

Bản chất, mối quan hệ giữa các dòng tiền của dự án đầu tư

NGUYỄN ÁI ĐOÀN*

Tóm tắt

Bài viết tập trung làm rõ bản chất, mối quan hệ giữa các dòng tiền của dự án đầu tư, gồm: dòng tiền dự án, dòng tiền chủ sở hữu và dòng tiền nợ. Dựa trên cơ sở đó, tác giả trình bày phương pháp lập các dòng tiền, xác định các tiêu chuẩn đánh giá hiệu quả tài chính theo các dòng tiền của dự án.

Từ khóa: dự án, dòng tiền, dự án đầu tư

Summary

This article aims to clarify the nature and relationship between cash flows of an investment project, including: project cash flow, owner cash flow and debt cash flow. Finally, the author presents a method to create cash flow and criterias for financial performance evaluation in terms of cash flows of projects.

Keywords: project, cash flow, investment project

GIỚI THIỆU

Trong tài chính, đầu tư là việc sử dụng tiền nhằm thu lợi trong tương lai. Phân tích tài chính là một nội dung quan trọng của quản lý dự án đầu tư, qua đó cho biết quy mô đầu tư, hiệu quả đầu tư và an toàn về đầu tư, giúp cho nhà đầu tư quyết định đầu tư hay không, hiệu quả đến đâu, đồng thời cũng giúp các cơ quan thẩm định biết được tính thực thi của dự án về phương diện tài chính. Ở Việt Nam, các lý thuyết về lập và phân tích dự án đầu tư đã được phổ biến khá rộng rãi, tuy nhiên, việc xác định các dòng tiền và sử dụng vào đánh giá dự án vẫn là vấn đề chưa hoàn toàn rõ. Trong phạm vi bài viết này, dựa trên cơ sở làm rõ bản chất, mối quan hệ giữa các dòng tiền, tác giả đề xuất phương pháp xác định các dòng tiền của dự án, xác định các tiêu chuẩn đánh giá hiệu quả tài chính và sử dụng để đánh giá dự án đầu tư theo các dòng tiền.

CÁC DÒNG TIỀN CỦA DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Các dự án đầu tư thường kéo dài nhiều năm, do tiền có giá trị theo thời gian, cho nên để đánh giá hiệu quả dự án về mặt tài chính, cần phải so sánh thu,

chi có tính đến yếu tố thời gian và cần xác lập dòng tiền của dự án.

Dòng tiền là tập hợp các khoản thu, chi thuần gắn với dự án theo từng khoảng thời gian nhất định (thường là một năm). Mục tiêu của việc xác định các dòng tiền là đánh giá hiệu quả về mặt tài chính, so sánh giữa chi đầu tư và các khoản thu có được khi thực hiện, khai thác dự án.

Để đạt được mục tiêu trên, các dòng tiền cần phải có nội dung, ý nghĩa xác định. Do đó, khi lập các dòng tiền, cần phải tuân thủ một số nguyên tắc nhất định sau:

(i) Nguyên tắc chuyển đơn giản về cuối thời đoạn toàn bộ thu, chi trong thời đoạn đã chọn (thường là một năm): Do tiền có giá trị theo thời gian, nên thu, chi và dòng tiền của dự án được lập theo thời gian. Tuy nhiên, trên thực tế, trong hoạt động của các doanh nghiệp, kết quả kinh doanh thường được hạch toán theo năm và không phân biệt các khoản thu, chi theo thời gian trong năm. Tương ứng, khi lập dòng tiền dự án đầu tư, đơn vị thời gian thường được chọn là năm và các khoản thu, chi trong năm được quy ước chuyển đơn giản về thời điểm cuối năm để lập dòng tiền.

(ii) Nguyên tắc sử dụng thu, chi thuần (cho từng thời đoạn): Các khoản thu, chi ở cùng thời điểm (thời đoạn) là có thể so sánh được. Do đó, cần được so sánh loại trừ để có dòng thu, chi thuần theo thời gian.

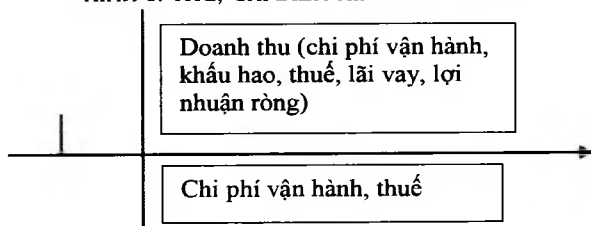
(iii) Nguyên tắc sử dụng dòng tiền sau thuế: Các hoạt động kinh doanh phải chịu thuế; Các khoản thu thực của nhà đầu tư là sau thuế.

(iv) Đảm bảo tính thống nhất của dòng tiền (đơn vị tính, dòng tiền danh nghĩa, dòng tiền thực...).

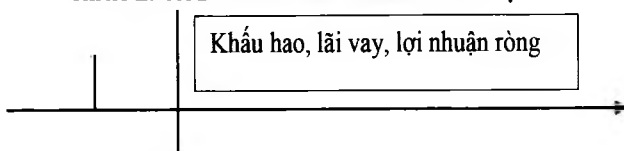
* PGS, TS., Trường Đại học Bách khoa Hà Nội

Ngày nhận bài: 10/3/2021; Ngày phản biện: 20/4/2021; Ngày duyệt đăng: 25/4/2021

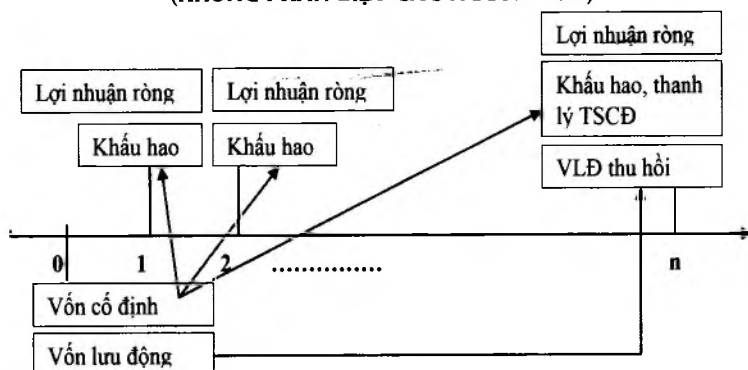
HÌNH 1: THU, CHI ĐIỂN HÌNH HÀNG NĂM



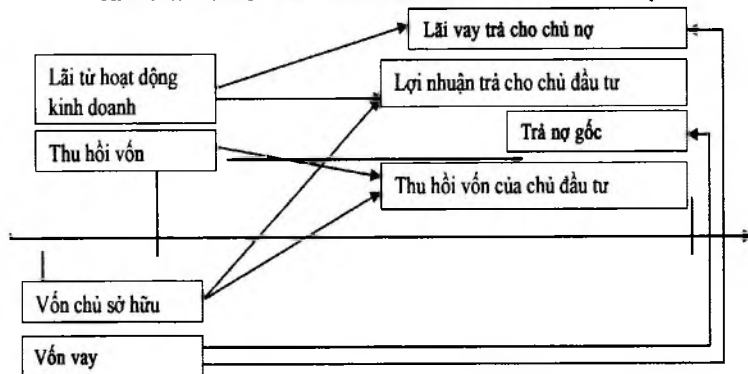
HÌNH 2: THU THUẦN HÀNG NĂM CỦA DỰ ÁN



HÌNH 3: DÒNG TIỀN DỰ ÁN (KHÔNG PHÂN BIỆT CÁC NGUỒN VỐN)



HÌNH 4: DÒNG TIỀN THEO CƠ CẤU NGUỒN TÀI TRỢ



Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

(v) Đảm bảo tính tương ứng của thu, chi, cụ thể là: Tương ứng giữa nguồn tài trợ và các khoản thu theo các nguồn tài trợ; Tương ứng giữa cơ cấu vốn đầu tư vào tài sản và các khoản thu theo cơ cấu vốn đầu tư vào tài sản; Tương ứng giữa các khoản đầu tư tăng thêm và thu nhập tăng thêm.

Thu thuần hàng năm của dự án

Trong quá trình khai thác vận hành, hàng năm dự án có doanh thu và cần các khoản chi phí vận hành. Doanh thu cần bù đắp được chi phí, thuế và có lợi nhuận ròng. Do đó, các thành phần của doanh thu, bao gồm: chi phí vận hành (chi phí nguyên vật liệu,

chi phí nhân công, dịch vụ mua ngoài và chi phí khác bằng tiền), khấu hao, thuế, lãi vay và lợi nhuận ròng (Hình 1). Lấy thu trừ chi, chúng ta được thu ròng hàng năm, bao gồm: khấu hao, lãi vay và lợi nhuận ròng (Hình 2).

Dòng tiền dự án

Đối với một dự án kinh doanh điển hình, để thực hiện dự án, chủ đầu tư cần huy động vốn, đầu tư và tài sản cố định, như: nhà xưởng, máy móc thiết bị và đầu tư vào tài sản lưu động, tài sản ngắn hạn. Dựa trên cơ sở sử dụng vốn đầu tư vào các tài sản và khai thác, từ đó, có thể lập dòng tiền theo cơ cấu vốn đầu tư vào tài sản.

Vốn đầu tư vào tài sản được chia thành vốn cố định và lưu động. Trong dòng thu, tương ứng với vốn cố định, có các khoản thu hồi qua khấu hao và giá trị thanh lý tài sản cố định ở thời điểm cuối của dự án; vốn lưu động được sử dụng quay vòng qua các năm và chỉ thu hồi khi dự án kết thúc.

Trong trường hợp này, vốn đầu tư không phân chia theo các nguồn tài trợ, do đó, trong phần thu, không tính đến việc trả nợ gốc, trả lãi. Lợi nhuận trong trường hợp này được tính khác với lợi nhuận kế toán và bằng lãi từ hoạt động kinh doanh trừ đi thuế thu nhập.

Dòng tiền được lập theo nguyên tắc này được gọi là dòng tiền của dự án. Đặc điểm dòng tiền của dự án là không đề cập đến hoạt động tài chính và do đó, được sử dụng để đánh giá mức sinh lợi của cơ hội đầu tư không phụ thuộc vào hoạt động tài chính, vào cơ cấu vốn theo nguồn tài trợ. Sơ đồ tính dòng tiền của dự án được trình bày trong Hình 3 (lợi nhuận ròng ở đây được tính bằng lãi từ hoạt động kinh doanh trừ đi thuế thu nhập).

Dòng tiền nợ và dòng tiền chủ sở hữu

Phân tích dưới góc độ sử dụng vốn, chủ đầu tư có thể sử dụng đồng thời cả vốn chủ sở hữu và vốn vay. Tương ứng với việc sử dụng các loại vốn này, các lợi ích và nghĩa vụ tài chính phát sinh sẽ khác nhau.

Lập dòng tiền theo cơ cấu nguồn tài trợ

Theo các nguồn tài trợ, vốn đầu tư được chia thành vốn chủ sở hữu và vốn vay. Trong phần thu, tương ứng với vốn vay là các khoản thu hồi vốn đầu tư dành cho việc trả nợ gốc và các khoản lãi trong hoạt động kinh doanh của dự án dành để trả lãi vay; tương ứng với vốn chủ sở hữu là các khoản thu hồi vốn đầu tư trừ phần

trả nợ gốc và phần còn lại sau khi trả lãi vay (Hình 4).

Khi xem xét dưới góc độ nguồn tài trợ, tổng chi đầu tư được chia thành vốn chủ sở hữu và vốn vay. Các khoản thu được chia tương ứng thành: i) Các khoản trả nợ gốc, trả lãi vay (dành cho chủ nợ); (ii) Thu hồi vốn chủ sở hữu và lợi nhuận thuộc về chủ sở hữu.

Dòng tiền chủ sở hữu

Từ dòng tiền trên, nếu loại bỏ lãi vay khỏi dòng thu, tương ứng trong dòng chi, chúng ta cũng phải loại bỏ vốn vay, điều này sẽ kéo theo việc loại bỏ các khoản trả nợ gốc trong dòng thu. Khi đã loại bỏ hoàn toàn các khoản vay, trả nợ gốc, trả lãi khỏi dòng tiền dự án, còn lại dòng tiền phản ánh các khoản chi đầu tư của chủ sở hữu cho dự án và các khoản thu từ dự án theo thời gian. Đó là dòng tiền chủ sở hữu (Hình 5).

Dòng tiền nợ

Các khoản vay, trả nợ gốc, trả lãi gắn với dự án được tập hợp lại (theo từng khoảng thời gian) thành dòng tiền nợ của dự án (Hình 6). Dòng tiền nợ thường được lập dưới góc độ chủ đầu tư: khoản vay trở thành khoản thu và trả nợ gốc, trả lãi là các khoản chi.

Tóm lại, khi lập và phân tích dự án, có hai dòng thu, chi cơ bản là dòng tiền dự án và dòng tiền chủ sở hữu. Dòng tiền dự án là tập hợp toàn bộ thu, chi thuần gắn với dự án, còn dòng chủ sở hữu chỉ phản ánh các khoản thu, chi của chủ sở hữu. Bên cạnh đó, chúng ta có thể lập dòng tiền có tính phụ trợ là dòng tiền nợ. Mỗi dòng tiền có một nội dung và ý nghĩa xác định. Tùy theo nhu cầu phân tích, người ta có thể tính một hoặc nhiều dòng tiền.

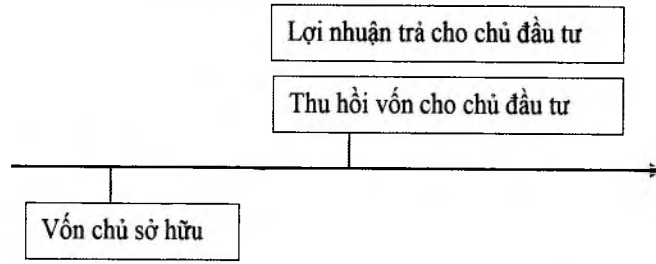
MỐI QUAN HỆ GIỮA CÁC DÒNG TIỀN DỰ ÁN VÀ PHƯƠNG PHÁP LẬP CÁC DÒNG TIỀN DỰ ÁN

Từ phân tích trên có thể thấy, dòng tiền dự án là tổng hợp của dòng tiền chủ sở hữu và dòng tiền nợ.

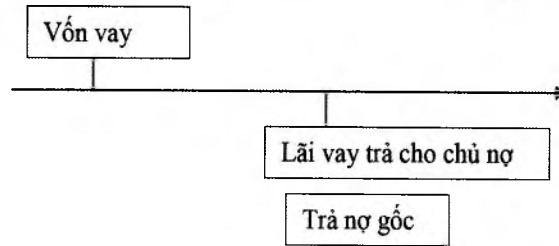
Về kỹ thuật tính, hiện có nhiều cách tính cụ thể khác nhau được áp dụng. Trong phạm vi bài viết, từ mối quan hệ giữa các dòng tiền, về nguyên tắc để dễ hiểu, tác giả trình bày cách tính các dòng tiền theo các bước sau:

Bước 1: Tính dòng tiền của dự án: tính toàn bộ thu, chi thuần liên quan đến hoạt động của dự án, không đề cập đến vay, trả nợ;

HÌNH 5: DÒNG TIỀN CHỦ SỞ HỮU



HÌNH 6: DÒNG TIỀN NỢ DƯỚI GÓC ĐỘ CHỦ ĐẦU TƯ



Nguồn: Nghiên cứu của tác giả

Bước 2: Lập dòng tiền nợ dưới góc độ chủ đầu tư: tập hợp các khoản vay và trả nợ gốc, lãi vay;

Bước 3: Tính dòng tiền chủ sở hữu: do dòng của dự án là tổng thu chi của chủ đầu tư và chủ nợ cho nên, dòng tiền chủ sở hữu là phần còn lại sau khi đã tách dòng tiền nợ khỏi dòng tiền của dự án. Nếu dòng tiền nợ được lập dưới góc độ chủ đầu tư, thì đi vay được ghi là thu và trả nợ gốc, trả lãi được ghi là chi. Khi đó, dòng tiền chủ sở hữu được tính bằng cách lấy dòng tiền dự án cộng với dòng tiền nợ (thực chất là trừ).

Ví dụ: Dự án BC có vốn đầu tư là 100, sau một năm thu hồi toàn bộ vốn và có lãi 10 (chưa đề cập đến vay, trả nợ).

Dòng tiền của dự án là: $\{-100_0; 110_1\}$

Giả sử vốn vay là 50; lãi suất 8%/năm, trả gốc và lãi vào cuối năm. Dòng tiền nợ được dưới góc độ chủ đầu tư, như sau:

Dòng tiền nợ: $\{50_0; -54_1\}$

Tính dòng tiền chủ sở hữu:

$$\text{Dòng chủ sở hữu: } \frac{\begin{matrix} \{-100_0; 110_1\} \\ + \{50_0; -54_1\} \\ \hline \{-50_0; 56_1\} \end{matrix}}$$

Trong ví dụ này, dòng chủ sở hữu cho biết, chủ đầu tư bỏ vốn ra 50 (số còn lại đi vay), thu về vốn ban đầu là 50, lãi 6 (phần lãi khác là 4 trả cho chủ nợ).

TÁC ĐỘNG CỦA THUẾ

Thuế không làm ảnh hưởng nhiều đến quá trình lập các dòng tiền của dự án, nhưng thuế được tính theo các dòng tiền khác với thuế tính theo nguyên tắc kế toán. Ví dụ, đối với dòng tiền dự án, do không đề cập đến vay, trả nợ, nên thuế phải nộp ở đây chưa tính đến tác động của đi vay và trả nợ. Tác động của đi vay, trả nợ được phản ánh trong dòng tiền nợ, do đó, khi lấy dòng tiền dự án sau thuế trừ đi dòng tiền nợ sau thuế

sẽ được dòng tiền chủ sở hữu sau thuế. Điều này phản ánh đúng thu, chi mà chủ sở hữu nhận được từ dự án đã tính đến thuế.

Tiếp tục với ví dụ trên, giả sử thuế thu nhập là 20%:

- Dòng tiền dự án: $\{-100_0; 110_1\}$; lãi trước thuế là 10, lãi sau thuế là 8. Kết quả có dòng tiền của dự án sau thuế là: $\{-100_0; 108_1\}$;

- Dòng tiền nợ: $\{50_0; -54_1\}$; trả lãi vay được lợi thuế 20% (Trả lãi trước thuế 4, tương đương trả lãi sau thuế là 3,2). Có dòng tiền nợ sau thuế: $\{50_0; -53,2_1\}$

Tính dòng tiền chủ sở hữu sau thuế:

$$\begin{array}{r} \{-100_0; 108_1\} \\ + \{50_0; -53,2_1\} \\ \hline \text{Dòng chủ sở hữu: } \{-50_0; 54,8_1\} \end{array}$$

Trong ví dụ này, dòng chủ sở hữu cho biết, chủ đầu tư bỏ vốn ra 50 (số còn lại đi vay), thu về vốn ban đầu là 50, lãi - lợi nhuận sau thuế là 4,8.

TỶ SUẤT SINH LỢI TỐI THIỂU ỨNG VỚI CÁC DÒNG TIỀN VÀ ĐÁNH GIÁ CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Tính thống nhất, tương ứng trong các dòng tiền còn phải được tuân thủ rộng hơn, bao gồm cả việc lựa chọn tỷ suất sinh lợi tối thiểu (MARR) để đánh giá dự án.

Mỗi dòng tiền có một nội dung khác nhau cho nên, ứng với mỗi trường hợp, phải sử dụng một tỷ suất sinh lợi tối thiểu nhất định, được xác định dựa trên các cơ sở riêng, theo các yêu cầu riêng, rất nghiêm ngặt để đánh giá dự án.

MARR được hiểu là mức sinh lợi nhỏ nhất mà các nhà tài trợ đặt ra đối với dự án. MARR được tính theo nhiều cách khác nhau, dựa trên nhiều cơ sở khác nhau. Trong nghiên cứu này, tác giả chỉ trình bày phương pháp đơn giản, thuận lợi cho việc giải thích bản chất của các dòng tiền.

Đối với dòng tiền dự án, mặc dù không đề cập đến vay và trả nợ, nhưng thực chất dòng dự án bao gồm thu, chi của cả chủ đầu tư và chủ nợ. MARR áp dụng cho dòng tiền này là chung của chủ đầu tư và người cho vay, cho nên thường được tính bằng trung bình trọng mức sinh lợi đòi hỏi của cả chủ đầu tư và chủ nợ.

Trong ví dụ trên, chủ đầu tư vay 50, với lãi suất 8%, vốn chủ sở hữu 50, tỷ suất sinh lợi đòi hỏi 12%. MARR được tính như sau:

$$MARR = 0,5 \times 8\% + 0,5 \times 12\% = 10\%$$

Tính giá trị hiện tại thuần cho dự án $\{-100_0; 110_1\}$ với MARR = 10% sẽ được NPV = 0. Kết quả đó phản

ánh thực tế là dự án thu hồi được vốn và có các khoản lãi từ hoạt động sản xuất, kinh doanh vừa đủ để trả lãi cho chủ nợ và lợi nhuận đòi hỏi của chủ đầu tư. Nếu NPV > 0, dự án có mức sinh lợi cao hơn mức đòi hỏi tối thiểu của chủ đầu tư. Từ đó, điều kiện để chấp nhận dự án là NPV ≥ 0. Ngược lại, nếu NPV < 0, mức sinh lợi của dự án nhỏ hơn mức đòi hỏi tối thiểu của chủ đầu tư và dự án bị loại bỏ.

Nếu tính tỷ suất sinh lợi nội tại, sẽ được IRR = 10%. Điều đó có nghĩa là tỷ suất sinh lợi của dự án vừa bằng với tỷ suất sinh lợi tối thiểu chung của chủ đầu tư và chủ nợ. Điều kiện để chấp nhận dự án là IRR lớn hơn hoặc bằng MARR.

Khi sử dụng dòng tiền chủ sở hữu, tỷ suất sinh lợi tối thiểu trong trường hợp này không thể tính trung bình cho cả chủ đầu tư và chủ nợ như đã làm đối với dòng tiền dự án. Dòng tiền chủ sở hữu phản ánh thu chi thuần của riêng chủ sở hữu. Do vậy, tỷ suất sinh lợi tối thiểu áp dụng cho dòng tiền chủ sở hữu phải là tỷ suất sinh lợi đòi hỏi của riêng chủ đầu tư. Trong ví dụ trên, dòng chủ sở hữu $\{-50_0; 56_1\}$, tỷ suất chiết khấu để tính NPV phải là 12%. Kết quả có NPV = 0 và IRR = 12% = MARR.

KẾT LUẬN

Tiền có giá trị theo thời gian và để đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư, cần phải tập hợp được thu, chi thuần của dự án theo thời gian. Tùy thuộc vào góc độ, quan điểm đánh giá là chủ đầu tư hay chủ sở hữu, có thể xây dựng các dòng tiền của dự án hoặc dòng tiền chủ sở hữu. Cách lập các dòng tiền hợp lý là lập dòng tiền dự án với giả định bỏ qua vay nợ, lập dòng tiền nợ và suy ra dòng tiền chủ sở hữu. Để đánh giá hiệu quả tài chính dưới các góc độ dự án hay chủ sở hữu, cần phải sử dụng tỷ suất sinh lợi tối thiểu của dự án hay của chủ sở hữu tương ứng. □

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Từ Quang Phương (2014). *Quản lý dự án*, Nxb Đại học Kinh tế Quốc dân
2. Nguyễn Bạch Nguyệt (2012). *Lập dự án đầu tư*, Nxb Thống kê
3. Cao Hào Thi, Nguyễn Thúy Quỳnh Loan (2008). *Quản lý dự án*, Nxb Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh
4. Nguyễn Xuân Thủy, Trần Việt Hoa, Nguyễn Việt Ánh (2009). *Quản trị dự án đầu tư*, Nxb Thống kê