựa chọn 1 trong 2 máy M_1 hoặc M_2 để sản xuất. Thời gian hoạt động của máy M_1 là 3 năm và máy M_2 là 5 năm. Dự kiến nếu chọn mua máy M_1 thì sau khi sử dụng hết 3 năm sẽ được thay thế bằng máy M'_1 hiện đại với công suất lớn hơn để hoàn thành được chu kỳ sản xuất theo nhu cầu là 5 năm; Do vậy doanh nghiệp dự kiến cuối năm thứ 5 sẽ bán lại máy này với giá là 20 triệu. Các tài liệu khác thu thập được và kết quả tính toán được cho ở bảng sau :

Để đơn giản và thuận tiện trong tính toán các số liệu được cho trong ngoặc đơn là chi phí đầu tư theo từng thời điểm của dự án.

Đơn vị tính : triệu đồng

MÁY	Năm						NPV (r=10%)
	0	1	2	3	4	5	
M_1	(70)	45	45	45			41,90
M'_1				(90)	70	90	36,08
$M_1 + M'_1$	(70)	45	45	(45)	70	90	77,98
M_2	(160)	60	60	60	60	60	67,44

Ghi chú : Thu nhập năm thứ 5 của máy M'_1 = 70 + 20 (tiền bán máy).

Bằng phương pháp thay thế, ta thấy XN nên chọn dự án I, tức có sự kết hợp bổ sung giữa máy cũ và máy mới để cuối cùng tạo ra NPV=77,98 lớn hơn NPV của máy 2 (67,44).

Tóm lại, trong trường hợp này, thời gian tồn tại không đồng nhất và có phương án thay thế như trên, ta thiết lập một chuỗi liên kết những khoản thu của dự án cho đến khi thỏa mãn nhu cầu của doanh nghiệp trong tương lai. Tổng hợp NPV của giải pháp thay thế này làm cơ sở so sánh giữa các dự án với nhau. Dự án được chọn vẫn là dự án có NPV cao nhất.

b. Trong tình huống dự án không có phương án thay thế nào khác

Lúc này ta coi như NPV đã đạt được ở năm kết thúc sẽ tạo ra một lợi nhuận cơ hội do tiết kiệm vốn (với lãi suất chiết khấu là r) của những năm còn lại khi đem so sánh với dự án có thời gian hoạt động dài hơn.

Trong ví dụ trên, giả sử xí nghiệp đã thỏa mãn nhu cầu của máy M_1 ở năm thứ 3 và không cần đầu tư thay thế thêm máy M'_1 , như vậy NPV mới tính được từ máy M_1 sẽ là :

$$NPV' = NPV (1+r)^n$$

$$NPV' = NPV (1+0,1)^3 = 41,90 \times 1,21 = 50,70$$

Lúc này, khi so sánh ta lại chọn dự án mua máy M_2 vì có NPV cao hơn (67,44 > 50,70)

Trên đây là một số vấn đề cần lưu ý khi thực hiện phân tích, đánh giá và lựa chọn dự án đầu tư trong một số trường hợp đặc biệt. Trong thực tế, tùy tình hình cụ thể, dựa vào các yếu tố cơ bản đã trình bày trên, ta vận dụng một cách linh hoạt để có sự lựa chọn phương án đầu tư đem lại hiệu quả và thích hợp nhất ■