

## CHƯƠNG 4

# QUẢN LÝ ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

### 4.1. Đầu tư và vai trò của hoạt động đầu tư đối với doanh nghiệp

#### 4.1.1. Khái niệm

*Đầu tư* là hoạt động chủ yếu, quyết định sự phát triển và khả năng tăng trưởng của doanh nghiệp. Trong hoạt động đầu tư, doanh nghiệp bỏ vốn dài hạn nhằm hình thành và bổ sung những tài sản cần thiết để thực hiện những mục tiêu kinh doanh. Hoạt động này được thể hiện tập trung thông qua việc thực hiện các dự án đầu tư.

*Dự án đầu tư* là một tập hợp các hoạt động kinh tế đặc thù với các mục tiêu, phương pháp và phương tiện cụ thể để đạt tới một trạng thái mong muốn. Nội dung của dự án đầu tư được thể hiện trong luận chứng kinh tế - kỹ thuật, là văn bản phản ánh trung thực, chính xác kết quả nghiên cứu về thị trường, môi trường kinh tế - kỹ thuật và môi trường pháp lý, về tình hình tài chính v.v...

Để có thể đáp ứng mục tiêu tối đa hoá giá trị tài sản của chủ sở hữu, doanh nghiệp cần có chiến lược trong việc tìm kiếm và lựa chọn các dự án đầu tư. Nếu không có những ý tưởng mới và dự án đầu tư mới, doanh nghiệp sẽ không thể tồn tại và phát triển, đặc biệt là trong môi trường cạnh tranh khốc liệt hiện nay. Hướng phát triển cho những sản phẩm mới, kéo dài tuổi thọ của sản phẩm hay làm tăng khả năng thu lợi của sản phẩm hiện có là những vấn đề các nhà quản lý tài chính luôn tìm kiếm lời giải đáp.

#### 4.1.2. Phân loại đầu tư

Tuỳ theo các mục đích khác nhau, có thể phân loại đầu tư của doanh nghiệp theo các tiêu thức khác nhau. *Theo cơ cấu tài sản đầu tư*, có thể phân loại đầu tư của doanh nghiệp thành:

### ***Đầu tư tài sản cố định***

Đây là các hoạt động đầu tư nhằm mua sắm, cải tạo, mở rộng tài sản cố định của doanh nghiệp. Đầu tư tài sản cố định thường chiếm tỷ trọng lớn trong tổng đầu tư của doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp sản xuất. Loại đầu tư này bao gồm: đầu tư xây lắp; đầu tư mua sắm máy móc thiết bị; đầu tư tài sản cố định khác. Các tài sản cố định được đầu tư có thể là tài sản cố định hữu hình hoặc tài sản cố định vô hình.

### ***Đầu tư tài sản lưu động***

Đây là khoản đầu tư nhằm hình thành các tài sản lưu động cần thiết để đảm bảo cho các hoạt động sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp được tiến hành bình thường. Nhu cầu đầu tư tài sản lưu động phụ thuộc vào đặc điểm của hoạt động sản xuất - kinh doanh, vào nhu cầu tăng trưởng của doanh nghiệp.

### ***Đầu tư tài sản tài chính***

Các doanh nghiệp có thể đầu tư vào các tài sản tài chính như mua cổ phiếu, trái phiếu, hoặc tham gia góp vốn liên doanh với các doanh nghiệp khác. Hoạt động tài chính ngày càng có tỷ trọng cao và mang lại nhiều lợi ích cho các doanh nghiệp.

Phân loại đầu tư theo cơ cấu tài sản đầu tư có thể giúp các nhà quản lý tài chính xây dựng một kết cấu tài sản thích hợp nhằm đa dạng hoá đầu tư, tận dụng được năng lực sản xuất và năng lực hoạt động, đồng thời nâng cao hiệu quả hoạt động đầu tư.

*Căn cứ theo mục đích đầu tư*, có thể phân loại đầu tư thành: đầu tư tăng năng lực sản xuất; đầu tư đổi mới sản phẩm; đầu tư đổi mới thiết bị; đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh; đầu tư nâng cao chất lượng sản phẩm; đầu tư mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm; v.v... Việc phân loại này có thể giúp cho các nhà quản lý tài chính xác định hướng đầu tư và kiểm soát được tình hình đầu tư theo những mục tiêu đã định.

### **4.1.3. Ý nghĩa và các nhân tố ảnh hưởng tới quyết định đầu tư**

#### **4.1.3.1. Ý nghĩa của quyết định đầu tư**

Đầu tư là một trong những quyết định có ý nghĩa chiến lược đối với doanh nghiệp. Về mặt tài chính, đây là quyết định tài trợ dài hạn, có tác động lớn tới hiệu quả sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp. Đặc điểm của các dự án đầu tư là thường yêu cầu một lượng vốn lớn và sử dụng vốn trong một thời gian dài, do đó, các dự án thường bị lạc hậu ngay từ lúc có ý tưởng đầu tư. Sai lầm trong việc dự toán vốn đầu tư có thể dẫn đến tình trạng lãng phí vốn lớn, thậm chí gây hậu quả nghiêm trọng đối với doanh nghiệp. Vì vậy, quyết định đầu tư của doanh nghiệp là quyết định có tính chiến lược, đòi hỏi phải được phân tích và cân nhắc kỹ lưỡng các nhân tố ảnh hưởng.

#### **4.1.3.2. Các yếu tố ảnh hưởng đến quyết định đầu tư**

- **Chính sách kinh tế.** Trên cơ sở luật pháp về kinh tế và các chính sách kinh tế, Nhà Nước tạo môi trường và hành lang cho các doanh nghiệp phát triển sản xuất - kinh doanh và hướng các hoạt động của doanh nghiệp phục vụ cho chiến lược phát triển kinh tế - xã hội trong mỗi thời kỳ. Sự thay đổi trong chính sách phát triển kinh tế của Chính phủ có ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động của doanh nghiệp, do đó cần dự báo được những thay đổi trong chính sách kinh tế và đánh giá được những ảnh hưởng của yếu tố này đến hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai. Đặc biệt, doanh nghiệp cần tận dụng các yếu tố khuyến khích trong chính sách phát triển kinh tế.

- **Thị trường và cạnh tranh.** Muốn tồn tại và phát triển, sản phẩm của doanh nghiệp phải đáp ứng các nhu cầu của người tiêu dùng. Không những thế, doanh nghiệp phải định hướng nhu cầu cho các khách hàng tiềm năng đối với các sản phẩm hiện có và các sản phẩm mới. Việc nghiên cứu thị trường quyết định khả năng tồn tại và phát triển của các sản phẩm, từ đó quyết định tới hiệu quả sản xuất - kinh doanh của doanh nghiệp. Mặt khác, doanh nghiệp cần quan tâm tới khả năng của các đối thủ cạnh tranh, của những sản phẩm thay thế cho các sản phẩm của doanh nghiệp. Các nghiên cứu về thị trường, về các yếu tố cạnh tranh phải được luận giải chi tiết trong luận chứng kinh tế - kỹ thuật.

- **Chi phí tài chính.** Sự thay đổi về lãi suất và chính sách thuế sẽ có ảnh hưởng rất lớn đến kết cấu vốn và dự toán vốn của doanh nghiệp. Những yếu tố này cũng ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động đầu tư. Việc dự báo chính xác sự thay đổi trong chính sách thuế và lãi suất sẽ có thể làm giảm rủi ro cho hoạt động đầu tư.

- **Tiến bộ khoa học - kỹ thuật.** Yếu tố này sẽ ảnh hưởng tới việc lựa chọn các trang thiết bị, phương pháp khấu hao tài sản cố định, chất lượng và giá thành sản phẩm, v.v... Việc sai lầm trong dự báo tiến bộ khoa học - kỹ thuật có thể ảnh hưởng đến tính khả thi và hiệu quả của dự án đầu tư.

- **Khả năng tài chính của doanh nghiệp.** Quyết định đầu tư phải được xem xét trong giới hạn về khả năng huy động vốn của doanh nghiệp và dự báo các nhu cầu đầu tư trong tương lai. Việc bỏ vốn trong hiện tại sẽ làm doanh nghiệp mất đi khả năng đầu tư mới trong các thời điểm tiếp theo. Doanh nghiệp cũng cần quan tâm tới dự báo khả năng huy động vốn để đáp ứng các nhu cầu đầu tư trong tương lai, từ đó có sự phân tích và lựa chọn các phương thức, các công cụ huy động vốn thích hợp.

## **4.2. Các chỉ tiêu phân tích tài chính dự án đầu tư**

### **4.2.1. Chỉ tiêu Giá trị hiện tại ròng (NPV)**

Phân tích tài chính một dự án đầu tư là phân tích căn cứ trên các luồng tiền của dự án. Sau khi tính đến các yếu tố, chúng ta có thể xây dựng được một dãy các luồng tiền trong các năm của dự án như sau:

Năm	0	1	2	.....	t
Luồng tiền	$C_0$	$C_1$	$C_2$	.....	$C_t$

Đối với các dự án thông thường,  $C_0$  là chi phí đầu tư ban đầu, còn lại là luồng tiền ròng do dự án mang lại trong các năm hoạt động.

Trên cơ sở các luồng tiền được dự tính, các chỉ tiêu về tài chính được tính toán làm cơ sở cho việc ra quyết định đầu tư.

**Giá trị hiện tại ròng.** Giá trị hiện tại ròng là chênh lệch giữa giá trị hiện tại của các luồng tiền dự tính dự án mang lại trong thời gian kinh tế của dự án và giá trị đầu tư ban đầu. Do vậy, chỉ tiêu này phản ánh giá trị tăng thêm (*khi NPV dương*) hoặc giảm đi (*khi NPV âm*) nếu dự án được chấp nhận.

Công thức tính toán giá trị hiện tại ròng (NPV) như sau:  $NPV = C_0 + PV$

Trong đó: NPV là giá trị hiện tại ròng

$C_0$  là vốn đầu tư ban đầu vào dự án, do là khoản đầu tư - luồng tiền ra nên  $C_0$  mang dấu âm.

PV là giá trị hiện tại của các luồng tiền dự tính mà dự án mang lại trong thời gian hữu ích của nó. PV được tính:

$$PV = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \frac{C_4}{(1+r)^4} + \frac{C_5}{(1+r)^5} + \dots$$

Trong đó  $C_1, C_2, C_3, \dots, C_t$  là các luồng tiền dự tính dự án mang lại các năm 1, 2, 3, ..., t; r là tỷ lệ chiết khấu phù hợp của dự án.

Việc xác định chỉ tiêu giá trị hiện tại ròng, như ở trên đã đề cập, liên quan đến các tính toán sau đây:

*Dự tính lượng tiền đầu tư ban đầu*, tức là luồng tiền tại thời điểm 0 (bắt đầu của năm thứ nhất  $C_0$ ).  $C_0$  là luồng tiền ra nên nó mang dấu âm.  $C_0$  bao gồm các khoản đầu tư vào tài sản, tạo ra tài sản của dự án. Nó có thể dưới dạng tiền sẵn sàng cho dự án hoạt động, tạo ra tồn kho, mua sắm tài sản cố định. Đó là các khoản chi tiêu cho dự án hoạt động. Trong thực tế, nó bao gồm các khoản chi tại các thời điểm khác nhau trong giai đoạn đầu của dự án. Để đơn giản trong tính toán, ta coi đó là các khoản chi tại một thời điểm ban đầu.

*Dự tính các luồng tiền trong thời gian kinh tế của dự án*. Đây là các khoản thực thu bằng tiền trong các năm hoạt động của dự án. Nó được tính bằng doanh thu ròng trừ đi các chi phí bằng tiền của từng năm. Các khoản này có thể được thu tại các thời điểm khác nhau trong năm, nhưng trong tính toán phân tích, người ta thường giả định các luồng tiền diễn ra vào thời điểm cuối năm.

*Dự tính tỷ lệ chiết khấu*. Rất khó để xác định một tỷ lệ chiết khấu hoàn toàn chính xác. Tỷ lệ chiết khấu là chi phí cơ hội của việc đầu tư vào dự án mà không đầu tư trên thị trường vốn. Tỷ lệ này thường được tính bằng tỷ lệ thu nhập của các tài sản tài chính tương đương. Đó là tỷ lệ thu nhập mà nhà đầu tư mong đợi khi đầu tư vào dự án.

Giá trị hiện tại ròng là chỉ tiêu cơ bản được sử dụng trong phân tích dự án đầu tư. Một số nhà phân tích tài chính cho đây là chỉ tiêu chính tốt nhất giúp cho việc ra các quyết định đầu tư.

**Ý nghĩa của chỉ tiêu:** NPV phản ánh kết quả lỗ lãi của dự án theo giá trị hiện tại (tại thời điểm 0) sau khi đã tính đến yếu tố chi phí cơ hội của vốn đầu tư. NPV dương có nghĩa là dự án có lãi. NPV = 0 chứng tỏ dự án chỉ đạt mức trang trải đủ chi phí vốn. Dự án có NPV âm là dự án bị lỗ.

**Nguyên tắc sử dụng chỉ tiêu.** Căn cứ vào ý nghĩa của chỉ tiêu NPV, ta thấy quy tắc rất đơn giản "chấp nhận dự án có NPV dương và lớn nhất (nếu có nhiều hơn một dự án phương án có NPV dương)".

Tuy nhiên, việc sử dụng chỉ tiêu này cũng có những **rủi ro nhất định**. Đó là độ tin cậy của các dự đoán đưa ra như trên.

Trong phân tích tài chính dự án đầu tư, người ta còn sử dụng một số các chỉ tiêu khác, ví dụ như tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (IRR), thời gian thu hồi vốn đầu tư.

#### **4.2.2. Chỉ tiêu Tỷ lệ hoàn vốn nội bộ (IRR)**

Ngoài mối quan tâm đến kết quả tuyệt đối của việc chấp nhận dự án, các chủ đầu tư còn có thể quan tâm đến tỷ lệ thu nhập bình quân các năm trên vốn đầu tư. Chỉ tiêu này cho phép có thể so sánh trực tiếp với chi phí của vốn đầu tư vào dự án. Đó chính là tỷ lệ hoàn vốn nội bộ.

*Tỷ lệ hoàn vốn nội bộ* là tỷ lệ chiết khấu mà tại đó giá trị hiện tại ròng của dự án bằng 0.

Đối với một khoản đầu tư một kỳ (năm), tỷ lệ hoàn vốn nội bộ được tính bằng việc giải phương trình sau:

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{1 + IRR} = 0$$

Đối với dự án đầu tư có thời gian là T năm, công thức trên trở thành:

$$NPV = C_0 + \frac{C_1}{1 + IRR} + \frac{C_2}{(1 + IRR)^2} + \dots + \frac{C_T}{(1 + IRR)^T} = 0$$

Tương tự như chỉ tiêu NPV, chỉ tiêu này liên quan đến việc dự tính các luồng tiền mà dự án sẽ tạo ra trong thời gian thực hiện. Đồng thời, ta phải có một tỷ lệ chiết khấu (thu nhập) mong đợi để so sánh khi ra quyết định đầu tư.

**Ý nghĩa của chỉ tiêu:** IRR phản ánh khả năng sinh lợi của dự án, chưa tính đến chi phí cơ hội của vốn đầu tư. Tức là, nếu như chiết khấu các luồng tiền theo IRR, PV sẽ bằng đầu tư ban đầu  $C_0$ . Hay nói cách khác, nếu chi phí vốn bằng IRR, dự án sẽ không tạo thêm được giá trị hay không có lãi.

**Nguyên tắc sử dụng chỉ tiêu và ra quyết định.** Từ phân tích trên, ta dễ dàng nhận thấy rằng, nếu IRR lớn hơn chi phí vốn (tỷ lệ chiết khấu của dự án) thì thực hiện dự án. Trong trường hợp này có thể nói, dự án có lãi, tương đương với giá trị hiện tại ròng dương.

Trong việc tính toán IRR cần lưu ý, không cần phải căn cứ vào tỷ lệ chiết khấu dự tính. Điều đó không có nghĩa là tỷ lệ chiết khấu là không quan trọng. Như trên đã đề cập, một khi IRR được tính toán, tiêu chuẩn để so sánh là tỷ lệ chiết khấu của dự án.

Một số lưu ý khi sử dụng IRR phân tích dự án:

Cũng như NPV, sự chính xác của chỉ tiêu phụ thuộc vào sự chính xác của các dự tính về luồng tiền.

IRR là một chỉ tiêu mang tính tương đối, tức là nó chỉ phản ánh tỷ lệ hoàn vốn nội bộ của dự án là bao nhiêu chứ không cung cấp quy mô của số lãi (hay lỗ) của dự án tính bằng tiền.

Khi dự án được lập trong nhiều năm, việc tính toán chỉ tiêu là rất phức tạp. Đặc biệt loại dự án có các luồng tiền ròng vào ra xen kẽ năm này qua năm khác, kết quả tính toán có thể cho nhiều IRR khác nhau gây khó khăn cho việc ra quyết định.

***Ra quyết định đầu tư đối với các dự án loại trừ nhau***

Hai dự án loại trừ nhau là 2 dự án mà doanh nghiệp chỉ có thể chọn một. Khác với 2 dự án độc lập là 2 dự án mà doanh nghiệp có thể chọn cả 2 khi có lợi. Trong một số trường hợp, khi có 2 dự án loại trừ nhau, sử dụng 2 chỉ tiêu NPV và IRR lại mang đến kết quả trái ngược nhau.

Ví dụ: Có hai dự án loại trừ A và B có luồng tiền như sau:

Bảng 4.1: Luồng tiền của 2 dự án

Năm	0	1	2	3	4
Dự án A	-350	50	100	150	200
Dự án B	-250	125	100	75	50

Câu trả lời cho việc lựa chọn dự án nào sẽ phụ thuộc vào chỉ tiêu lựa chọn và tỷ lệ thu nhập yêu cầu từ dự án.

Dựa vào chỉ tiêu IRR, dự án B sẽ được lựa chọn do thỏa mãn điều kiện IRR lớn hơn tỷ lệ thu nhập yêu cầu.

Tuy nhiên, khi dựa vào NPV, sẽ có các cách lựa chọn khác nhau nếu với các tỷ lệ chiết khấu khác nhau. Ví dụ, nếu tỷ lệ chiết khấu là 10%, dự án B được lựa chọn vì NPV lớn hơn. Nhưng nếu tỷ lệ chiết khấu là 6%, dự án A sẽ được lựa chọn vì có NPV lớn hơn. Trong trường hợp này, nếu xét theo IRR thì đầu tư dự án B có lợi hơn, nhưng xét theo mục tiêu của quản lý tài chính, dự án A mang lại nhiều giá trị hơn cho chủ sở hữu.

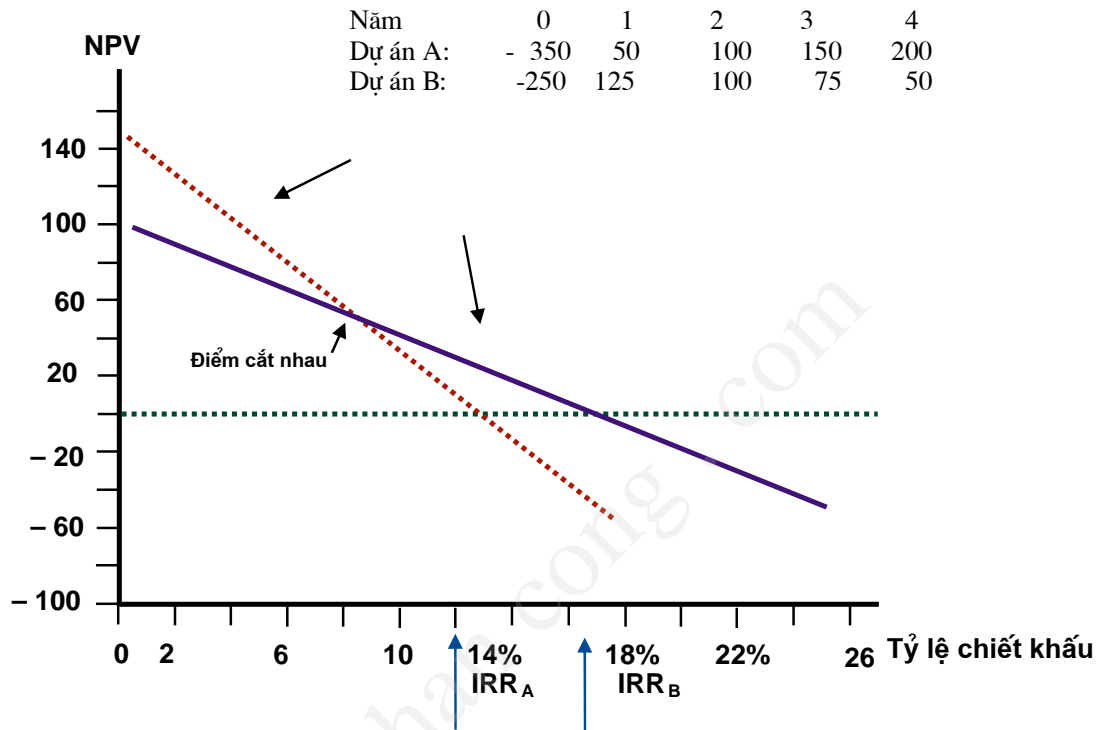
Vậy làm thế nào mà ta biết được trong trường hợp nào thì lựa chọn dự án B, hoặc trường hợp nào thì lựa chọn dự án A? Câu trả lời được minh họa ở đồ thị dưới đây.

Khi mô tả đường NPV của cả 2 dự án trên một đồ thị, 2 đường này cắt nhau tại một điểm, nếu như tỷ lệ chiết khấu sử dụng lớn hơn tỷ lệ chiết khấu tại điểm đó thì ta chọn dự án B, còn nếu như tỷ lệ chiết khấu sử dụng nhỏ hơn tỷ lệ chiết khấu tại điểm cắt thì ta chọn dự án A.

Tỷ lệ chiết khấu tại điểm cắt có thể được tính bằng IRR của dự án trung gian (A+B) - tức là tổng của các luồng tiền của 2 dự án cộng lại để ra dự án mới.



Hình 4.1. Giá trị hiện tại ròng (NPV) của 2 dự án



#### 4.2.3. Chỉ tiêu Thời gian hoàn vốn

Vốn đầu tư được thu hồi nhanh như thế nào, trong vòng bao nhiêu năm cũng là mối quan tâm của các nhà đầu tư. Bởi lẽ, các nhà đầu tư đều muốn thu hồi vốn nhanh, với các chỉ tiêu khác nhau, thời gian hoàn vốn càng ngắn thì rủi ro của việc thu hồi vốn càng thấp.

**Thời gian thu hồi vốn** là thời gian mà tổng các luồng tiền thu được từ dự án bằng tổng vốn đầu tư ban đầu.

Ví dụ về sử dụng chỉ tiêu thời gian hoàn vốn:

Xem xét một dự án có đầu tư ban đầu là 50.000 đv. Các luồng tiền tương ứng là 30.000 đv, 20.000 đv và 10.000 đv sau 3 năm đầu tiên. Người ta có thể viết ra số liệu về dự án này như sau:

[-50.000, 30.000, 20.000, 10.000]

Dấu trừ biểu hiện một luồng tiền ra của dự án. Dấu phẩy ngăn cách chỉ ra luồng tiền được nhận vào những thời điểm khác nhau.

Doanh nghiệp nhận được 30.000 đv trong năm thứ nhất và 20.000 đv trong năm thứ hai, luồng tiền lũy kế hai năm đầu bằng đúng đầu tư ban đầu, 50.000 đv. Điều này có nghĩa là doanh nghiệp đã trang trải được hết chi phí đầu tư của nó trong 2 năm. Trường hợp này thời gian thu hồi vốn là 2 năm.

Các nhà đầu tư đều muốn có thời gian thu hồi vốn đầu tư ngắn. Trong một số dự án, doanh nghiệp giới hạn số năm thu hồi vốn cho phép. Ví dụ, với dự án A chỉ được chấp nhận nếu thời gian thu hồi vốn không vượt quá 2 năm.

Nguyên tắc sử dụng chỉ tiêu thời gian thu hồi vốn: chấp nhận dự án có thời gian thu hồi vốn ngắn hơn trong thời gian cho phép.

Các vấn đề nảy sinh đối với thời gian thu hồi vốn:

*Trong tính toán không tính đến giá trị thời gian của tiền.*

*Không quan tâm đến các luồng tiền sau thời gian thu hồi vốn.*

*Không có tiêu chuẩn rõ ràng để lựa chọn.*

Một số nhà phân tích đầu tư còn sử dụng một chỉ tiêu thời gian hoàn vốn sau khi đã tính đến yếu tố thời gian của các luồng tiền. Chỉ tiêu này được gọi là thời gian thu hồi vốn có tính chiết khấu. Thực chất đây là việc tính toán thời gian thu hồi vốn căn cứ theo giá trị hiện tại của các luồng tiền. Tuy nhiên, phương pháp này vẫn mắc phải nhược điểm cơ bản của chỉ tiêu thời gian hoàn vốn, vì nó không quan tâm đến các luồng tiền sau thời gian thu hồi vốn. Và do vậy có thể bỏ qua các cơ hội đầu tư tốt.

Chỉ số khả năng sinh lợi (PI)

Chỉ tiêu này còn được gọi là tỷ số lợi ích - chi phí, là tỷ lệ giữa giá trị hiện tại của các luồng tiền dự án mang lại và giá trị của đầu tư ban đầu. Chỉ tiêu này phản ánh 1 đơn vị đầu tư sẽ mang lại bao nhiêu đơn vị giá trị. Nếu PI lớn hơn 1 có nghĩa là, dự án mang lại giá trị cao hơn chi phí và khi đó có thể chấp nhận được.

***Ưu điểm của chỉ tiêu:***

Chỉ tiêu này có quan hệ chặt chẽ với chỉ tiêu NPV, thường cùng đưa tới một quyết định.

Dễ hiểu và dễ diễn đạt.

Tuy nhiên, do chỉ tiêu chỉ đưa lại số tương đối nên khó sử dụng trong một số trường hợp, ví dụ như lựa chọn hai dự án loại trừ nhau.

### **4.3. Xác định luồng tiền của dự án đầu tư**

Trong phần trước chúng ta đã đề cập đến các chỉ tiêu ra các quyết định đầu tư. Trong phần này, các chi tiết về luồng tiền sẽ được xem xét. Các số liệu sẽ được phân tích, mổ xẻ để có thể ra được các quyết định về đầu tư một cách phù hợp.

#### **4.3.1. Các luồng tiền của dự án**

Tác động của việc chấp nhận một dự án là thay đổi luồng tiền của doanh nghiệp hiện tại và tương lai. Để đánh giá một luận chứng kinh tế - kỹ thuật, ta phải xem xét những thay đổi về luồng tiền của doanh nghiệp để xem xét liệu dự án có mang lại thêm giá trị cho doanh nghiệp hay không. Bước đầu tiên và quan trọng nhất là xem xét liệu luồng tiền tính toán là có phù hợp hay không.

##### **4.3.1.1. Luồng tiền phù hợp**

Một luồng tiền phù hợp là một sự thay đổi trong tổng luồng tiền trong tương lai của doanh nghiệp mà được coi là hậu quả trực tiếp của việc thực hiện dự án. Bởi vì luồng tiền phù hợp được định nghĩa là *sự thay đổi, hay là chênh lệch của luồng tiền của doanh nghiệp, nên nó còn được gọi là luồng tiền chênh lệch tương ứng của dự án*.

Khái niệm về luồng tiền chênh lệch là trung tâm của phân tích về dự án, do vậy chúng ta cần định nghĩa lại khái niệm này. Luồng tiền chênh lệch trong đánh giá dự án là bất cứ sự thay đổi nào trong luồng tiền của doanh nghiệp trong tương lai mà được coi là hậu quả trực tiếp của việc thực hiện dự án.

Từ khái niệm này, ta có thể thấy, các luồng tiền mà sự tồn tại của nó không liên quan đến việc thực hiện hay không thực hiện dự án thì không thể coi là luồng tiền chênh lệch.

Trong thực tế, việc tính toán, so sánh luồng tiền khi có và không có dự án là rất phức tạp, đặc biệt đối với những doanh nghiệp lớn. Tuy nhiên, rất may là việc tính toán đó không phải là bao giờ cũng cần thiết. Một khi

chúng ta xác định tác động của một dự án đề nghị đối với luồng tiền của doanh nghiệp, chúng ta chỉ cần tập trung vào luồng tiền chênh lệch là kết quả của dự án. Nguyên lý này được gọi là nguyên lý tính độc lập.

Nguyên lý tính độc lập cho rằng một khi chúng ta đã xác định luồng tiền chênh lệch khi thực hiện dự án, chúng ta có thể nhìn nhận dự án đó như là một doanh nghiệp nhỏ với doanh thu, chi phí, tài sản và tất nhiên là các luồng tiền của nó. Khi đó chúng ta sẽ xem xét, so sánh các luồng tiền của doanh nghiệp này với chi phí đầu tư của nó. Kết quả quan trọng của phương pháp này là đánh giá dự án đơn thuần với các giá trị độc lập với hoạt động khác hoặc dự án khác.

Trên đây chúng ta đã đề cập đến luồng tiền chênh lệch do dự án mang lại. Phần tiếp theo, chúng ta sẽ xem xét một số luồng tiền đặc thù.

#### ***Chi phí chìm (Sunk costs)***

Chi phí chìm được định nghĩa là chi phí đã trả hay đã phát sinh phải trả. Loại chi phí này không chịu ảnh hưởng bởi quyết định hiện tại là chấp nhận hay không chấp nhận dự án. Nói cách khác, doanh nghiệp phải trả chi phí này mà không phụ thuộc vào việc có chấp nhận dự án hay không. Theo định nghĩa về luồng tiền chênh lệch, rõ ràng chi phí này không phù hợp cho việc ra quyết định. *Do vậy, chúng ta sẽ không tính đến trong phân tích của mình.*

#### **4.3.1.2. Chi phí cơ hội**

Khi đề cập đến chi phí, chúng ta thường nghĩ là các khoản tiền đã trả hay là các khoản thanh toán. Tuy nhiên, khái niệm về chi phí cơ hội thì khác. *Chi phí cơ hội được định nghĩa là cơ hội thu nhập bị bỏ qua do chấp nhận dự án này mà không chấp nhận dự án khác.*

Ví dụ, doanh nghiệp có một dự án sản xuất giấy thể thao. Trong dự án đó, doanh nghiệp có thể sử dụng một nhà xưởng hiện doanh nghiệp đang bỏ không. Nhà xưởng này được mua cách đây vài năm với giá là 50.000 đv. Việc đưa nhà xưởng vào dự án rõ ràng là không trực tiếp làm tăng luồng tiền đầu tư của doanh nghiệp. Vậy có thể xem giá trị nhà xưởng này không phải là luồng tiền phù hợp? Câu trả lời là không. Vì nhà xưởng vẫn có giá trị đối với doanh nghiệp. Hay chúng ta coi 50.000 đv giá mua cũ là luồng tiền phù hợp? Câu trả lời cũng là không, vì số tiền đã bỏ ra là chi phí chìm. Luồng

tiền phù hợp là giá bán của nhà xưởng hiện tại nếu doanh nghiệp đem bán (sau khi trừ đi các chi phí liên quan).

#### **4.3.1.3. Tác động phụ**

Lưu ý rằng luồng tiền chênh lệch của một dự án bao gồm tất cả các thay đổi luồng tiền của doanh nghiệp được gây ra bởi việc thực hiện dự án. Trong nhiều trường hợp, việc chấp nhận dự án có thể gây ra những tác động phụ, kể cả tốt và xấu đối với luồng tiền của doanh nghiệp.

Ví dụ, việc doanh nghiệp chấp nhận một dự án sản xuất sản phẩm mới có thể làm giảm luồng tiền từ doanh thu hiện tại do khách hàng chuyển sang mua mặt hàng mới có cùng công dụng. Trong trường hợp này, luồng tiền của dự án mới cần tính đến sự sụt giảm của luồng tiền bán sản phẩm hiện tại này.

#### **4.3.1.4. Vốn lưu động ròng**

Thông thường, một dự án yêu cầu phải đầu tư vào vốn lưu động ròng bên cạnh đầu tư vào tài sản cố định. Ví dụ như đầu tư vào tiền để đáp ứng nhu cầu chi trả, đầu tư vào tồn kho ban đầu cần thiết để bắt đầu sản xuất và đầu tư vào các khoản phải thu trong lúc bán hàng chưa thu được. Lượng đầu tư này được tài trợ bởi các khoản nợ ngắn hạn, do vậy kết quả là doanh nghiệp chỉ phải đầu tư vào phần vốn lưu động ròng. Trong tính toán dự án, đầu tư vào vốn lưu động ròng được coi là đầu tư ban đầu, lượng đầu tư này sẽ được thu hồi khi dự án kết thúc.

#### **4.3.1.5. Chi phí tài trợ**

Trong phân tích luận chứng kinh tế - kỹ thuật, người ta không quan tâm đến chi phí tài trợ như lãi vay hay cổ tức trả trước. Bởi lẽ chúng ta quan tâm đến luồng tiền do tài sản của dự án tạo ra. Trong khi đó, các chi phí tài trợ như lãi vay lại thuộc luồng tiền trả cho chủ nợ, không phải luồng tiền từ tài sản (hay cho tài sản).

Hơn nữa, mục tiêu của phân tích dự án là so sánh giá trị các luồng tiền dự án mang lại với chi phí đầu tư để tính ra giá trị hiện tại ròng. Mối quan hệ giữa nợ và vốn của chủ là vấn đề thuộc quản lý và nó quyết định sự phân chia luồng tiền giữa chủ sở hữu và chủ nợ.

#### **4.3.2. Các báo cáo tài chính dự toán và phương pháp xác định luồng tiền của dự án**

Trước tiên, để đánh giá một luận chứng kinh tế kỹ thuật, nhà phân tích phải bắt đầu với các báo cáo tài chính kế hoạch (hay dự toán). Từ đó, có thể tính toán luồng tiền của dự án để trên cơ sở đó, sử dụng các chỉ tiêu để đánh giá dự án.

##### **4.3.2.1. Các báo cáo tài chính dự toán**

Các báo cáo tài chính dự toán là phương tiện thuận lợi và dễ hiểu để tóm tắt các thông tin phù hợp về dự án. Để có được các báo cáo này, cần có các thông tin như dự tính về sản lượng bán, giá bán đơn vị, chi phí biến đổi đơn vị, tổng chi phí cố định, tổng đầu tư cần thiết (bao gồm cả đầu tư vào vốn lưu động ròng). Từ các thông tin này, ta có thể lập được Báo cáo thu nhập dự toán và Báo cáo dự toán vốn đầu tư. Với hai báo cáo này, ta có thể tính được luồng tiền của dự án.

##### **4.3.2.2. Luồng tiền của dự án**

Như đã đề cập ở phần trước, luồng tiền của dự án gồm 3 bộ phận: luồng tiền từ hoạt động kinh doanh (OCF), chi tiêu vốn và thay đổi vốn lưu động ròng. Như vậy:

**Luồng tiền của dự án** = [Luồng tiền từ hoạt động kinh doanh của dự án + Thay đổi vốn lưu động ròng của dự án + Chi tiêu vốn của dự án]

Trong đó:

**Luồng tiền từ hoạt động kinh doanh** = [Lợi nhuận sau thuế + Khấu hao]

##### **4.3.2.3. Các phương pháp tính toán luồng tiền từ hoạt động kinh doanh**

Có các phương pháp khác nhau trong việc xác định luồng tiền từ hoạt động kinh doanh, song cùng mang lại một kết quả giống nhau.

Giả sử chúng ta có các số liệu sau đây:

Doanh thu	= 1.500 đv
Chi phí	= 700 đv
Khấu hao	= 600 đv

#### Chương 4: Quản lý đầu tư của doanh nghiệp

---

Với các số liệu này, tính toán lợi nhuận trước thuế và lãi vay:

$$\begin{aligned}\text{EBIT} &= \text{Doanh thu} - \text{Chi phí} - \text{Khấu hao} \\ &= 1.500 - 700 - 600 \\ &= 200 \text{ đv}\end{aligned}$$

Giả sử doanh nghiệp không có chi phí lãi vay, thuế suất T là 34%, vậy thuế phải trả là:

$$\begin{aligned}\text{Thuế} &= \text{Lợi nhuận trước thuế (EBIT} \times \text{T)} \\ &= 200 \times 0,34 = 68 \text{ đv}\end{aligned}$$

Tính toán luồng tiền hoạt động (OCF):

$$\begin{aligned}\text{OCF} &= \text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{Khấu hao} \\ &= (200 - 68) + 600 = 732 \text{ đv}\end{aligned}$$

Xem xét các phương pháp sau:

##### **a. Phương pháp từ dưới lên**

Vì dự án bỏ qua chi phí lãi vay khi tính OCF, ta có thể tính lợi nhuận ròng của dự án như sau:

$$\begin{aligned}\text{Lợi nhuận ròng của dự án} &= \text{EBIT} - \text{Thuế} \\ &= 200 - 68 \\ &= 132 \text{ đv.}\end{aligned}$$

Xuất phát từ số dưới cùng - lợi nhuận ròng, cộng với khấu hao, ta được luồng tiền từ hoạt động kinh doanh OCF:

$$\begin{aligned}\text{OCF} &= \text{Lợi nhuận ròng} + \text{Khấu hao} \\ &= 132 + 600 = 732 \text{ đv}\end{aligned}$$

Phương pháp vừa tính được gọi là phương pháp từ dưới lên (Bottom-up approach).

##### **b. Phương pháp từ trên xuống**

Phương pháp từ trên xuống (Top-down approach) xuất phát từ doanh thu để tính toán luồng tiền từ hoạt động kinh doanh của dự án. Tính toán như sau:

$$\text{OCF} = \text{Doanh thu} - \text{Chi phí} - \text{Thuế}$$

$$= 1.500 - 700 - 68 = 732 \text{ đv}$$

**c. Phương pháp tiết kiệm nhờ thuế**

Công thức tính OCF theo phương pháp tiết kiệm nhờ thuế như sau:

$$\begin{aligned}\text{OCF} &= (\text{Doanh thu} - \text{Chi phí}) \times (1 - T) + \text{Khấu hao} \times T \\ &= (1.500 - 700) \times 0,66 + 600 \times 0,34 \\ &= 528 + 204 \\ &= 732 \text{ đv}\end{aligned}$$

Công thức trên có 2 phần: *Phần thứ nhất* là luồng tiền từ hoạt động kinh doanh của dự án nếu như không có khấu hao. Trong ví dụ trên, phần này là 528 đv; *Phần thứ hai* là chi phí khấu hao nhân với thuế suất. Phần này được gọi là tiết kiệm nhờ thuế do khấu hao bởi lẽ chi phí khấu hao là chi phí không xuất quỹ, việc tính chi phí khấu hao có tác dụng làm giảm thuế phải nộp, và do vậy làm tăng luồng tiền từ hoạt động kinh doanh của dự án.

**4.3.3. Một số trường hợp đặc biệt**

Sau đây là một số trường hợp áp dụng phương pháp phân tích luồng tiền chiết khấu để ra các quyết định:

**4.3.3.1. Đánh giá đề án giảm chi phí**

Trong thực tế, chúng ta thường gặp phải các tình huống phải ra quyết định thay thế hoặc nâng cấp thiết bị để giảm chi phí sản xuất kinh doanh. Vấn đề ở đây là liệu chi phí giảm được có đủ lớn để trang trải chi tiêu vốn đầu tư hay không. Để làm rõ vấn đề này, có thể nghiên cứu ví dụ sau:

Một doanh nghiệp đang xem xét tự động hoá một số bộ phận để giảm chi phí sản xuất. Thiết bị cần đầu tư có giá 80.000 đv. Thiết bị này sẽ giúp giảm chi phí sản xuất (trước thuế) hàng năm là 22.000 đv do tiết kiệm được nguyên vật liệu và lao động. Thiết bị có thể sử dụng được 5 năm, doanh nghiệp sử dụng phương pháp khấu hao tuyến tính hết giá trị tài sản trong 5 năm (mặc dù dự tính thiết bị sẽ bán được 20.000 đv vào cuối năm thứ 5). Thuế suất doanh nghiệp là 34%, tỷ lệ thu nhập yêu cầu là 10%.

Việc đầu tiên là chúng ta cần xác định các luồng tiền phù hợp:



#### Chương 4: Quản lý đầu tư của doanh nghiệp

- **Thứ nhất:** Luồng tiền chi tiêu vốn đầu tư được xác định là 80.000 đv. Giá trị thu hồi sau thuế là  $20.000 \times (1 - 0,34) = 13.200$  đv do đã khấu hao hết giá thiết bị.

- **Thứ hai:** Không có nhu cầu tăng vốn lưu động ròng liên quan.

- **Thứ ba:** Tính toán luồng tiền từ hoạt động kinh doanh OCF:

**Chi phí tiết kiệm trước thuế hàng năm 22.000 đv**

**Khấu hao hàng năm là  $80.000/5 = 16.000$  đv**

Như vậy, EBIT hàng năm sẽ tăng  $22.000 - 16.000 = 6.000$  đv. Đồng thời, thuế cũng tăng do EBIT tăng là  $6.000 \times 0,34 = 2.040$  đv hàng năm.

Theo những thông tin vừa rồi, ta có thể tính được OCF hàng năm:

$$\begin{aligned} \text{OCF} &= \text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{Khấu hao} \\ &= (6.000 - 2.040) + 16.000 = 19.960 \text{ đv} \end{aligned}$$

Như vậy luồng tiền hàng năm từ hoạt động kinh doanh của dự án là 19.960 đv.

Ta cũng có thể tính được luồng tiền vừa rồi bằng cách sau: Chi phí tiết kiệm trước thuế là 22.000 đv, vì nó làm tăng lợi nhuận nên ta phải nộp thuế cho phần tăng này. Như vậy, chi phí tiết kiệm được sau thuế là  $22.000 \times (1 - 34\%) = 14.520$  đv. Chi phí khấu hao là 16.000 đv, song không phải là chi phí bằng tiền nên làm giảm thuế  $16.000 \times 34\% = 5.440$  đv.

Như vậy tổng luồng tiền hoạt động bằng  $14.520 \text{ đv} + 5.440 \text{ đv} = 19.960 \text{ đv}$ .

Ta có thể kết thúc bằng việc phân tích các luồng tiền vừa tính được.

**Bảng 4.2. Các luồng tiền của dự án**

Năm	0	1	2	3	4	5
LT từ hoạt động OCF		19.960	19.960	19.960	19.960	19.960
Chi tiêu vốn	-80.000					13.200
<b>Tổng luồng tiền</b>	<b>-80.000</b>	<b>19.960</b>	<b>19.960</b>	<b>19.960</b>	<b>19.960</b>	<b>33.160</b>

Với tỷ lệ chiết khấu là 10%,  $NPV = 3.860$  đv. Như vậy doanh nghiệp nên đầu tư vào thiết bị.

#### 4.3.3.2. Đặt giá thầu

Phân tích luồng tiền chiết khấu có thể sử dụng trong trường hợp đặt giá thầu thấp nhất để có thể thắng thầu mà doanh nghiệp không bị lỗ.

Ví dụ: Doanh nghiệp đang có một đơn hàng chào thầu 20 xe tải, mỗi năm 5 xe trong vòng 4 năm. Đơn hàng yêu cầu doanh nghiệp phải mua xe tải mới và thay đổi một số thiết kế theo yêu cầu của khách hàng. Giá mua một xe là 10.000 đv, doanh nghiệp phải thuê mặt bằng nhà xưởng 24.000 đv/năm. Chi phí nguyên vật liệu và lao động để làm một xe dự tính là 4.000 đv. Ngoài ra, doanh nghiệp còn phải mua sắm thiết bị phục vụ sản xuất giá 60.000 đv. Thiết bị này được khấu hao đều hết trong vòng 4 năm. Tuy nhiên, giá trị thu hồi của thiết bị dự tính là 5.000 đv vào cuối năm thứ 4. Thuế suất doanh nghiệp là 39% và doanh nghiệp yêu cầu tỷ lệ thu nhập 20% trên khoản đầu tư. Đầu tư ban đầu vào vốn lưu động ròng là 40.000 đv.

Như vậy ta có:

Tổng chi phí hàng năm là:

$$24.000 \text{ đv} + 5 \times (10.000 \text{ đv} + 4.000 \text{ đv}) = 94.000 \text{ đv}$$

Chi tiêu vốn là: 60.000 đv

$$\text{Giá trị thu hồi sau thuế là: } 5.000 \text{ đv} \times (1 - 39\%) = 3.050 \text{ đv.}$$

- Đầu tư vào vốn lưu động ròng: 40.000 đv.

Sắp xếp các yếu tố trên vào bảng ta có được bảng sau đây:

**Bảng 4.3. Các chỉ tiêu của dự án**

Năm	0	1	2	3	4
LT từ hoạt động OCF		+OCF	+OCF	+OCF	+OCF
Thay đổi VLĐR	-40.000 đv				40.000 đv
Chi tiêu vốn	-60.000 đv				3.050 đv
<b>Tổng luồng tiền</b>	<b>-100.000 đv</b>	<b>+OCF</b>	<b>+OCF</b>	<b>+OCF</b>	<b>+ CF+43.050</b>

Lưu ý là, mức giá thấp nhất doanh nghiệp có thể chấp nhận là giá làm cho NPV = 0. Tại mức giá đó, dự án mang lại thu nhập chính xác bằng 20% như yêu cầu. Giải phương trình NPV = 0 tại tỷ lệ chiết khấu 20% ta được: OCF = 30.609 đv.

Ta đã biết, theo phương pháp từ dưới lên,  $OCF = TNR + \text{Khấu hao}$ ; khấu hao = 15.000 đv, do vậy  $TNR = 15.609$  đv.

Từ TNR ta tính ra doanh thu, vì:

$$\text{Doanh thu} - \text{Chi phí} - \text{Khấu hao} - \text{Thuế (39\%)} = TNR$$

$$\text{Doanh thu} = 134.589 \text{ đv}$$

$$\text{Giá bán một xe là } 134.589/5 = 26.918 \text{ đv.}$$

#### **4.3.3.3. Lựa chọn thiết bị có thời gian sử dụng khác nhau**

Trong đánh giá lựa chọn để mua sắm thiết bị, mục tiêu lựa chọn thiết bị có chi phí thấp nhất. Đối với các thiết bị có thời gian sử dụng khác nhau, có thể dùng phương pháp chi phí quy đổi hàng năm để so sánh.

Ví dụ: để thực hiện một chức năng trong dây chuyền sản xuất, doanh nghiệp có thể lựa chọn một trong hai phụ tùng sau:

Phụ tùng A có giá mua là 100 đv, chi phí vận hành hết 10 đv/năm và có thể dùng được 2 năm.

Phụ tùng B có giá mua là 140 đv, chi phí vận hành là 8 đv/năm và phải thay thế sau 3 năm sử dụng

Bỏ qua thuế, tỷ lệ thu nhập yêu cầu là 10%, doanh nghiệp nên chọn phụ tùng nào?

Trước hết ta tính giá trị hiện tại của chi phí cả 2 phụ tùng:

$$PV_A = -100 - 10/1,1 - 10/1,1^2 = -117,36 \text{ đv}$$

$$PV_B = -140 - 8/1,1 - 8/1,1^2 - 8/1,1^3 = -159,89 \text{ đv}$$

Nếu tính tổng chi phí theo giá hiện tại thì phụ tùng B có chi phí cao hơn, tuy nhiên không thể căn cứ vào chỉ tiêu này để ra quyết định vì, phụ tùng B được dùng cho 3 năm trong khi phụ tùng A chỉ dùng được 2 năm. Cách duy nhất để có thể so sánh được là quy về chi phí bình quân quy đổi hàng năm (EAC). Thực chất là quy về tài sản tương đương có cùng giá trị hiện tại nhưng có luồng niên kim đều các năm.

Các tính toán cho kết quả sau:

$$EAC_A = -67,62 \text{ đv}$$

$$EAC_B = -64,29 \text{ đv}$$

Như vậy, doanh nghiệp nên chọn mua phụ tùng B.

#### 4.4. Phân tích và đánh giá dự án

Trong phần trước, chúng ta đã xem xét làm thế nào để dự tính được luồng tiền phù hợp, trên cơ sở đó, tính toán chỉ tiêu giá trị hiện tại ròng NPV và các chỉ tiêu khác. Trong chương này, chúng ta sẽ đi sâu phân tích tính tin cậy của các dự tính đó.

##### 4.4.1. Đánh giá dự tính về NPV

Như đã đề cập, một dự án có NPV dương là dự án có thu nhập lớn hơn chi phí. Trong trường hợp đó, dự án được coi là tạo ra giá trị cho chủ sở hữu. Vấn đề với việc xác định cơ hội là trong hầu hết các trường hợp, chúng ta không quan sát được giá trị thị trường mà phải dự tính chúng. Vấn đề đặt ra là làm thế nào để dự tính được sát nhất với giá trị thực.

##### 4.4.1.1. Vấn đề cơ bản

Giả sử chúng ta đã làm rất tốt các bước trong xác định luồng tiền phù hợp, đã loại trừ chi phí chìm, chi phí tài trợ, và tính đến các yếu tố khác như chi phí cơ hội, đầu tư vào vốn lưu động ròng cũng như tính đến các lỗi có thể mắc phải trong tính toán. Trên cơ sở đó, chúng ta tính ra chỉ tiêu NPV dương. Như vậy, đã đủ để ra quyết định chưa? Câu trả lời là chưa, vì NPV dương đã là một dấu hiệu tốt, nhưng để ra các quyết định đầu tư, chúng ta cần xem xét vấn đề một cách kỹ lưỡng hơn.

Có thể có 2 tình huống dẫn đến NPV dương. *Thứ nhất*, dự án thực sự mang lại NPV dương. *Thứ hai*, dự án có NPV dương bởi các dự tính sai. Tương tự như vậy đối với dự án có NPV âm, nếu không xem xét kỹ lưỡng, có thể doanh nghiệp bỏ lỡ mất cơ hội đầu tư.

##### 4.4.1.2. Rủi ro trong dự tính

Số liệu cơ bản để tính toán luồng tiền chiết khấu (DCF) là các dự tính về luồng tiền trong tương lai. Nếu các dự tính không đáng tin cậy, chúng ta gặp phải vấn đề GIGO - *chất lượng đầu vào vô nghĩa* thì quyết định đầu tư cũng không có ý nghĩa gì. Trong trường hợp đó, các tính toán căn cứ vào các dự tính trở nên vô nghĩa và dẫn tới những quyết định sai lầm.

Xác suất ra quyết định không đúng vì những sai sót trong luồng tiền dự tính gọi là “*Rủi ro dự tính*”. Vì rủi ro dự tính, một số dự án thực ra có NPV âm trong khi kết quả tính toán lại cho số dương. Điều đó xảy ra nếu

các nhà phân tích quá lạc quan trong dự tính các luồng tiền đã không phản ánh hết được khả năng trong tương lai.

Như vậy, chúng ta đã đề cập đến rủi ro dự tính hay khả năng xảy ra các sai sót trong dự tính, và mục tiêu của chương này là tìm hiểu áp dụng một số công cụ để hạn chế các rủi ro đó qua việc xác định và đánh giá các tác động của chúng.

#### **4.4.1.3. Nguồn gốc của giá trị**

Giá trị một dự án được đóng góp từ rất nhiều yếu tố khác nhau. Ví dụ với một dự án phát triển sản phẩm mới, giá trị của nó được tạo ra bởi giải quyết các vấn đề sau: Liệu sản phẩm có tốt hơn sản phẩm cùng loại của đối thủ cạnh tranh? Liệu có thể sản xuất với chi phí thấp hơn? Phân phối hiệu quả hơn? Xác định được đúng nhu cầu đặc biệt của thị trường? Kiểm soát hay thuyết phục được thị trường?

Một vấn đề quan tâm là tính cạnh tranh của thị trường. Nguyên lý cơ bản là, trong một thị trường có tính cạnh tranh cao, rất hiếm có những dự án đầu tư có NPV dương. Việc dễ dàng tìm thấy những dự án có NPV dương chứng tỏ một trong hai khả năng. *Thứ nhất*, đã tìm được lĩnh vực ít cạnh tranh. Trong trường hợp này nên mạnh dạn đầu tư. *Thứ hai* là các tính toán của chúng ta chưa hợp lý, chưa thực tế. Hai khả năng này thường gặp ở các thị trường chưa phát triển.

#### **4.4.2. Phân tích tình huống và các phân tích khác**

Phương pháp cơ bản để đánh giá các dự tính về luồng tiền và NPV liên quan đến câu hỏi “Điều gì sẽ xảy ra nếu...?” – hay phân tích nhân - quả. Mục tiêu của việc áp dụng phương pháp này là nhằm đánh giá mức độ rủi ro dự tính đối với các yếu tố được coi là trọng yếu đối với sự thành công hay thất bại của dự án.

##### **4.4.2.1. Tình huống cơ sở**

Để bắt đầu phân tích dự án, chúng ta dự tính NPV căn cứ vào các luồng tiền đã được dự tính. Các luồng tiền dự tính ban đầu và các giả định để dự tính chúng được gọi là tình huống cơ sở (base case). Tuy nhiên, giờ đây cần nhận biết các khả năng xảy ra các sai sót làm sai lệch các tính toán. Và

do vậy, sau khi hoàn thành tính toán tình huống cơ sở, chúng ta thay đổi một số giả thiết về các dự tính trong tương lai.

Một cách phổ biến để tiến hành phương pháp này là đặt các mức cao hơn và thấp hơn các yếu tố của dự án. Ví dụ, dự tính ban đầu của chúng ta là bán ra 100 đơn vị, dự tính này có thể cao hoặc thấp hơn khả năng nhưng sai số tối đa là 10 đơn vị, do vậy ta có thể đặt ra 2 trường hợp: trường hợp cao hơn là bán được 110 đơn vị và trường hợp thấp hơn là bán được 90 đơn vị. Tương tự như vậy, chúng ta có thể thay đổi mức đối với các yếu tố khác ảnh hưởng đến luồng tiền.

Khi lựa chọn các trường hợp thấp hơn và cao hơn, chúng ta không loại trừ hết các trường hợp các yếu tố có thể thấp hoặc cao hơn mức đó. Tuy nhiên, trường hợp vượt ra ngoài giới hạn đó ít có khả năng xảy ra.

Để minh họa, ta xem xét ví dụ sau: Dự án có chi phí đầu tư 200.000 đv, thời gian 5 năm, khấu hao tuyến tính hết xuống bằng 0, không có giá trị thu hồi. Tỷ lệ thu nhập yêu cầu là 12%, thuế suất 34%. Có các thông tin sau:

**Bảng 4.4. Các chỉ tiêu của dự án trong các tình huống**

<b>Chỉ tiêu</b>	<b>Tình huống cơ sở</b>	<b>Trường hợp thấp</b>	<b>Trường Hợp cao</b>
Số đơn vị bán	6.000	5.500	6.500
Giá bán đơn vị	80 đv	75 đv	85 đv
Chi phí biến đổi đơn vị	60 đv	58 đv	62 đv
Chi phí cố định năm	50.000 đv	45.000 đv	55.000 đv

Với các thông tin này, có thể tính NPV trong tình huống cơ sở bằng việc tính thu nhập:

**Bảng 4.5. Xác định thu nhập của dự án**

Đơn vị: đv

Doanh thu	480.000
Chi phí biến đổi	360.000
Chi phí cố định	50.000
Khấu hao	40.000
EBIT	30.000
Chi trả lãi	0
Lợi nhuận trước thuế	30.000
Thuế (34%)	10.200
Lợi nhuận ròng	19.800

Luồng tiền hoạt động hàng năm bằng  $19.800 + 40.000 = 59.800$  đv. Tại 12%, nhân tử niên kim 5 năm là 3,6048, do vậy, NPV tình huống cơ sở là:

$$NPV_{cs} = -20.000 + 59.800 \times 3.6048 = 15.567 \text{ đv}$$

Như vậy, tại trường hợp này, có thể chấp nhận dự án đầu tư.

#### **4.4.2.2. Phân tích tình huống**

Hình thức chuẩn của phân tích “nhân - quả” được gọi là phân tích tình huống. Trường hợp này chúng ta tìm hiểu sự thay đổi của NPV khi số đơn vị hàng bán đạt ở mức 5.500 thay cho 6.000.

Khi tiến hành xem xét các tình huống có thể xảy ra, nếu như thấy ở hầu hết các trường hợp có thể xảy ra đều cho kết quả NPV dương. Với kết quả đó, có thể mạnh dạn thực hiện dự án. Còn nếu hầu hết các trường hợp xem xét cho NPV âm, có thể tạm kết luận mức rủi ro dự tính là cao và cần xem xét kỹ lưỡng hơn nữa trước khi ra quyết định.

Có nhiều tình huống có thể được xem xét, thường người ta xem xét với trường hợp xấu nhất. Trường hợp này cho ta giá trị thấp nhất có thể của NPV và nếu NPV dương là dấu hiệu tốt cho dự án. Sau đó có thể tiếp tục xem xét thái cực khác - trường hợp tốt nhất. Trường hợp này cho ta giá trị dự tính NPV cao nhất.

Để có trường hợp xấu nhất, ta cho các giá trị không có lợi nhất cho các khoản mục. Ví dụ như giá bán thấp, chi phí cao. Làm ngược lại với trường

hợp trên, ta có trường hợp tốt nhất. Đối với ví dụ trên, có các trường hợp xấu nhất và tốt nhất:

**Bảng 4.6. Phân tích tình huống**

Chỉ tiêu	Trường hợp xấu nhất	Trường hợp tốt nhất
Số đơn vị bán	5.500	6.500
Giá bán đơn vị	75 đv	85 đv
Chi phí biến đổi đơn vị	58 đv	62 đv
Chi phí cố định năm	45.000 đv	55.000 đv

Với các thông tin này, ta có thể tính được thu nhập ròng và luồng tiền cho mỗi trường hợp:

**Bảng 4.7. Phân tích các tình huống của dự án**

Tình huống	Thu nhập ròng	Luồng tiền	NPV	IRR
Cơ sở	19.800 đv	59.800 đv	15.567 đv	15,1%
Xấu nhất	15.510 đv	24.490 đv	- 111.719 đv	- 14,4%
Tốt nhất	59.730 đv	99.730 đv	159.504 đv	40,9%

Ta có thể thấy, thậm chí trong tình huống xấu nhất, luồng tiền vẫn dương với 24.490 đv. Tuy nhiên, IRR có giá trị âm và ta mất đi hơn nửa của giá trị đầu tư ban đầu với  $NPV = - 111.719$  đv. Còn trường hợp tốt nhất thì tỷ lệ thu nhập đạt tới 41%.

Trường hợp xấu nhất và tốt nhất ở đây chúng ta đề cập chỉ có tính chất tương đối và mang tính chủ quan. Còn trường hợp tốt nhất và xấu nhất trên thực tế còn mang những yếu tố khách quan nữa. Tốt nhất và xấu nhất ở đây chỉ có nghĩa là ta ước tính một loạt các khả năng, khả năng gần với tiềm năng cao nhất ta gọi là tốt nhất, còn khả năng gần với giới hạn thấp nhất trong ước tính ta gọi là xấu nhất. Người ta còn gọi tương ứng các trường hợp này là lạc quan và bi quan thay cho tốt nhất và xấu nhất.

Trong phân tích, có thể tạo ra một số lượng không hạn chế các tình huống. Tuy nhiên, người ta thường phân tích thêm các trường hợp trung gian giữa tốt nhất và cơ sở, giữa xấu nhất và cơ sở. Song cũng cần xác định giới



hạn các tình huống phân tích để tránh lãng phí thời gian và công sức vì các tính toán không cần thiết.

**4.4.2.3. Phân tích tính nhạy cảm**

Phân tích tính nhạy cảm (Sensitivity Analysis) là một biến tướng của phân tích tình huống. Phân tích này rất hữu dụng trong việc xác định chính xác các yếu tố mà tác động của rủi ro dự toán nhiều nhất. Trong phân tích nhạy cảm, người ta phân tích sự thay đổi của NPV khi có một nhân tố thay đổi với giả định các nhân tố khác được cố định. Khi NPV rất nhạy cảm (thay đổi nhiều) với một thay đổi nhỏ của một yếu tố, ta nói rủi ro dự tính đối với yếu tố đó là cao.

Phân tích tính nhạy cảm được sử dụng phổ biến trong phân tích dự án. Ví dụ, năm 1998, Công ty Cumberland có một dự án đầu tư khai thác vàng. Dự án có IRR dự tính cao tới 18,9% trong thời gian 10 năm và thời gian thu hồi vốn là 2,7 năm. Các số liệu đó tính toán trên cơ sở dự tính giá vàng là 325 USD/ounce. Tuy nhiên, phân tích nhạy cảm theo giá vàng, khi giá vàng xuống 300 USD, IRR còn 15,1% và khi giá vàng xuống 275 USD, IRR chỉ còn 11,1%.

Trở lại với ví dụ trên khi xem xét nhạy cảm của NPV với số lượng bán, ta có:

**Bảng 4.8. Phân tích nhạy cảm theo số lượng bán**

Tình huống	Số lượng bán	Luồng tiền	NPV	IRR
Cơ sở	6.000	59.800 đv	15.567 đv	15,1%
Xấu nhất	5.500	53.200 đv	- 8.226 đv	10,3%
Tốt nhất	6.500	66.400 đv	39.357 đv	19,7%

Phân tích nhạy cảm của NPV khi chi phí cố định thay đổi, ta có bảng sau:

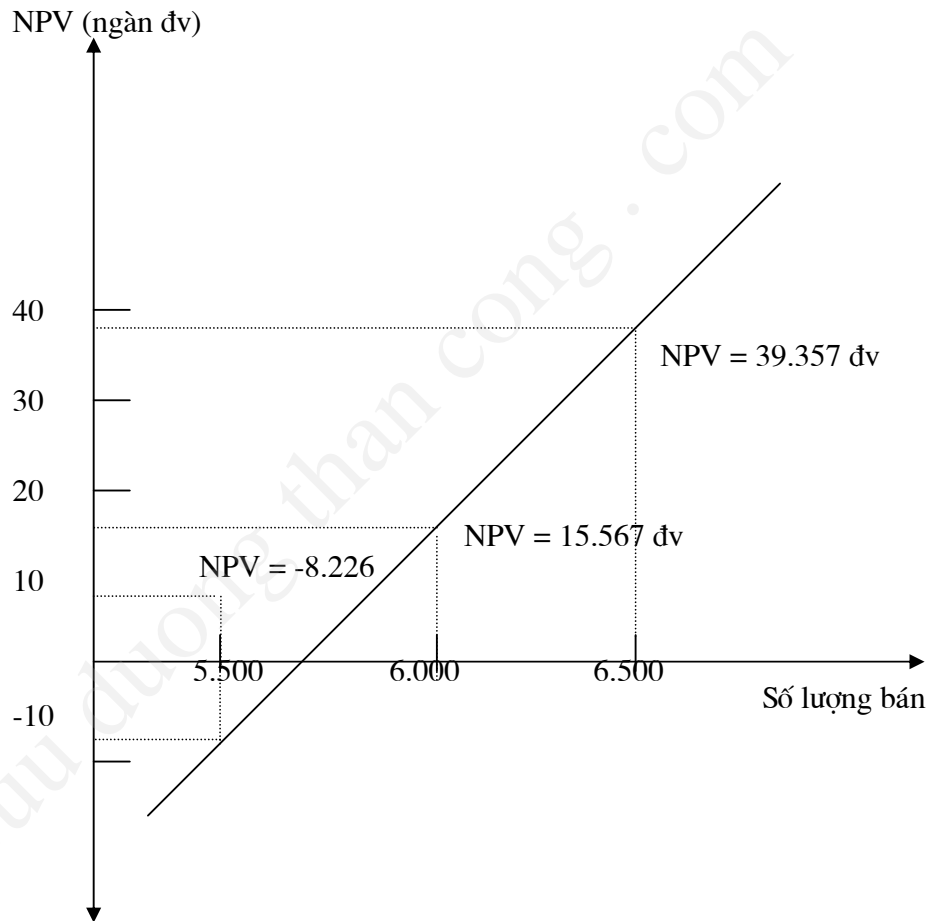
**Bảng 4.9. Phân tích nhạy cảm theo chi phí cố định**

Tình huống	Chi phí cố định	Luồng tiền	NPV	IRR
Cơ sở	50.000 đv	59.800 đv	15.567 đv	15,1%
Xấu nhất	55.000 đv	56.500 đv	3.670 đv	12,7%
Tốt nhất	45.000 đv	63.100 đv	27.461 đv	17,4%

Ta có thể thấy rằng, trong các yếu tố xem xét, NPV nhạy cảm nhiều hơn với sự thay đổi của số lượng hàng bán. Còn đối với sự thay đổi của chi phí cố định, ngay trường hợp xấu nhất, dự án cũng có NPV dương.

Có thể mô tả quan hệ giữa số lượng hàng bán và NPV như trên hình sau. Lưu ý là đường NPV càng dốc chứng tỏ độ nhạy cảm của NPV đối với biến số đang xem xét càng lớn.

**Hình 4.2. Phân tích tính nhạy cảm đối với số lượng bán**



Phân tích tính nhạy cảm chỉ rõ yếu tố có rủi ro dự tính cần quan tâm nhất. Ví dụ trên chỉ ra rằng, rủi ro dự tính đối với yếu tố số lượng hàng bán là cao và cần quan tâm hơn cả.

#### **4.4.2.4. Phân tích tình huống mô phỏng**

Phân tích tình huống và phân tích nhạy cảm là phương pháp được sử dụng phổ biến trong phân tích dự án. Trong phân tích tình huống, người ta thay đổi hàng loạt các yếu tố cùng chiều với những thay đổi nhỏ. Song phân tích nhạy cảm chỉ thay đổi một yếu tố, nhưng là sự thay đổi với giá trị lớn hơn. Kết hợp cả hai phương pháp phân tích trên, ta có phương pháp phân tích tình huống mô phỏng (Simulation Analysis).

Nếu thay đổi tất cả các yếu tố cùng lúc, khối lượng tình huống cần tính toán sẽ rất lớn, do đó cần có hỗ trợ của máy tính. Với ví dụ trên, nếu lấy khoảng giá trị số hàng bán ra từ 5.500 đến 6.500, trong khoảng đó, mọi giá trị đều có xác suất xảy ra là như nhau. Chúng ta chọn ngẫu nhiên một giá trị, sau đó ngẫu nhiên chọn giá bán đơn vị, chọn chi phí biến đổi đơn vị ... trong khoảng phân tích. Một chương trình máy tính sẽ giúp nhà phân tích làm việc đó một cách dễ dàng. Việc tính toán này được lặp lại hàng ngàn lần với các kết hợp giá trị các yếu tố khác nhau. Trên cơ sở các NPV tính được, có thể sử dụng các công cụ thống kê để phân tích.

Trong thực tế, phân tích tình huống trên máy tính ít được sử dụng trong phân tích dự án.

#### **4.4.3. Phân tích hoà vốn**

Thông thường, khối lượng hàng bán là một biến số quan trọng trong phân tích dự án, do vậy, thường được phân tích nhiều hơn so với các biến số khác. Phân tích hoà vốn là một công cụ phổ biến được dùng để phân tích mối quan hệ giữa số lượng hàng bán và lợi nhuận.

Có nhiều chỉ tiêu hoà vốn khác nhau, ví dụ như thời gian hoà vốn hay chỉ tiêu hoà vốn kế toán. Phần này sẽ giới thiệu các chỉ tiêu hoà vốn hữu ích trong phân tích dự án.

##### **4.4.3.1. Chi phí cố định và chi phí biến đổi**

Việc phân chia chi phí thành chi phí biến đổi và chi phí cố định rất quan trọng trong phân tích hoà vốn. Chi phí được phân chia như sau:

*Chi phí biến đổi:* là loại chi phí thay đổi (giả định với cùng tỷ lệ) khi sản lượng thay đổi. Chi phí này bằng không khi sản lượng bằng không. Ví dụ như chi phí lao động trực tiếp và nguyên vật liệu trực tiếp. Trong các

phân tích, người ta giả định chi phí biến đổi đơn vị là một số không đổi trong quy mô hợp lý. Mối quan hệ giữa tổng chi phí biến đổi (VC), chi phí biến đổi đơn vị (V), sản lượng (Q) được thể hiện như sau:

$$VC = Q \times V$$

*Chi phí cố định* là loại chi phí không thay đổi trong kỳ sản xuất kinh doanh nhất định. Như vậy, loại chi phí này không phụ thuộc vào số lượng hàng hoá, dịch vụ sản xuất và bán ra trong kỳ. Ví dụ như tiền thuê tài sản, lương giám đốc doanh nghiệp.

*Tổng chi phí:* Tổng chi phí (TC) tại một mức sản lượng là tổng của chi phí biến đổi (VC) và chi phí cố định (FC). Như vậy:

$$TC = VC + FC$$

Chỉ tiêu hoà vốn được sử dụng phổ biến nhất là hoà vốn kế toán. Điểm hoà vốn kế toán đơn giản là mức doanh thu làm cho thu nhập bằng không.

Ví dụ: Doanh nghiệp bán đĩa CD với giá 5 đv/đĩa. Giá mua vào là 3 đv/đĩa. Chi phí cố định hàng năm là 600 đv, khấu hao là 300 đv. Doanh nghiệp cần phải bán được bao nhiêu đĩa để hoà vốn, có nghĩa là thu nhập bằng 0.

Mỗi một đĩa bán, ta có  $5 \text{ đv} - 3 \text{ đv} = 2 \text{ đv}$  dùng để trang trải chi phí cố định và khấu hao (2 đv chênh lệch giữa lãi doanh thu và chi phí biến đổi đơn vị gọi là lãi gộp). Doanh nghiệp cần trang trải  $600 \text{ đv} + 300 \text{ đv} = 900 \text{ đv}$ , do vậy phải bán được  $900/2 = 450$  đĩa để đạt được hoà vốn. Tại mức hoà vốn này ta có:

Doanh thu:  $(450 \text{ đv} \times 5) = 2.250 \text{ đv}$

Chi phí biến đổi:  $(450 \text{ đv} \times 3) = 1.350 \text{ đv}$

Chi phí cố định: 600 đv

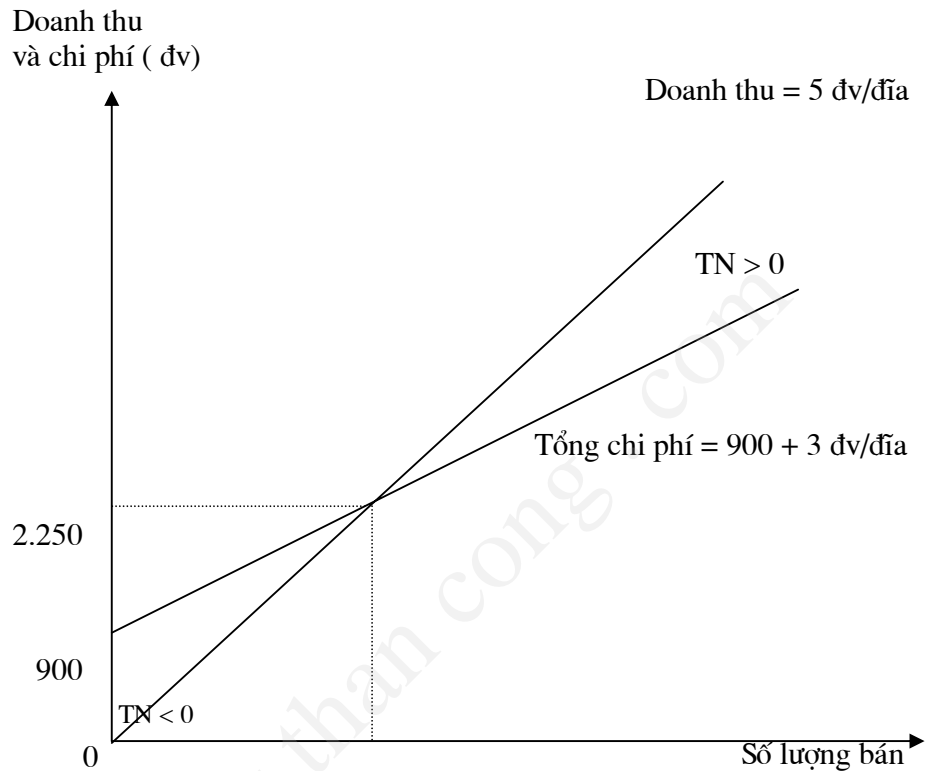
Khấu hao: 300 đv

Thuế thu nhập doanh nghiệp (34%): 0 đv

Thu nhập ròng: 0 đv

Có thể mô tả tính toán trên bằng đồ thị như sau:

Hình 4.3. Hoà vốn kế toán



Biểu diễn điểm hoà vốn kế toán:

Gọi:

P là giá bán đơn vị; v là chi phí biến đổi đơn vị; Q là sản lượng bán; S là tổng doanh thu ( $S = P \times Q$ ); VC là tổng chi phí biến đổi ( $VC = V \times Q$ ); FC là tổng chi phí cố định; D là khấu hao; T là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp. Thu nhập ròng của doanh nghiệp được tính như sau:

$$\begin{aligned} \text{TNR} &= (\text{Doanh thu} - \text{Chi phí biến đổi} - \text{Chi phí cố định} - \text{Khấu hao}) \times (1-T) \\ &= (S - VC - FC - D) \times (1 - T). \end{aligned}$$

Tại điểm hoà vốn, thu nhập ròng bằng 0, ta có:

$$\text{TNR} = 0 = (S - VC - FC - D) \times (1 - T)$$

Chia cả 2 vế cho  $(1 - T)$  ta được:

$$(S - VC - FC - D) = 0, \text{ hay: } (S - VC) = (FC + D)$$

Thay  $S = P \times Q$  và  $VC = V \times Q$  ta được:

$$(P \times Q - V \times Q) = (FC + D)$$

$$Q = (FC + D)/(P - V)$$

Kết quả vừa tìm được là công thức tính sản lượng hoà vốn kế toán.

#### **4.5. Đầu tư chứng khoán**

Trong hoạt động sản xuất - kinh doanh, ngoài đầu tư vào các tài sản thực như tài sản cố định và tài sản lưu động, doanh nghiệp còn đầu tư vào các tài sản tài chính như mua cổ phiếu, trái phiếu, đầu tư liên doanh liên kết, cho vay v.v... Thu nhập từ hoạt động tài chính có tỷ trọng ngày càng tăng trong tổng thu nhập của doanh nghiệp.

*Đầu tư chứng khoán là một loại hình đầu tư tài chính.* Trong hoạt động này, doanh nghiệp mua các chứng khoán theo một danh mục đầu tư rất đa dạng, bao gồm cả các công cụ trên thị trường tiền và các công cụ trên thị trường vốn. Việc đầu tư các tài sản trên thị trường tiền, như tín phiếu và các công cụ khác, có ý nghĩa chủ yếu là để đáp ứng nhu cầu thanh toán, nhu cầu dự phòng và nhu cầu tích trữ của doanh nghiệp và đã được đề cập trong phần quản lý tài sản lưu động, mục các chứng khoán dễ bán. Phần này đề cập tới hoạt động đầu tư vào các chứng khoán trên thị trường vốn như trái phiếu, cổ phiếu.

##### **4.5.1. Đặc điểm của đầu tư chứng khoán**

Khác với hoạt động đầu tư vào các tài sản thực, hoạt động đầu tư chứng khoán là hoạt động đầu tư tài chính. Tài sản đầu tư trong trường hợp này là các chứng khoán hay các giấy tờ có giá. Giá trị của các giấy tờ này phụ thuộc vào giá trị kinh tế cơ bản của các quyền được bao hàm trong mỗi loại chứng khoán, hay phụ thuộc vào năng lực tài chính của nhà phát hành. Đồng thời, giá chứng khoán phụ thuộc vào quan hệ cung cầu chứng khoán trên thị trường. Đầu tư chứng khoán giúp doanh nghiệp có thể thu được lợi nhuận từ phần lợi tức được chia và phần tăng giá chứng khoán trên thị trường. Mặt khác, doanh nghiệp có thể được hưởng quyền quản lý, quyền kiểm soát doanh nghiệp khác từ cổ phiếu.

Các chứng khoán là các tài sản sinh lời có tính thanh khoản cao, có rủi ro lớn. Với giá trị nhỏ của các chứng khoán và sự đa dạng của các loại chứng khoán trên thị trường, danh mục đầu tư chứng khoán của doanh nghiệp dễ dàng được thiết kế theo các mức độ rủi ro khác nhau và dễ dàng thay đổi.

Do đặc điểm của tài sản đầu tư, hoạt động đầu tư chứng khoán là hoạt động phức tạp, đòi hỏi các nhà quản lý phải có trình độ chuyên môn cao, am hiểu về thị trường, đồng thời, đòi hỏi phải có thị trường chứng khoán phát triển, tạo ra sự sẵn có của các công cụ đầu tư có tính thanh khoản cao. Mặt khác, hệ thống pháp luật cần được hoàn thiện nhằm bảo vệ quyền lợi của các nhà đầu tư.

#### **4.5.2. Vai trò của hoạt động đầu tư chứng khoán**

Đầu tư chứng khoán có vai trò quan trọng đối với hoạt động của doanh nghiệp. *Thứ nhất*, danh mục đầu tư này làm tăng và góp phần ổn định thu nhập của doanh nghiệp. *Thứ hai*, tạo ra sự đa dạng trong hoạt động đầu tư, bao gồm đa dạng hoá về lĩnh vực kinh doanh, đa dạng hoá về phương diện địa lý. Chính sự đa dạng hoá này tạo cơ sở cân bằng về rủi ro trong danh mục tài sản của doanh nghiệp và tăng tính thanh khoản cho các tài sản, trên cơ sở đó, tạo sự mềm dẻo trong việc quản lý tài sản của doanh nghiệp. *Thứ ba*, các chứng khoán có thể được sử dụng như là các tài sản thế chấp cho các khoản vay ngân hàng. *Thứ tư*, kinh doanh chứng khoán giúp cho các doanh nghiệp có thể tận dụng được lợi thế từ chính sách thuế. *Thứ năm*, các chứng khoán có thể được mua và bán nhanh chóng, do đó, có thể là nguồn dự trữ thứ cấp cho khả năng thanh toán của doanh nghiệp và giúp cho doanh nghiệp có thể dễ dàng tái cấu trúc lại tài sản. Ngày nay, các doanh nghiệp có thể dễ dàng phát triển hoạt động sang các lĩnh vực mới, các khu vực kinh doanh mới thông qua quá trình thu mua và sáp nhập doanh nghiệp.

Hoạt động đầu tư chứng khoán thường được các nhà quản lý hoạch định thành chính sách đầu tư chứng khoán cụ thể. Chính sách này phải làm rõ mục tiêu của đầu tư là để phát triển lĩnh vực kinh doanh mới, để thu mua và sáp nhập doanh nghiệp khác, hay để đa dạng hoá đầu tư. Chính sách cũng cần hoạch định cụ thể loại chứng khoán được lựa chọn với mức độ rủi ro có thể chấp nhận đối với doanh nghiệp, khả năng trao đổi các chứng khoán trên thị trường, v.v...

#### **4.5.3. Phân loại đầu tư chứng khoán**

Tuỳ theo mục đích quản lý, hoạt động đầu tư chứng khoán của doanh nghiệp có thể được phân loại theo nhiều cách khác nhau. *Nếu căn cứ vào loại công cụ đầu tư*, có thể phân loại đầu tư chứng khoán của doanh nghiệp thành đầu tư trái phiếu Chính phủ, đầu tư trái phiếu doanh nghiệp và đầu tư cổ phiếu của doanh nghiệp khác. Việc phân loại này có thể giúp các nhà quản lý xây dựng danh mục đầu tư với mức độ rủi ro phù hợp, trên cơ sở đó, dễ dàng thay đổi kết cấu danh mục đầu tư.

*Nếu phân loại theo mục đích đầu tư*, có thể phân loại đầu tư chứng khoán thành đầu tư nhằm hưởng lợi tức và đầu tư nhằm nắm quyền quản lý, kiểm soát. Trong hoạt động đầu tư nhằm hưởng lợi tức, doanh nghiệp có thể mua trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp và cổ phiếu do doanh nghiệp khác phát hành. Khi doanh nghiệp đầu tư chứng khoán với mục đích nắm quyền kiểm soát, doanh nghiệp có thể vừa đa dạng hoá tài sản, vừa phát triển lĩnh vực kinh doanh mới thông qua thôn tính và sáp nhập. Việc phân loại này giúp cho các nhà quản lý có thể kiểm soát được hoạt động đầu tư theo các mục đích đã được xác định.

#### **4.5.4. Phân tích, ra quyết định đầu tư chứng khoán**

Phân tích chứng khoán là hoạt động quan trọng nhằm trợ giúp cho việc ra quyết định đầu tư. Việc phân tích tuỳ theo mục đích đầu tư chứng khoán. Trong hoạt động đầu tư chứng khoán nhằm hưởng lợi tức, doanh nghiệp hoạt động như là nhà đầu tư chứng khoán, do đó các phương pháp phân tích chủ yếu được sử dụng là phương pháp *Phân tích cơ bản* (*Phân tích tài chính*) và *Phân tích kỹ thuật*. Phân tích cơ bản giúp cho doanh nghiệp có thể lựa chọn được kết cấu danh mục đầu tư phù hợp. Phương pháp phân tích kỹ thuật giúp cho các nhà quản lý có thể lựa chọn được thời điểm và chiến lược mua bán chứng khoán tuỳ theo diễn biến của thị trường. Các phương pháp phân tích này được đề cập trong môn học “Thị trường chứng khoán”.

Với mục đích nắm quyền quản lý, kiểm soát, việc phân tích được thực hiện chi tiết hơn đối với một doanh nghiệp được dự định thôn tính, sáp nhập, do đó chủ yếu sử dụng phương pháp phân tích tài chính. Trường hợp này gần giống với phương pháp lựa chọn dự án đầu tư thông thường. Các phân tích cần chỉ rõ: thực trạng của doanh nghiệp thôn tính, sáp nhập và doanh nghiệp



bị thôn tính, sáp nhập ở thời điểm hiện tại; dự báo các khả năng thay đổi trong tương lai đối với doanh nghiệp. Trên cơ sở các phân tích đó, lượng hoá thành các luồng tiền và đánh giá mức độ rủi ro của các luồng tiền đó. Các phương pháp lựa chọn được áp dụng là các phương pháp NPV; PI; IRR; v.v...

### **CÂU HỎI ÔN TẬP**

1. Các nhân tố ảnh hưởng tới đầu tư dài hạn của doanh nghiệp.
2. Khái niệm dự án đầu tư và đặc điểm của dự án đầu tư của doanh nghiệp?
3. Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư của doanh nghiệp?
4. Đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư trên giác độ nhà doanh nghiệp và nhà ngân hàng?
5. Giá trị thời gian của tiền trong đánh giá dự án đầu tư?
6. Nhận xét thực tế đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư ở Việt Nam hiện nay?
7. Nhận xét các phương thức đầu thầu ở Việt Nam hiện nay?
8. Phân tích các điều kiện để nâng cao chất lượng thẩm định tài chính dự án đầu tư ở Việt Nam hiện nay?
9. Một dự án đầu tư có NPV cao thì có IRR cao. Hãy bình luận.
10. Phương pháp xác định luồng tiền của dự án?
11. Hai dự án A & B có tổng vốn đầu tư như nhau. NPV của A > NPV của B; IRR của A < IRR của B. Nhà đầu tư chỉ có thể lựa chọn một trong hai dự án. Hãy lựa chọn.