

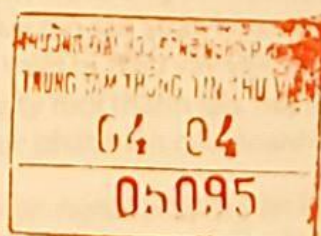
TS. ĐINH THẾ HIỂN

Lập & thẩm định

DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Lập & thẩm định DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Tiến sĩ ĐINH THẾ HIỂN



NHÀ XUẤT BẢN KINH TẾ TP. HỒ CHÍ MINH

LỜI NÓI ĐẦU

Mục tiêu của quyển sách là cung cấp tài liệu tham khảo thực tiễn cho các chuyên viên của Tổ chức Tài chính Ngân hàng và Doanh nghiệp Việt Nam trong việc lập và thẩm định hiệu quả dự án đầu tư, để đề xuất đầu tư hoặc cho vay.

Trong nền kinh tế thị trường và hội nhập, thành công hay thất bại của mỗi doanh nghiệp phụ thuộc rất lớn vào vấn đề nguồn vốn sử dụng, lĩnh vực đầu tư và đầu tư như thế nào. Điều này càng có ý nghĩa trong giai đoạn hiện nay, khi mà hàng loạt các doanh nghiệp đang gặp khó khăn lớn thậm chí phá sản vì thâm dụng vốn, đầu tư tràn lan không hiệu quả.

Đối với một Doanh nghiệp, nếu sau vài năm mà không có một dự án đầu tư mới thì hoặc là Doanh nghiệp không tăng được quy mô sản xuất, hoặc là năng lực cạnh tranh bị suy giảm vì không thay đổi quy trình, thiết bị. Như vậy việc lập và thẩm định dự án đầu tư không chỉ phát sinh từ các công ty mới thành lập, mà nó là công việc quan trọng có tính quyết định trong chiến lược phát triển của doanh nghiệp.

Trong quá trình thẩm định và tư vấn đầu tư; ngoài phương án kinh doanh thu lời của dự án, thì có ba vấn đề cần được quan tâm đó là thu hút vốn đầu tư, cơ cấu nguồn vốn đầu tư và phân tích rủi ro.

VẤN ĐỀ THỨ NHẤT: THU HÚT VỐN ĐẦU TƯ

Thu hút vốn đầu tư là vấn đề được quan tâm hàng đầu ở cấp độ doanh nghiệp cũng như Chính quyền. Đối với doanh nghiệp, sau một thời gian thị trường chứng khoán tăng trưởng nóng, các công ty cổ phần đua nhau phát hành cổ phiếu thu nhiều tiền đến mức, đầu tư hết mức cũng không hết tiền, phải đi mua cổ phiếu công ty khác hoặc bỏ tiền vào dự án bất động sản. Nhưng trong 3 năm trở lại đây thì tình hình đảo ngược, việc huy động vốn đầu tư từ phát hành cổ phiếu hay vay ngân hàng đều gặp khó khăn, ngoại trừ những doanh nghiệp có tình hình tài chính lành mạnh và dự án đầu tư tốt. Đối với Chính quyền địa phương, việc thu hút vốn còn quan trọng hơn nhiều. Hiện nay, nhiều địa phương liên tục tổ chức các hội thảo thu hút vốn đầu tư với nhiều chính sách ưu đãi đầu tư. Mặc dù rất nỗ lực, nhưng hiệu quả vẫn chưa được như mong muốn. Kinh nghiệm các nơi thu hút vốn thành công cho thấy, vấn đề cốt yếu không nằm ở "trái thắm đỏ", mà làm sao giúp nhà đầu tư triển khai nhanh chóng dự án đưa vào kinh doanh đúng thời cơ và "sống được". Mấu chốt chung hấp dẫn nhà đầu tư là xây dựng cơ sở hạ tầng tốt, dịch vụ tài chính năng động, nguồn nhân lực có tay nghề và kỷ luật, môi trường kinh tế cạnh tranh minh bạch... Tất cả vấn đề đó không phải là các chính sách chung chung mà cần được lượng hóa thành

những số liệu cụ thể, thể hiện trên phương án tài chính của dự án, và nhà đầu tư sẵn sàng nhảy vào khi kết quả phân tích cho thấy một triển vọng sinh lời tốt đẹp. Việt Nam đang trong tiến trình hội nhập sâu, từ việc gia nhập WTO đến hiệp định đối tác xuyên Thái bình dương TPP... Đây sẽ là thách thức gay go trong giai đoạn sau khủng hoảng, nhưng nó cũng mở ra nhiều cơ hội đầu tư mới, với thị trường rộng lớn hơn cho doanh nghiệp cũng như các chính quyền địa phương năng động.

VẤN ĐỀ THỨ HAI: CƠ CẤU NGUỒN VỐN ĐẦU TƯ DỰ ÁN

Vốn đầu tư dự án gồm nhiều nguồn như vốn chủ sở hữu, vốn vay, tín dụng thương mại, trái phiếu..., tuy nhiên tựu chung phân biệt thành hai nguồn là vốn chủ sở hữu (CSH) và vốn vay. Một dự án có tỷ lệ vốn vay cao sẽ giúp gia tăng tỷ suất sinh lời đồng vốn của nhà đầu tư. Điều này cũng tương tự như nhà quản trị tài chính của công ty sử dụng hiệu ứng đòn bẩy tài chính, tăng tỷ lệ nguồn vốn vay trong tổng vốn kinh doanh của công ty để tăng tỷ suất sinh lời vốn chủ sở hữu (ROE). Phải chăng điều đó là phương án hữu hiệu nên áp dụng? Sự việc sẽ tốt nếu các dự toán của chúng ta về quá trình triển khai dự án là đúng. Nhưng điều gì xảy ra nếu mức tiêu thụ không đạt, nguyên vật liệu tăng giá và lãi suất ngân hàng đột ngột tăng như các năm 2008, 2011?... Khi đó chúng ta sẽ đứng trước áp lực lãi vay, nợ vay quá lớn khiến công cuộc kinh doanh bị thua lỗ thậm chí sụp đổ mặc dù dự án vẫn có khả năng thành công nếu chúng ta có đủ vốn vượt qua giai đoạn khó khăn đó. Trong giai đoạn 2009 – 2013 hàng loạt dự án bất động sản bị đình trệ, gây thiệt hại rất lớn cho chủ đầu tư, thậm chí bị phá sản. Tình hình này không chỉ do thị trường địa ốc bị “đóng băng” mà có nguyên nhân quan trọng là nguồn vốn chủ đầu tư quá thấp, phụ thuộc quá lớn vào vốn vay.

Tỷ lệ vay cao hay thấp trong cơ cấu nguồn vốn đầu tư? Phương án vay cao để tăng hiệu quả đồng vốn đầu tư, hay phương án vốn của chủ đầu tư cao để tăng độ an toàn cho triển khai dự án. Phần thưởng cho PA1 là hiệu quả đầu tư cao nếu các trụ liệu đầu tư kinh doanh của dự án chính xác, và phần thưởng cho PA2 là hoạt động đầu tư đứng vững và vượt qua khi gặp phải tình hình bất lợi. Trong giai đoạn nền kinh tế tăng trưởng nóng vài năm trước, các nhà đầu tư thường thích áp dụng PA1 khi phát triển doanh nghiệp, đầu tư dự án. Tuy nhiên khủng hoảng tài chính toàn cầu diễn ra từ Mỹ năm 2008, và Chính phủ đang tái cấu trúc nền kinh tế theo hướng bền vững từ cuối năm 2011 đã cho thấy cần phải phát triển doanh nghiệp và triển khai đầu tư trên một nền tài chính vững chắc, có nghĩa là sử dụng một cơ cấu vốn hợp lý¹. Hiện nay, hàng loạt công ty bất động sản Việt Nam lâm vào tình cảnh phá sản do sử dụng nguồn vốn vay quá lớn để đầu tư là một bài học đắt giá không chỉ cho doanh nghiệp mà cả cho các ngân hàng tài trợ.

Vấn đề quan trọng không kém về nguồn vốn là vốn vay phải có thời gian sử dụng hợp lý với thời gian hữu dụng của tài sản đầu tư. Với những dự án cho vay đầu tư thiết bị công nghệ cao thì thời gian 3 – 5 năm là hợp lý, nhưng với những dự án đầu tư hạ tầng giao thông, cấp nước có thời gian sử dụng trên 20 năm mà thời hạn cho vay dưới 10 năm thì sẽ gây áp lực rất lớn về khả năng và kế hoạch trả nợ. Do vậy chuẩn bị nguồn vốn thích hợp có một vai trò quan trọng hàng đầu trong

¹ Vấn đề này được trình bày trong chương 3 Quản lý phát triển doanh nghiệp & đầu tư trong quyển sách này.

việc thành bại của một DADT. Hiện nay cùng với sự phát triển của thị trường chứng khoán thì nguồn vốn phát hành trái phiếu đầu tư cho những dự án lớn có tính khả thi và hiệu quả cao sẽ mở ra một hướng huy động mới cho các doanh nghiệp Việt Nam đã có uy tín, có niềm yết trên thị trường. Tuy nhiên trái phiếu của Doanh nghiệp Việt Nam cũng khó huy động với thời gian trên 5 năm, do vậy nguồn vốn để tham gia vào các dự án hạ tầng cũng vẫn là một cản trở lớn so với các công ty nước ngoài. Điều này cho thấy đối với dự án có quy mô vốn lớn, thời gian sử dụng trên 5 năm vẫn là bài toán quan trọng cho các chủ đầu tư.

VẤN ĐỀ THỨ BA: PHÂN TÍCH RỦI RO HIỆU QUẢ DỰ ÁN

Nhiều người cho rằng vấn đề rủi ro của dự án sẽ được giải quyết dựa trên việc sử dụng các kỹ thuật phân tích rủi ro. Tuy nhiên nẫu chốt nằm ở chỗ xác định các khả năng có thể xảy ra mang yếu tố khách quan làm biến đổi hiệu quả dự án. Điều này lại rất cần dựa trên kinh nghiệm ngành nghề đầu tư, khả năng dự đoán yếu tố vĩ mô. Thực tiễn đầu tư dự án BĐS, khu công nghiệp, Cá Ba sa, Cao su, Thủy điện... cho thấy yếu tố vĩ mô trong ngoài nước có vai trò quan trọng trong việc thành – bại của dự án.

Đa phần các dự án được lập đều thể hiện mức sinh lời cao và chắc chắn. Tuy nhiên điều này thường chỉ để phục vụ trình duyệt cơ quan nhà nước, hoặc thuyết phục cổ đông. Thực tế những dự án sinh lời cao và không rủi ro chỉ có trong trường hợp được kinh doanh độc quyền hoặc diễn ra trong khu vực thiếu thông tin, bị cách ly. Trong nền kinh tế thị trường phát triển và mở thì DADT có khả năng sinh lời cao luôn luôn kèm theo các rủi ro từ cạnh tranh và biến đổi môi trường kinh tế. Kinh tế Việt Nam trong giai đoạn 2006 – 2013, ngày càng thể hiện tính cạnh tranh cao. Các yếu tố thương hiệu công ty, vốn lớn, thậm chí là ưu đãi về tài chính cũng không bảo đảm cho việc thành công dự án. Hàng loạt dự án thất bại của các Tập đoàn và Tổng công ty nhà nước bị đổ thừa cho kinh doanh ngoài ngành, thiếu kinh nghiệm nên thua lỗ. Tuy nhiên vấn đề nằm ở chỗ nếu dự án không có tính khả thi cao, thiếu ưu điểm cạnh tranh trong kinh doanh sẽ rất dễ thất bại. Những dự án có lợi nhuận cao và chắc chắn như kinh doanh mạng viễn thông ngày càng ít, những dự án đối mặt với rủi ro thị trường ngày càng nhiều. Dưới góc độ quen với kinh doanh độc quyền thì cho rằng môi trường kinh tế đang khó khăn, cản trở làm ăn. Nhưng với quan điểm kinh doanh hiện đại, thì môi trường kinh tế Việt Nam đang có những bước chuyển biến tích cực để tạo ra một nền kinh tế thị trường năng động, cạnh tranh và hiệu quả.

Đối với kinh tế toàn cầu của thế kỷ 21, các nhà nghiên cứu và quản trị gia hàng đầu thế giới đều không còn nhìn rủi ro kinh doanh một cách phiến diện, cực đoan đòi hỏi phải tìm mọi cách ngăn ngừa. *Rủi ro được nhìn với một góc độ rộng hơn, được xem như một thuộc tính quan trọng của việc đầu tư nói riêng, và của nền kinh tế toàn cầu nói chung.* Khi đầu tư mà không đo lường và chấp nhận rủi ro thì doanh nghiệp đã không sẵn sàng cho thời kỳ kinh doanh mới, kỷ nguyên hội nhập toàn cầu. Điều này không hề mâu thuẫn với mục đích của quản lý đó là chọn lựa các công cuộc kinh doanh ổn định, giảm thiểu rủi ro tối đa. Vấn đề muốn nhấn mạnh ở đây là nếu cần nêu một đặc tính khác biệt giữa công cuộc kinh doanh hiện nay với thời kỳ trước, thì đó là **“sự thừa nhận rủi ro, quản lý rủi ro để thành công”**, việc đo lường

và chọn lựa phương án đầu tư cần dựa trên xác suất tin cậy.

Những ý nghĩ này chúng tôi rút ra khi tham khảo các tác phẩm như *Rethinking the Future*¹ của R.Gibson, *The road ahead* của Bill Gates², *Time of History* của Hawking³ và *Le chaos et Lhamonie* của Trịnh Xuân Thuận⁴. Trong các tác phẩm này có sự thống nhất giữa các lý thuyết gia kinh tế và vật lý lý thuyết về sự tồn tại một cách phổ biến và chủ yếu của "biến động_rủi ro" chứ không phải "ổn định_an toàn" theo quan điểm kinh tế, và "hỗn độn_ngẫu nhiên" chứ không phải "trật tự_tất định" theo quan điểm vật lý.

Khi nguyên cứu bản chất của điện tử, của hạt cơ bản thì lý thuyết cơ học của Newton với khả năng tiên đoán ổn định hành vi của vật thể đã phải nhường bước cho cơ học lượng tử với những tính toán dựa trên xác suất và ngẫu nhiên, qua đó cơ học của Newton chỉ là trường hợp riêng khi các vật thể chuyển động với vận tốc chậm.

Tương tự như vậy các lý thuyết gia kinh tế cho rằng tính kế hoạch và dự đoán được của những thập niên 60, 70 sẽ không có chỗ đứng vào lúc này và tương lai phía trước, khi mà sự chuyển dịch vốn, nhân lực, tài nguyên và nhất là thông tin đã tăng tốc gấp bội dựa vào tiến bộ của kỹ thuật và sự hội nhập toàn cầu của các chính sách kinh tế; và cũng tương tự bức tranh vật lý, khi các tác nhân kinh tế dịch chuyển với vận tốc lớn thì tính bất định và tính rủi ro sẽ lộ diện với vai trò chủ đạo và các lý thuyết kinh tế, các phân tích kinh tế phải được tính toán dựa trên mức xác suất xuất hiện.

Alvin và Heidi Toffler đã trình bày khái quát trong *Rethinking the future* như sau **"khi phương thức tạo ra của cải của làn sóng thứ ba được triển khai rộng rãi, được đánh dấu bởi sự xáo trộn và xung đột xã hội, thì nó sẽ tạo ra một tình trạng không thể tiên đoán trước ở mức độ cao và những điều kiện phi tuyến tính"**. Vấn đề đặt ra là các doanh nghiệp Việt Nam đã đến lúc tiếp cận với xu thế này chưa, có thể nền kinh tế của chúng ta mới trong giai đoạn đầu của xu thế này, nhưng nếu chúng ta không chuẩn bị và không thực hiện theo quan điểm này thì chúng ta sẽ tiếp tục bỏ lỡ cơ hội tăng trưởng sau khủng hoảng. Gia công và bao tiêu sản phẩm trong những năm đầu thập niên 90; đầu tư công nghiệp thâm dụng lao động và tài nguyên của những năm giữa thập niên 90, các công cuộc đầu tư đó thường dựa trên sự an toàn và ổn định đã làm kinh tế Việt Nam tăng trưởng chậm hơn tiềm năng. Trong giai đoạn 2006 – 2010, Doanh nghiệp Việt Nam dồn nguồn lực vào các dự án bất động sản trải dài khắp cả nước, một lĩnh vực được xem là vừa an toàn vừa sinh lợi cao. Bây giờ sau 5 năm đóng băng BĐS đã kéo theo sự sụp đổ của nhiều doanh nghiệp vốn được xem rất mạnh với những ngành nghề SXKD vững chắc đã cho thấy không có lĩnh vực nào là ngon ăn nếu không biết tính toán kỹ lưỡng. Cũng trong giai đoạn này, các Tập đoàn Việt Nam hình như đi ngược lại xu thế thế giới trong việc nâng cao

¹ Tác phẩm tập hợp những bài phân tích về xu thế của nền kinh tế trong sự tác động của làn sóng thứ 3 về công nghệ do Rowan biên soạn được NXB Trẻ xuất bản dưới tựa đề Tư duy lại tương lai.

² Tác phẩm trình bày các suy nghĩ về tương lai của Bill Gates trong kỷ nguyên số theo đó chúng ta đang bước vào thời đại thông tin, thời đại sẽ thay đổi vĩnh viễn toàn bộ cuộc sống của chúng ta.

³ Tác phẩm nổi tiếng nói về sự tiến hóa của vũ trụ dựa trên giả thuyết từ vụ nổ Big bang.

⁴ Tác phẩm của nhà vật lý thiên văn người Việt Nam nổi tiếng là TS.Trịnh Xuân Thuận được NXB KH&KT xuất bản dưới tựa đề Hỗn Độn và hài hòa phân tích về mối quan hệ giữa các cái tất định và ngẫu nhiên.

tính cạnh tranh và tạo tính năng động để giải quyết rủi ro của môi trường kinh tế. Cụ thể là trong khi các công ty lớn trên thế giới sử dụng liên kết, outsource, kết nối chuỗi cung ứng, chuỗi giá trị để SXKD, và do đó khi có sự suy giảm thị trường hoặc xuất hiện cạnh tranh lớn, thì công ty có nhiều chọn lựa, cũng như nhiều nguồn lực hỗ trợ từ bên ngoài để chống đỡ, khắc phục. Trong khi đó các Tập đoàn, Tổng công ty Việt Nam lại thành lập các công ty con, công ty cháu để khép kín hoạt động SXKD với quan niệm lợi dụng sức công ty mẹ để giúp các công ty con – cháu hưởng các lợi nhuận phụ trong toàn bộ phần khúc kinh doanh; và hậu quả đã được thấy khá rõ với tập đoàn Vinashin, khi khủng hoảng tài chính toàn cầu, đơn đặt hàng giảm mạnh, thì Tập đoàn bị hừng đờn toàn bộ, không chỉ phải lo cho mình mà còn phải gánh vác cho các công ty thành viên.

Trên đây là những vấn đề chúng tôi muốn trao đổi với các bạn đọc về dự án đầu tư trong nền kinh tế Việt Nam đang tái cấu trúc theo hướng bền vững. Tất nhiên còn nhiều vấn đề cần phân tích thêm, nhưng chúng tôi tin rằng các bạn đọc có cùng suy nghĩ với chúng tôi về ***Dự án đầu tư của ngày hôm nay, nó không chỉ là vấn đề kỹ thuật tính toán lợi hại, lời lỗ; mà nó là tương lai, một tương lai không còn giống như những gì mà các nhà kinh doanh vẫn hình dung, một tương lai được tư duy lại trong cái nhìn mới về sự biến động⁶, một sự biến động làm nên hiệu quả.***

Chân thành cảm ơn và rất mong nhận được nhiều ý kiến trao đổi của bạn đọc.

TS. Đinh Thế Hiển

Thông tin cần trao đổi và nhận các file dự án, các bạn vui lòng gửi mail theo địa chỉ: taichanhdaautuvfa@gmail.com

⁶ Dẫn ý Rowan Gibson trong tác phẩm Rethinking the future

MỤC LỤC

Lời nói đầu	III
PHẦN 1 : CÁC KIẾN THỨC LIÊN QUAN ĐẾN DỰ ÁN ĐẦU TƯ	1
CHƯƠNG 1 : Kiến thức chung về lập_ thẩm định phương án tài chính dự án đầu tư	3
1. Một số khái niệm về đầu tư.	4
2. Để cương một dự án đầu tư.	6
3. Những vấn đề cần xem xét khi lập dự án đầu tư	14
4. Phân tích tài chính và thẩm định đầu tư.....	19
CHƯƠNG 2 : Một số kinh nghiệm trong lập_ thẩm định phương án tài chính Dự án đầu tư	55
1. Quan điểm về thẩm định phương án tài chính dự án đầu tư.....	56
2. Nhiệm vụ của Chuyên viên tài chính trong việc lập_ thẩm định phương án tài chính dự án đầu tư.	64
3. Một số nhận định và kinh nghiệm khi lập_ thẩm định dự án đầu tư.	69
4. Tài liệu tham khảo.....	77
CHƯƠNG 3 : PHÁT TRIỂN VỮNG CHẮC & ĐẦU TƯ	105
1. Mối quan hệ giữa phát triển doanh nghiệp và quản lý tài chính.	106
2. Các giai đoạn phát triển của DN.	106
3. Quản lý phát triển vững chắc.....	108
4. Những giải pháp cân đối nguồn vốn khi tốc độ phát triển thực tế lớn hơn g*:	113
5. Những giải pháp cân đối nguồn vốn khi tốc độ phát triển thực tế thấp hơn g*.	117
6. Thí dụ minh họa.	120
CHƯƠNG 4 : TỔ CHỨC_HUY ĐỘNG VỐN & CHI PHÍ SỬ DỤNG VỐN	125
1. Nguồn vốn của doanh nghiệp.....	126
2. Huy động vốn.	127
3. Đòn bẩy tài chính (financial leverage)	127
4. Chọn lựa các công cụ huy động vốn.....	132
5. Chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp.....	143
CHƯƠNG 5 : Giới thiệu về dự án đầu tư sản xuất sạch hơn	165

1. Giới thiệu về dự án sản xuất sạch hơn.....	166
2. Một số quan điểm tài chính và đầu tư của dự án SXSH.....	178
3. Minh họa dự án SXSH công ty Watson.....	195

CHƯƠNG 6 : Một số chức năng Excel ứng dụng trong lập phương án tài chính Dự án đầu tư.....

1. Làm việc trên nhiều Sheet của Excel.....	236
2. Giới thiệu một số hàm tài chính.....	237
3. Sử dụng hàm mục tiêu Goalseek.....	243
4. Sử dụng Table 2 chiều.....	247

PHẦN 2 : HƯỚNG DẪN XÂY DỰNG PHƯƠNG ÁN TÀI CHÍNH

DỰ ÁN ĐẦU TƯ.....

CHƯƠNG 7 : Dự án đầu tư một lần, khai thác theo tuổi thọ thiết bị.....

1. Các yếu tố phân tích hiệu quả dự án đầu tư.....	254
2. Dự án đầu tư sản xuất Gạch chịu nhiệt.....	258
3. Dự án đầu tư nhà máy sản xuất mì gói.....	268
4. Dự án đầu tư kinh doanh vận chuyển hành khách.....	284

CHƯƠNG 8 : Dự án sản xuất sạch hơn_nâng cấp thiết bị, đổi mới quy trình SXKD.....

1. Dự án đầu tư sản xuất Xi nghiệp sản xuất nước đá.....	288
2. Dự án đầu tư sản xuất sạch hơn Công ty Sữa AusViet.....	295

CHƯƠNG 9 : Dự án đầu tư phân kỳ.....

1. Dự án đầu tư hạ tầng khu công nghiệp.....	300
2. Dự án đầu tư nhà máy nước ngầm Cát Lái.....	320

CHƯƠNG 10 : Dự án đầu tư cơ sở hạ tầng theo phương thức BOT.....

1. Dự án đầu tư đường cao tốc Bến Lức_Long Thành.....	324
2. Phương án Đầu thầu quyền khai thác.....	339

CHƯƠNG 11 : Phân tích độ nhạy Dự án có nhiều biến số.....

1. Dự án đầu tư chợ đầu mối (A).....	342
2. Các bài tập phát triển.....	359
– Dự án đầu tư chợ đầu mối (B).....	359
– Dự án đầu tư Công ty Taxi.....	360

Phụ Lục.....	363
--------------	-----