

3. HOẠCH ĐỊNH NGÂN SÁCH VỐN ĐẦU TƯ CỦA CÔNG TY ĐA QUỐC GIA

**Investment Capital Budgeting
of Multinational Corporation**

1

MỤC TIÊU

- Hiểu các kiến thức cơ bản về đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG
- Hiểu các vấn đề cơ bản về lập ngân sách vốn đầu tư của CTĐQG
- Ứng dụng mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh (APV)
- Vận dụng mô hình APV để lập ngân sách vốn đầu tư trên quan điểm công ty mẹ.
- Nhận biết phương pháp điều chỉnh rủi ro trong lập ngân sách vốn đầu tư của CTĐQG

2

2

NỘI DUNG

3.1. Phương thức đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

3.2. Tổng quan về hoạch định ngân sách vốn đầu tư

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh - APV

3.4. Lập ngân sách vốn trên quan điểm công ty mẹ

3.5. Điều chỉnh rủi ro trong lập ngân sách vốn

3

3

3.1. Phương thức đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

3.1.1. Tổng quan về hoạt động đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

3.1.2. Các hình thức đầu tư ra nước ngoài

3.1.3. Rủi ro của hoạt động đầu tư ra nước ngoài

3.1.4 Môi trường thuế quốc tế và hoạt động chuyển giá

4

4

3.1.1. Tổng quan về hoạt động đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

Khái niệm

Đầu tư trực tiếp nước ngoài phản ánh mục tiêu thiết lập **một lợi ích lâu dài** bởi một doanh nghiệp cư trú trong nền kinh tế (direct investor) đối với một doanh nghiệp cư trú ở một nền kinh tế khác (direct investment enterprise).

Lợi ích lâu dài hàm ý sự tồn tại của một mối quan hệ lâu dài giữa nhà đầu tư trực tiếp và doanh nghiệp đầu tư trực tiếp và **mức độ ảnh hưởng đáng kể đến việc quản lý doanh nghiệp**. Quyền sở hữu trực tiếp hoặc gián tiếp từ **10% trở lên quyền biểu quyết** của một doanh nghiệp cư trú trong một nền kinh tế bởi một nhà đầu tư cư trú trong một nền kinh tế khác là bằng chứng về mối quan hệ đó. (OECD, 2008)

5

5

3.1.1. Tổng quan về hoạt động đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

Khái niệm

Đầu tư ra nước ngoài là việc nhà đầu tư chuyển vốn, hoặc thanh toán mua một phần hoặc toàn bộ cơ sở kinh doanh, hoặc xác lập quyền sở hữu để thực hiện hoạt động đầu tư kinh doanh ngoài lãnh thổ Việt Nam, đồng thời trực tiếp tham gia quản lý hoạt động đầu tư đó.

Nghị định 83/2015/NĐ-CP Quy định về đầu tư ra nước ngoài

6

6

3.1. Phương thức đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

3.1.2. Các hình thức đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

- Động cơ đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG
- Các hình thức đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

7

7

3.1.2. Các hình thức đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

Động cơ đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

Mô hình OLI

O (Owners-specific advantages)

L (Location-specific advantages)

I (Internalisation)

8

8

3.1.2. Các hình thức đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

Lợi thế cạnh tranh của khi đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

- Tính kinh tế theo quy mô và tính kinh tế theo phạm vi
- Chuyên môn quản trị và tiếp thị
- Công nghệ cao
- Tiềm lực tài chính mạnh
- Sản phẩm khác biệt
- Sự cạnh tranh ở thị trường trong nước

9

9

3.1.2. Các hình thức đầu tư ra nước ngoài

Động cơ để CTĐQG đầu tư ra nước ngoài

Động cơ liên quan đến doanh thu (Revenue-Related Motives)

- Thu hút thêm nguồn cầu mới
- Tham gia vào các thị trường sinh lời
- Khai thác những lợi thế độc quyền
- Phản ứng lại với các rào cản thương mại
- Đa dạng hóa quốc tế

Madura, 2015

10

10

3.1.2. Các hình thức đầu tư ra nước ngoài

Động cơ để CTĐQG đầu tư ra nước ngoài

Động cơ liên quan đến chi phí (Cost-Related Motives)

- Tận dụng lợi ích của tính kinh tế theo quy mô (economies of scale)
- Sử dụng các yếu tố sản xuất nước ngoài.
- Sử dụng các nguyên liệu thô nước ngoài.
- Sử dụng các công nghệ nước ngoài
- Phản ứng lại với sự biến động của tỷ giá.

Madura, 2015

11

11

3.1.2. Các hình thức đầu tư ra nước ngoài

Các yếu tố cần cân nhắc khi đưa ra quyết định đầu tư ra nước ngoài

- Xác định động cơ
- Dự thảo ngân sách vốn
- Cân nhắc vấn đề quản trị doanh nghiệp quốc tế
- Phân tích rủi ro quốc gia
- Xác định cấu trúc vốn
- Tìm nguồn tài trợ dài hạn

Madura, 2015

12

12

3.1.2. Các hình thức đầu tư ra nước ngoài

Các hình thức kinh doanh quốc tế

1. Thương mại quốc tế (International Trade)
2. Cấp phép (Licensing)
3. Nhượng quyền (Franchising)
4. Liên doanh (Joint Ventures)
5. Mua lại (Acquisitions of Existing Operations)
6. Thành lập công ty con mới tại nước ngoài (Establishment of New Foreign Subsidiaries)

13

13

Các hình thức kinh doanh quốc tế

Thương mại quốc tế (International Trade)

Hình thức sơ khởi trong quá trình trở thành một công ty đa quốc gia

Cấp phép (Licensing)

Công ty cung cấp công nghệ (bản quyền, phát minh, thương hiệu, tên giao dịch) cho công ty nước ngoài để nhận phí hoặc lợi ích khác.

Nhượng quyền (Franchising)

Công ty nhượng quyền (franchiser) cung cấp chiến lược bán hàng, dịch vụ chuyên biệt, có thể kèm khoản đầu tư ban đầu theo hình thức chuyển nhượng quyền kinh doanh cho công ty nhận nhượng quyền (franchisee) để nhận phí định kỳ

14

14

Các hình thức kinh doanh quốc tế

Liên doanh (Joint Ventures)

Công ty thâm nhập thị trường bằng cách liên doanh với một hoặc nhiều công ty khác ở nước bản địa.

Mua lại (Acquisitions of Existing Operations)

Công ty mua lại các công ty ở nước ngoài.

Thành lập công ty con mới ở nước ngoài (Establishment of New Foreign Subsidiaries)

Công ty thành lập một công ty con tại nước ngoài để sản xuất kinh doanh

15

15

3.1.2. Các hình thức đầu tư ra nước ngoài

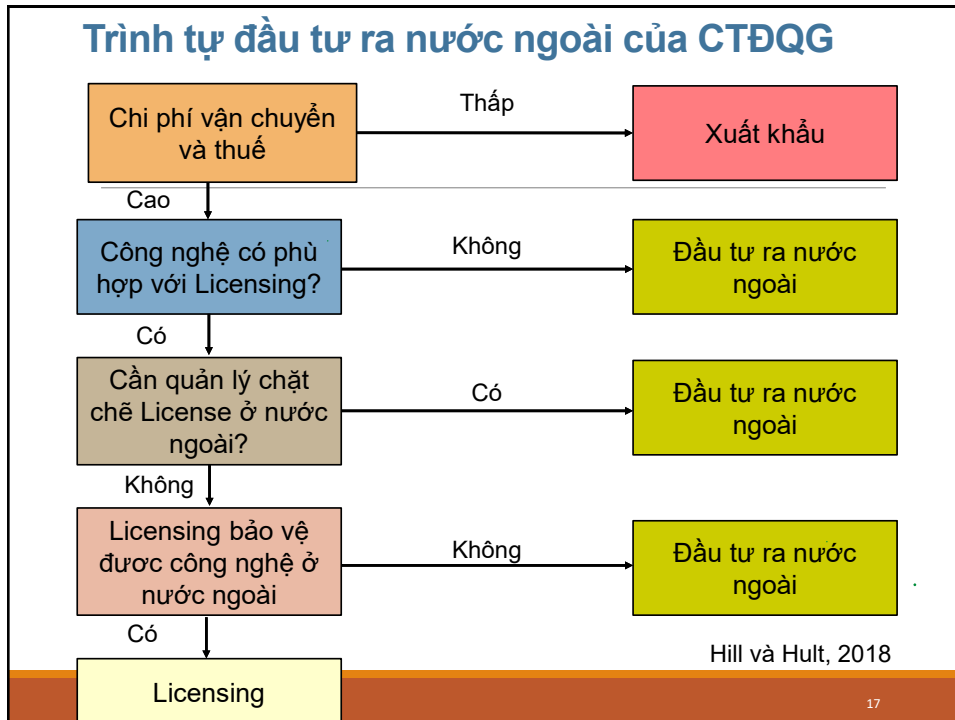
Đầu tư ra nước ngoài thường tồn tại dưới hai dạng thức:

- Đầu tư mới (Greenfield Investment)
- Sáp nhập và hợp nhất (Mergers and Acquisitions – M&A)

Hill và Hult, 2018

16

16



17

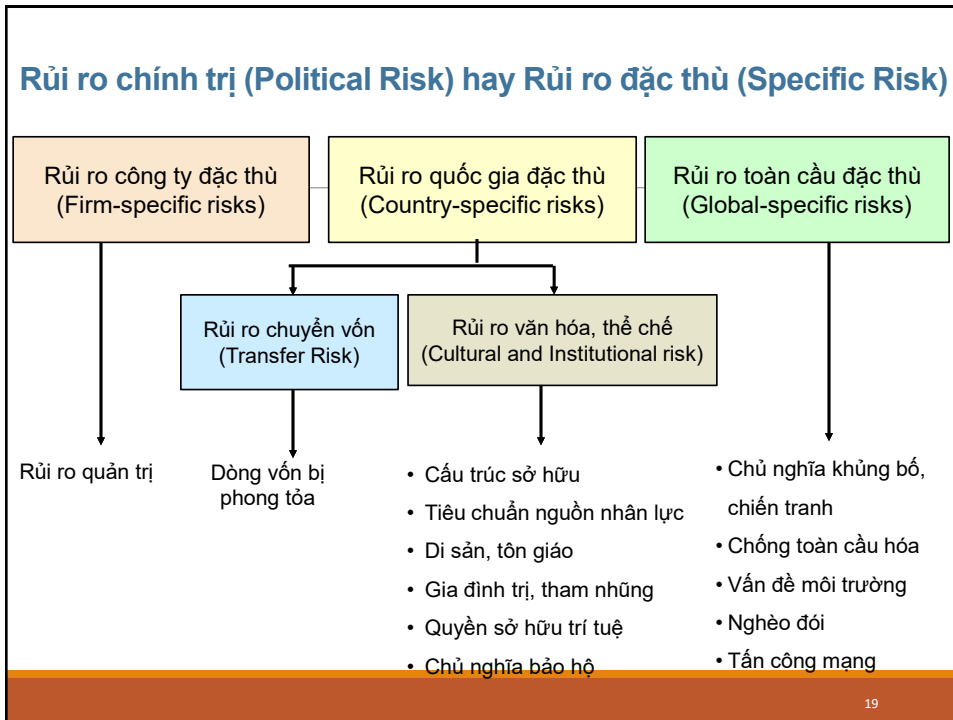
3.1. Phương thức đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

3.1.3. Rủi ro của hoạt động đầu tư ra nước ngoài

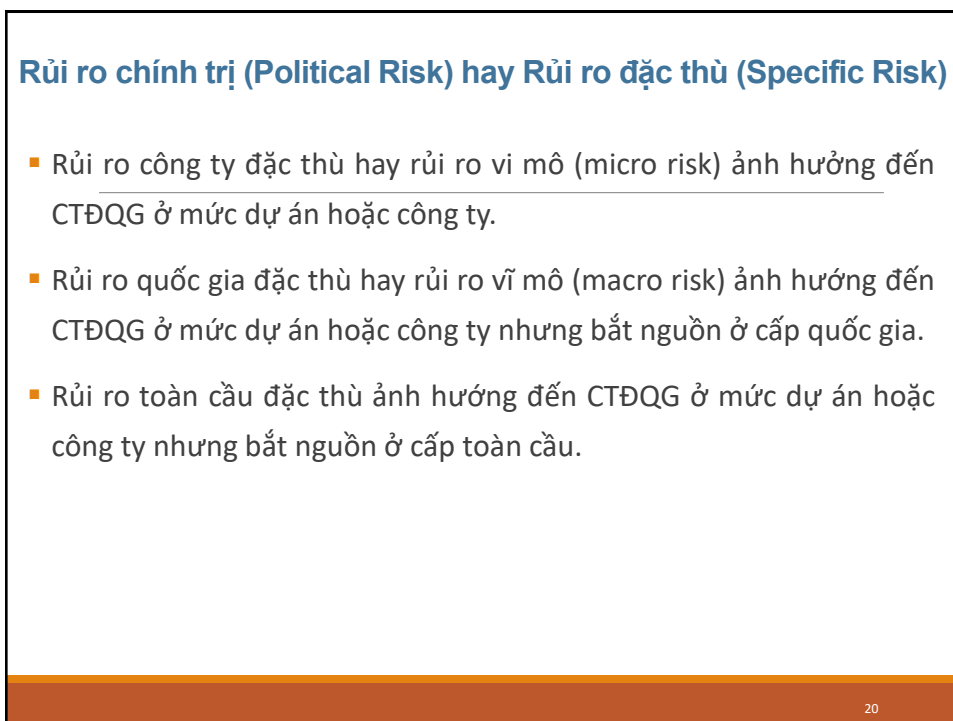
- Rủi ro tỷ giá (Foreign Exchange Risk)
- Rủi ro chính trị (Political Risk) hay Rủi ro đặc thù (Specific Risk)

18

18



19



20

3.1.3. Rủi ro của hoạt động đầu tư ra nước ngoài

3.1.3.1. Rủi ro công ty đặc thù (Firm-specific Risks)

Rủi ro quản trị (Governance Risks)

Rủi ro quản trị chủ yếu do mâu thuẫn giữa mục tiêu của CTĐQG (công ty con của CTĐQG) với mục tiêu của chính phủ nơi công ty con đặt trụ sở.

CTĐQG cần kiểm soát hiệu quả hoạt động của công ty con trong môi trường pháp lý và chính trị của nước sở tại.

21

21

3.1.3.1. Rủi ro công ty đặc thù (Firm-specific Risks)

Chiến lược quản trị rủi ro

Công ty dự đoán vấn đề và thương lượng trước khi nó xảy ra.

- Thỏa thuận đầu tư (Investment Agreement)
- Bảo hiểm đầu tư (Investment Insurance)
- Thiết kế chiến lược hoạt động (Operating Strategies)

22

22

3.1.3. Rủi ro của hoạt động đầu tư ra nước ngoài

3.1.3.2. Rủi ro quốc gia đặc thù (Country-specific Risks)

Rủi ro quốc gia đặc thù ảnh hưởng đến tất cả các công ty cư trú trong quốc gia đó.

Rủi ro quốc gia đặc thù bao gồm:

- Rủi ro chuyển vốn (transfer risk)
- Rủi ro văn hóa (cultural risk)
- Rủi ro thể chế (institutional risk)

23

23

3.1.3.2. Rủi ro quốc gia đặc thù (Country-specific Risks)

Rủi ro chuyển vốn (Transfer risk) hay rủi ro dòng vốn bị phong tỏa (Blocked funds)

Rủi ro chuyển vốn là sự giới hạn khả năng công ty chuyển vốn vào và ra khỏi đất nước đầu tư.

Khi thiếu dự trữ ngoại hối, không thể vay mượn hoặc thu hút vốn đầu tư mới từ nước ngoài, chính phủ thường hạn chế chuyển ngoại tệ ra khỏi đất nước, vấn đề này gọi là phong tỏa dòng vốn.

24

24

3.1.3.2. Rủi ro quốc gia đặc thù (Country-specific Risks)

Rủi ro chuyển vốn

Cách thức xử lý dòng vốn bị phong tỏa của CTĐQG.

- Phân tích trước khi quyết định đầu tư như: dự đoán dòng vốn bị phong tỏa, tận dụng nguồn tài trợ địa phương
- Sử dụng kỹ thuật để di chuyển vốn trong quá trình hoạt động;
- Tái đầu tư với dòng vốn không thể di chuyển như: đầu tư vào thị trường tiền tệ với các dòng vốn bị tạm thời phong tỏa, đầu tư ngắn hoặc trung hạn, đầu tư tài sản, thiết bị sản xuất

25

25

3.1.3.2. Rủi ro quốc gia đặc thù (Country-specific Risks)

Rủi ro chuyển vốn

Kỹ thuật di chuyển dòng vốn bị phong tỏa

- Chia nhỏ và chuyển vốn từng phần
- Chuyển giá
- Thanh toán nhanh hoặc thanh toán chậm
- Sử dụng các khoản vay đại diện (fronting loans)
- Tạo các hoạt động xuất khẩu không liên quan
- Thỏa thuận các đặc quyền

26

26

3.1.3.2. Rủi ro quốc gia đặc thù (Country-specific Risks)

Rủi ro văn hóa và thể chế (Cultural and Institutional Risks)

CTĐQG có thể bị rủi ro văn hóa, thể chế do các quốc gia có

- Sự khác biệt trong cấu trúc sở hữu được cho phép
- Sự khác biệt trong chuẩn mực về nguồn nhân lực.
- Sự khác biệt trong di sản tôn giáo.
- Chủ nghĩa gia đình và tham nhũng
- Quyền sở hữu trí tuệ
- Chủ nghĩa bảo hộ
- Trách nhiệm pháp lý

27

27

3.1.3.2. Rủi ro quốc gia đặc thù (Country-specific Risks)

Rủi ro văn hóa và thể chế

Hình thức biểu hiện

- Trưng thu, tịch thu, hoặc quốc hữu hóa tài sản của công ty con
- Thiệt hại tài sản, con người do các hoạt động chống chính phủ
- Thay đổi qui định về nhân công nội địa, tiền công tối thiểu
- Thay đổi qui định đầu tư vào các dự án, đầu tư cho cộng đồng
- Phân biệt đối xử (thuế, lợi ích cộng đồng,....)
- Bắt cóc, sát hại nhân viên của công ty
- Chiến tranh, biểu tình, khủng bố

28

3.1.3.2. Rủi ro quốc gia đặc thù (Country-specific Risks)

Rủi ro văn hóa và thể chế

Cách thức dự đoán rủi ro

- Xem xét lịch sử quốc gia, sự chuyển giao quyền lực
- Xem xét quan hệ chính trị của nước đầu tư và nước nhận đầu tư
- Tìm hiểu chủ thể nào có tác động đến quyền lực chính trị
- Xem xét hệ thống luật dành cho người nước ngoài và người bản xứ
- Tím hiểu tôn giáo, văn hóa doanh nghiệp quốc tế

29

3.1.3.2. Rủi ro quốc gia đặc thù (Country-specific Risks)

Rủi ro văn hóa và thể chế

Chiến lược quản trị rủi ro

- Chia sẻ quyền sở hữu làm giảm khả năng và mức độ nghiêm trọng của tổn thất.
- Lập công ty liên doanh nhằm tận dụng sự hỗ trợ của địa phương; thêm nguồn thông tin về điều kiện chính trị, kinh tế, văn hóa của nước đầu tư.
- Giới hạn vốn đầu tư vào công ty con

30

3.1.3.2. Rủi ro quốc gia đặc thù (Country-specific Risks)

Rủi ro văn hóa và thể chế

Chiến lược quản trị rủi ro hướng mở rộng

- Tìm hiểu cơ cấu xã hội, kinh tế của nước sở tại.
- Vay vốn tại địa phương để giảm bớt vốn từ công ty mẹ.
- Đào tạo quản lý để làm quen với văn hóa, phong cách quản lý địa phương.

31

3.1.3.2. Rủi ro quốc gia đặc thù (Country-specific Risks)

Rủi ro văn hóa và thể chế

Chiến lược quản trị rủi ro hướng phòng thủ

- Giữ vốn và tài sản cố định ở mức tối thiểu bằng cách tận dụng hình thức thuê mượn tại địa phương
- Xây dựng hoạt động R&D trong nước.
- Sẵn sàng dịch chuyển hoạt động kinh doanh đến một nước khác.
- Giảm sự phụ thuộc vào dịch vụ và tiện ích địa phương.

32

3.1.3. Rủi ro của hoạt động đầu tư ra nước ngoài

3.1.3.3. Rủi ro toàn cầu đặc thù (Global-specific Risks)

Rủi ro toàn cầu đặc thù bao gồm:

- Khủng bố và chiến tranh
- Chống toàn cầu hóa
- Vấn đề môi trường
- Nghèo đói tại các thị trường mới nổi
- Tấn công mạng

Đây là loại rủi ro hàng đầu của CTĐQG trong những năm gần đây.

33

3.1.3.3. Rủi ro toàn cầu đặc thù (Global-specific Risks)

Chiến lược quản trị rủi ro toàn cầu đặc thù

Khủng bố và chiến tranh

- Ủng hộ chính phủ chống lại khủng bố và chiến tranh
- Lên kế hoạch đối phó khủng hoảng
- Hợp nhất chuỗi cung ứng xuyên quốc gia

Phong trào chống toàn cầu hóa

- Nhận thức rõ CTĐQG là mục tiêu chính của chống toàn cầu hóa
- Ủng hộ chính phủ ban hành chính sách giảm rào cản thương mại.

34

3.1.3.3. Rủi ro toàn cầu đặc thù (Global-specific Risks)

Chiến lược quản trị rủi ro toàn cầu đặc thù

Vấn đề môi trường

- Thể hiện sự nhạy cảm đối với các lo ngại về môi trường.
- Ủng hộ chính phủ trong việc duy trì một mức phù hợp trong kiểm soát ô nhiễm

Nghèo đói tại các thị trường mới nổi

- Cung cấp công việc ổn định, thu nhập tốt cho người lao động.
- Thiết lập tiêu chuẩn an toàn nghề nghiệp khắc khe

35

3.1.3.3. Rủi ro toàn cầu đặc thù (Global-specific Risks)

Chiến lược quản trị rủi ro toàn cầu đặc thù

Tấn công mạng

- Chiến lược hiệu quả là nỗ lực đảm bảo an ninh mạng của công ty.
- Ủng hộ chính phủ trong việc chống lại hoạt động tấn công mạng.

36

3.1. Phương thức đầu tư ra nước ngoài của CTĐQG

3.1.4 Môi trường thuế quốc tế và hoạt động chuyển giá

Môi trường thuế quốc tế

Hoạt động chuyển giá

37

37

3.1.4 Môi trường thuế quốc tế và hoạt động chuyển giá

Chuyển giá (transfer pricing)

Chuyển giá là chính sách xác định giá của sản phẩm gửi đi từ công ty mẹ hoặc công ty con đến một công ty con khác trong tập đoàn đa quốc gia.

Madura, 2015

38

38

3.1.4 Môi trường thuế quốc tế và hoạt động chuyển giá

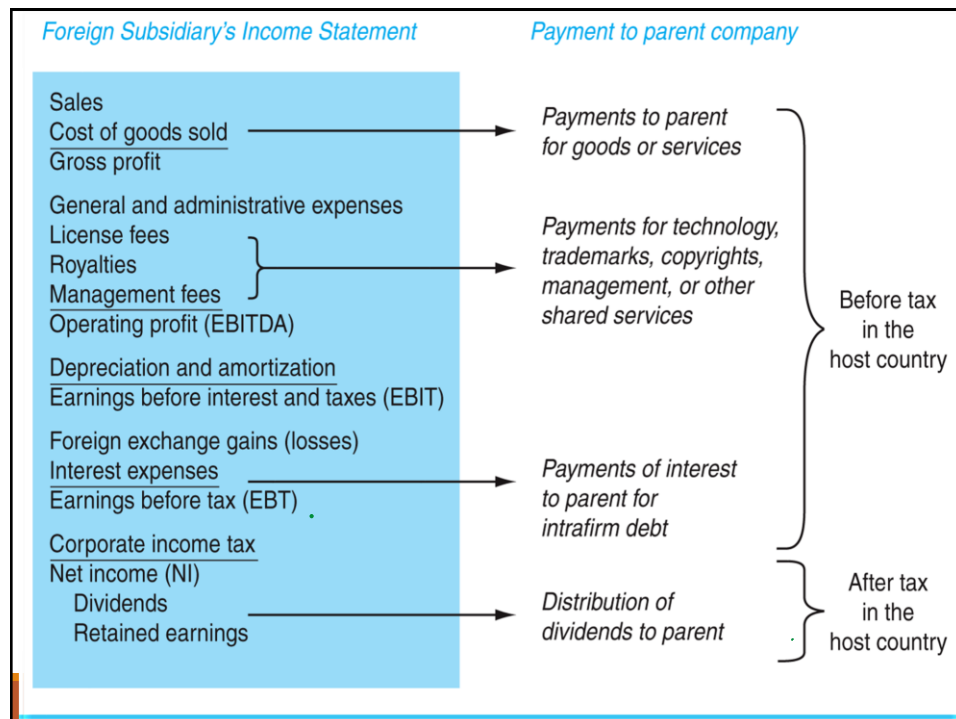
Mục đích của chuyển giá

- Giảm thuế
- Giảm thuế xuất nhập khẩu
- Tránh rủi ro vốn bị phong tỏa

Shapiro, 2014

39

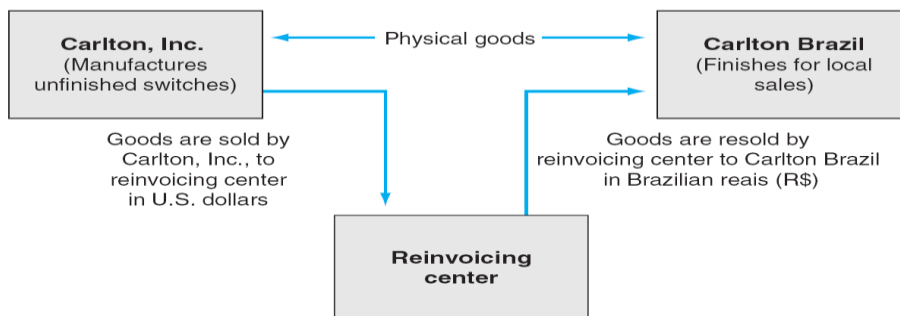
39



40

3.1.4 Môi trường thuế quốc tế và hoạt động chuyển giá

Reinvoicing Center



1. Carlton, Inc., ships goods directly to Carlton Brazil.
2. The invoice by Carlton, Inc., which is denominated in U.S. dollars, is passed to the reinvoicing center.
3. The reinvoicing center takes legal title to the goods.
4. The reinvoicing center invoices Carlton Brazil in Brazilian reais, repositioning the currency exposure from both operating units to the reinvoicing center.

41

3.1.4 Môi trường thuế quốc tế và hoạt động chuyển giá

Reinvoicing Center

Hàng hóa được chuyển trực tiếp từ bên bán sang bên mua, nhưng nghĩa vụ thanh toán, sở hữu được thực hiện thông qua Reinvoicing centers.

Reinvoicing centers giúp CTĐQG thực hiện chuyển giá, thường được thiết lập ở quốc gia có thuế thu nhập doanh nghiệp thấp.

Ưu điểm, giúp CTĐQG quản lý rủi ro tiền tệ tốt hơn và linh hoạt trong quản lý.

Bất lợi, làm gia tăng chi phí và bị nghi ngờ trốn thuế tại quốc gia đở tại.

42

3.1.4 Môi trường thuế quốc tế và hoạt động chuyển giá

Ví dụ 3.1.

Tập đoàn Oakland có 2 công ty con. Hitax Sub hoạt động ở quốc gia có thuế suất thuế TNDN là 50% và Lotax Sub hoạt động ở quốc gia có thuế suất thuế TNDN là 20%.

Hitax Sub sản xuất và bán 10.000 thành phẩm đơn giá 10USD cho Lotax Sub làm nguyên liệu đầu vào.

(Madura, 2015, tr. 468)

43

43

3.1.4 Môi trường thuế quốc tế và hoạt động chuyển giá

Tình huống ban đầu, đơn giá 10USD, đơn vị tính USD

Chỉ tiêu	Hitax Sub	Lotax Sub	Kết hợp
Doanh thu	100.000	150.000	250.000
GVHB	50.000	100.000	150.000
Lợi nhuận gộp	50.000	50.000	100.000
Chi phí HĐKD	20.000	20.000	40.000
EBIT	30.000	30.000	60.000
I	5.000	5.000	10.000
EBT	25.000	25.000	50.000
T	12.500	5.000	17.500
EAT	12.500	20.000	32.500

44

44

3.1.4 Môi hoạt động chuyển giá trường thuế quốc tế và

Tập đoàn Oakland quyết định **giá bán là 8 USD**, đơn vị tính USD

Chỉ tiêu	Hitax Sub	Lotax Sub	Kết hợp
Doanh thu			
GVHB			
Lợi nhuận gộp			
Chi phí HĐKD			
EBIT			
I			
EBT			
T			
EAT			

45

45

3.2. Tổng quan về hoạch định ngân sách vốn đầu tư

3.2.1. Khái niệm _____

3.2.2. Quy trình hoạch định ngân sách vốn đầu tư

3.2.3. Giá trị hiện tại thuần (NPV)

46

3.2. Tổng quan về hoạch định ngân sách vốn đầu tư

3.2.1. Khái niệm

Hoạch định ngân sách vốn đầu tư là quá trình hoạch định các kế hoạch chi đầu tư mà dòng tiền phát sinh trong nhiều năm.

Brigham và Houston, 2017, tr. 379

47

3.2. Tổng quan về hoạch định ngân sách vốn đầu tư

3.2.2. Các bước trong quá trình hoạch định ngân sách vốn đầu tư

- Tìm kiếm ý tưởng đầu tư
- Ước lượng dòng tiền của mỗi dự án
- Ước lượng chi phí sử dụng vốn và thẩm định hiệu quả dự án
- Đánh giá kết quả dự án sau khi dự án đã được thực hiện

Lê Mạnh Hưng và cộng sự, 2015

48

3.2. Tổng quan về hoạch định ngân sách vốn đầu tư

3.2.3. Giá trị hiện tại ròng (Net Present Value)

Giá trị hiện tại ròng là hiện giá của tất cả dòng tiền trong tương lai được chiết khấu về hiện tại với chi phí sử dụng vốn của dự án và trừ đi khoản đầu tư ban đầu của dự án.

Shapiro, 2014, tr. 555

49

3.2.3. Giá trị hiện tại ròng (Net Present Value)

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} - C_0$$

Trong đó,

- C_0 : Dòng tiền đầu tư ban đầu
- CF_t : Dòng tiền tăng thêm sau thuế năm t
- r : Tỷ lệ chiết khấu
- TV_n : Giá trị cuối cùng sau thuế tại năm n
- n : Thời gian đầu tư

50

3.2.3. Giá trị hiện tại ròng (Net Present Value)

Quy tắc đưa ra quyết định dựa vào NPV

Chấp nhận dự án nếu $NPV > 0$

Từ chối dự án nếu $NPV < 0$

Nếu 2 dự án loại trừ lẫn nhau, chọn dự án với NPV cao hơn

51

3.2.3. Giá trị hiện tại ròng (Net Present Value)

Đặc điểm của NPV

- Tập trung vào dòng tiền, không phải lợi nhuận kế toán
- Nhấn mạnh đến chi phí cơ hội của đồng vốn
- Theo nguyên tắc cộng hưởng giá trị (value additivity principle)
- NPV của một tập hợp các dự án độc lập chỉ đơn giản là tổng các NPV của từng dự án riêng lẻ.

Shapiro, 2014, tr. 555

52

3.2.3. Giá trị hiện tại ròng (Net Present Value)

NPV và hạn chế liên quan đến WACC

Thông thường, suất chiết khấu (r) sử dụng trong việc xác định NPV là WACC. Trong một danh mục gồm nhiều dự án, WACC chỉ áp dụng được cho tất cả các dự án khi:

Rủi ro của dự án giống nhau

Cơ cấu tài chính giống nhau

Ngoài ra, WACC chỉ thể hiện được hiệu ứng tài chính của lá chắn thuế từ lãi vay chứ không thể hiện được các hiệu ứng tài chính khác

53

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh – APV

Ý tưởng cơ bản của APV (Adjusted Net Present Value) là chia nhỏ dòng tiền, sau đó tổng hợp lại.

**APV = NPV của dự án (giả định tài trợ hoàn toàn bằng VCSH)
+ tổng hiện giá của tất cả các hiệu ứng tài chính**

Hiệu ứng tài chính có thể bao gồm:

- Lá chắn thuế từ lãi vay
- Chi phí phát hành các loại chứng khoán
- Các khoản hỗ trợ, trợ cấp tài chính

Brealey và cộng sự, 2017, tr. 508

54

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh – APV

Theo NPV, CF_t là dòng tiền tăng thêm trong năm t được tính như sau:

$$CF_t = (R_t - OC_t - D_t - I_t)(1 - t) + D_t + I_t(1 - t)$$

Trong đó,

- R_t là doanh thu năm t
- OC_t là chi phí hoạt động kinh doanh năm t
- D_t là chi phí khấu hao năm t
- I_t là chi phí lãi vay năm t
- t là thuế suất thuế TNDN

Giả định, không có chi đầu tư TSCĐ và chi đầu tư cho vốn lưu động

Eun và Resnick, 2012, tr. 462

55

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh – APV

$$CF_t = (R_t - OC_t - D_t - I_t)(1 - t) + D_t + I_t(1 - t)$$

với NI_t là lợi nhuận sau thuế $= (R_t - OC_t - D_t - I_t)(1 - t)$

$$\Rightarrow CF_t = NI_t + D_t + I_t(1 - t)$$

$$\Rightarrow CF_t = (R_t - OC_t - D_t)(1 - t) + D_t$$

với NOI_t (EBIT) là lợi nhuận hoạt động ròng $= R_t - OC_t - D_t$

$$\Rightarrow CF_t = NOI_t(1 - t) + D_t$$

với OCF_t là dòng tiền hoạt động $= R_t - OC_t$

$$\Rightarrow CF_t = (OCF_t)(1 - t) + t \cdot D_t$$

$t \cdot D_t$ là khoản tiết kiệm thuế từ khấu hao

56

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh – APV

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} - C_0$$

Với $CF_t = (OCF_t)(1-t) + t \cdot D_t$

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{OCF_t(1-t) + t \cdot D_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} - C_0$$

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{OCF_t(1-t)}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{t \cdot D_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} - C_0$$

57

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh – APV

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{OCF_t(1-t)}{(1+r)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{t \cdot D_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} - C_0$$

tương đương,

$$APV = \sum_{t=1}^n \frac{OCF_t(1-t)}{(1+r_u)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{t \cdot D_t}{(1+i)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{t \cdot I_t}{(1+i)^t} + \frac{TV_n}{(1+r_u)^n} - C_0$$

- I_t là chi phí lãi vay trong năm t
- OCF và TV được chiết khấu với suất chiết khấu là chi phí vốn cổ phần toàn bộ (r_u)
- D_t và I_t được chiết khấu với chi phí vốn vay trước thuế (i)

58

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh – APV

Quy tắc đưa ra quyết định dựa vào APV

$APV \geq 0 \Rightarrow$ chấp nhận dự án

$APV < 0 \Rightarrow$ từ chối dự án

59

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh – APV

Ví dụ 3.2

Công ty A dự định tiến hành một dự án B có thông tin về các dòng tiền như sau:

- Năm 0: -\$5.000
- Năm 1: \$1.500
- Năm 2: \$ 2.000
- Năm 3: \$ 2.500

60

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh – APV

Ví dụ 3.2. (tiếp theo)

1. Nếu toàn bộ dự án được tài trợ bởi vốn chủ sở hữu và chi phí vốn chủ sở hữu là 10% thì theo NPV, Công ty có nên thực hiện dự án không?
2. Nếu dự án được tài trợ \$2.500 từ vốn chủ sở hữu và \$2.500 từ nợ với lãi suất là 8%/năm thì theo APV, Công ty có nên thực hiện dự án không biết thuế suất thuế TNDN là 40%?

61

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh – APV

1. Tính NPV

2. Tính APV

Lá chắn thuế từ lãi vay hàng năm

APV

62

3.3. Mô hình giá trị hiện tại thuần có điều chỉnh – APV

APV được tiếp cận theo phương pháp cộng giá trị

Giá trị hiện tại điều chỉnh là giá trị cộng dồn của các dòng tiền được chiết khấu một cách độc lập với tỷ lệ chiết khấu thể hiện rủi ro tương ứng dòng tiền đó.

Mô hình APV *phù hợp* cho một công ty nội địa khi phân tích các dự án nội địa và dự án nước ngoài **theo quan điểm chi nhánh**.

Muốn sử dụng APV đánh giá dự án trên quan điểm công ty mẹ thì cần có sự điều chỉnh

63

3.4 Lập ngân sách vốn trên quan điểm công ty mẹ

3.4.1. Quan điểm công ty mẹ và công ty con

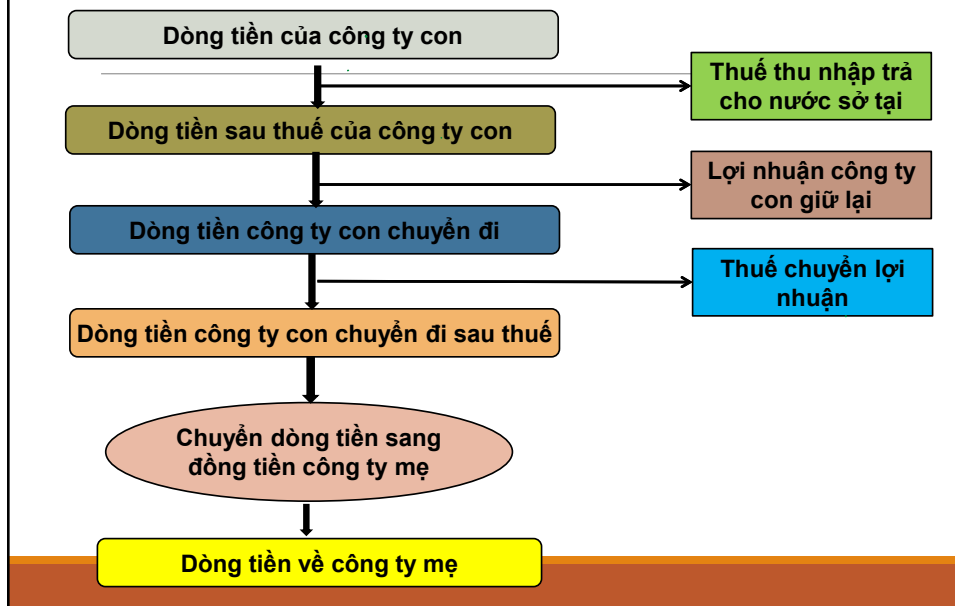
3.4.2. NPV của dự án trên quan điểm công ty mẹ

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

64

3.4.1. Quan điểm công ty mẹ và công ty con

Tiến trình chuyển lợi nhuận của công ty con về công ty mẹ



65

3.4.1. Quan điểm công ty mẹ và công ty con

Kết quả APV (hoặc NPV) của dự án tại chi nhánh và của công ty mẹ MNC có thể không giống nhau. APV (hoặc NPV) có thể > 0 theo quan điểm của chi nhánh nhưng lại < 0 theo quan điểm của công ty mẹ và ngược lại.

Nguyên nhân

- Khác biệt về thuế
- Hạn chế chuyển lợi nhuận
- Biến động của tỷ giá hối đoái

66

3.4.1. Quan điểm công ty mẹ và công ty con

Khác biệt về thuế

Lợi nhuận được chuyển từ công ty con về công ty mẹ.

Chính phủ của công ty mẹ áp một mức thuế suất cao với lợi nhuận chuyển về này.

=> Dự án có thể khả thi dưới quan điểm công ty con nhưng không khả thi dưới quan điểm của công ty mẹ

67

3.4.1. Quan điểm công ty mẹ và công ty con

Hạn chế chuyển lợi nhuận

Chính phủ của công ty con yêu cầu một tỷ lệ thu nhập của công ty con phải được giữ lại ở quốc gia đó.

Biến động của tỷ giá hối đoái

Khi thu nhập chuyển về công ty mẹ, nó được chuyển đổi từ tiền địa phương sang đồng tiền của quốc gia công ty mẹ.

68

3.4.2. NPV của dự án trên quan điểm công ty mẹ

Dữ liệu đầu vào

- | | |
|-----------------------|--------------------------|
| 1. Chi đầu tư ban đầu | 5. Nguồn vốn chuyển về |
| 2. Giá và sản lượng | 6. Tỷ giá |
| 3. Chi phí | 7. Giá trị thanh lý |
| 4. Luật thuế | 8. Suất sinh lời yêu cầu |

Madura, 2015, tr. 437-438

69

3.4.2. NPV của dự án trên quan điểm công ty mẹ

Ví dụ 3.3. Công ty Spartan (Madura, 2015)

Công ty Spartan đang cân nhắc xây dựng 1 công ty con tại Singapore để sản xuất và bán vợt tennis. Dự án dự kiến kéo dài trong 4 năm. Thông tin chi tiết về dự án như sau:

1. Vốn đầu tư ban đầu là 20 triệu SGD (S\$). Toàn bộ tiền tài trợ là từ công ty mẹ.

2. Giá và sản lượng, giá và sản lượng bán ra dự đoán như sau:

	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Giá bán 1 cái vợt	S\$350	S\$350	S\$360	S\$380
Sản lượng	60.000	60.000	100.000	100.000

70

3. Chi phí, biến phí cho mỗi cái vợt được dự tính như sau:

	Năm 1	Năm 2	Năm 3	Năm 4
Biến phí cho 1 cái vợt	S\$200	S\$200	S\$250	S\$260

Chi phí thuê mượn văn phòng là S\$ 1 triệu một năm. Chi phí cố định khác là S\$ 1 triệu một năm.

4. Thuế, Luật Singapore cho phép khấu hao ở mức S\$ 2 triệu một năm. Công ty sử dụng mức chi phí khấu hao này cho dự án. Singapore áp thuế suất thuế TNDN là 20% và thuế suất đối với các khoản lợi nhuận chuyển về công ty mẹ là 10%. Mỹ miễn thuế đối với khoản lợi nhuận được chuyển về.

71

5. Nguồn vốn chuyển về, Công ty con dự định chuyển toàn bộ dòng tiền về công ty mẹ vào cuối mỗi năm. Singapore cho phép chuyển vốn về và áp thuế suất 10% trên dòng vốn chuyển về công ty mẹ._____

6. Tỷ giá, tỷ giá giao ngay của SGD/USD 0,50. Công ty sử dụng mức tỷ giá này cho cả giai đoạn 4 năm của dự án.

7. Giá trị thanh lý, Singapore đồng ý mua lại dự án vào cuối năm 4 với giá là S\$ 12 triệu. Giả sử rằng S\$ 12 triệu này không bị đánh thuế.

8. Suất sinh lời yêu cầu của dự án là 15%.

Yêu cầu, Xác định NPV của dự án và cho biết Công ty Spartan có nên thực hiện dự án không?

72

3.4.2. NPV của dự án trên quan điểm công ty mẹ

Các yếu tố khác cần cân nhắc

1. Biến động tỷ giá
2. Lạm phát
3. Sắp xếp tài trợ
4. Vốn bị phong tỏa
5. Giá trị cuối cùng (thanh lý) không chắc chắn
6. Tác động của dự án đối với dòng tiền hiện có
7. Động cơ của chính phủ quốc gia sở tại
8. Quyền chọn thực

73

1. Biến động tỷ giá

Tình huống 1: SGD tăng giá

Giả sử tỷ giá biến động như sau, hãy xác định NPV của dự án.

(Bài tập_Excel)

Năm	0	1	2	3	4
Tỷ giá	0,5	0,54	0,57	0,61	0,65

74

Chỉ tiêu	0	1	2	3	4
Sản lượng					
Giá bán					
Doanh thu					
Chi phí BD/đơn vị					
Tổng CPBD					
Chi phí thuê					
Chi phí CĐ khác					
CPKH					
Tổng chi phí					
Lợi nhuận trước thuế					
Chi phí TTNDN (20%)					
Lợi nhuận sau thuế					
Dòng tiền ròng					

75

Tình huống 2: SGD giảm giá

Giả sử tỷ giá biến động như sau, tính NPV của dự án.

Năm	0	1	2	3	4
Tỷ giá	0,5	0,47	0,45	0,40	0,37

76

2. Lạm phát

Lạm phát ảnh hưởng đến

- Doanh thu
- Chi phí
- Dòng tiền của dự án

77

3. Sắp xếp tài trợ

Thay vì thuê văn phòng, công ty mẹ quyết định đầu tư văn phòng cho công ty con. Điều này làm tổng vốn đầu tư ban đầu tăng lên S\$30 triệu (S\$ 20 triệu ban đầu và S\$ 10 triệu đầu tư văn phòng). Với tỷ giá giao ngay là SGD/USD 0,50 tổng chi phí đầu tư ban đầu là \$15 triệu. Lúc này, giá trị thanh lý của dự án vào cuối năm 4 là S\$ 22 triệu.

Hãy tính NPV của dự án trong tình huống này.

78

4. Vốn bị phong tỏa

Singapore phong tỏa vốn đến khi dự án kết thúc. Nghĩa là công ty con chỉ được chuyển lợi nhuận về công ty mẹ vào cuối năm thứ 4. Giả sử công ty con tái đầu tư dòng tiền cuối năm 1, 2, 3 vào chứng khoán và thu được lãi suất sau thuế là 5%/ năm.

Tính NPV của dự án.

79

5. Giá trị thanh lý không chắc chắn

Giá trị thanh lý của dự án có tác động lớn đến NPV của dự án. MNC có thể ước lượng các mức giá trị thanh lý khác nhau và xác định NPV của dự án tại các mức giá trị thanh lý đó. MNC cũng có thể tính toán giá trị thanh lý hòa vốn mà ở đó NPV của dự án bằng 0.

Tính giá trị thanh lý hòa vốn của Spartan.

80

Giá trị thanh lý hòa vốn có thể được tính như sau:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} - C_0$$

$$0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} - C_0$$

$$C_0 - \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \frac{TV_n}{(1+r)^n}$$

$$\left[C_0 - \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \right] (1+r)^n = TV_n$$

81

5. Giá trị thanh lý không chắc chắn

PV của dòng tiền dành cho công ty mẹ

$TV_n =$

82

6. Tác động của dự án với dòng tiền hiện có

Giả sử trước khi xây dựng công ty con tại Singapore, Spartan đã hoạt động xuất khẩu vợt tennis sang Singapore. Hoạt động này tạo ra dòng tiền chuyển về cho công ty mẹ mỗi năm là \$1 triệu. Nếu Spartan thành lập công ty con tại Singapore, hoạt động xuất khẩu sẽ không được duy trì.

Tính NPV của dự án trong tình huống này.

83

7. Động cơ của chính phủ nước sở tại

Quốc gia sở tại có thể hỗ trợ dự án bằng một vài hình thức như:

- cho vay với lãi suất thấp (khoản vay ưu đãi),
- ưu đãi thuế,
- hoặc trợ cấp một phần tiền chi đầu tư ban đầu.

Khi hoạch định ngân sách vốn đầu tư cần phải tính đến lợi ích của các khoản hỗ trợ này.

84

8. Quyền chọn thực

Quyền chọn thực là quyền chọn đối với những tài sản thực như máy móc, nhà xưởng.

Giả sử Singapore đồng ý cho Spartan mua một số tòa nhà trong tương lai với giá ưu đãi nếu Spartan thực hiện dự án xây dựng nhà máy vợt tennis tại Singapore. Vì vậy, Spartan có quyền chọn thực để mua một số tòa nhà trong tương lai với giá ưu đãi.

85

8. Quyền chọn thực

Giá trị của quyền chọn thực phụ thuộc vào 2 yếu tố:

- Xác suất quyền chọn thực được thực hiện
- NPV đến từ việc thực hiện quyền chọn thực

86

3.4 Lập ngân sách vốn trên quan điểm công ty mẹ

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

$$APV = \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * OCF_t * (1 - t)}{(1 + r_{ud})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * D_t}{(1 + i_d)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * I_t}{(1 + i_d)^t} + \frac{\bar{S}_n * TV_n}{(1 + r_{ud})^n} - S_0 * C_0 + S_0 * RF_0 + S_0 * CL_0 - \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * LP_t}{(1 + i_d)^t}$$

87

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

APV

$$= \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * OCF_t * (1 - t)}{(1 + r_{ud})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * D_t}{(1 + i_d)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * I_t}{(1 + i_d)^t} + \frac{\bar{S}_n * TV_n}{(1 + r_{ud})^n} - S_0 * C_0 + S_0 * RF_0 + S_0 * CL_0 - \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * LP_t}{(1 + i_d)^t}$$

Hiện giá của dòng tiền thuần hoạt động kinh doanh

Hiện giá của giá trị cuối cùng

Hiện giá của lá chắn thuế từ khấu hao

Hiện giá của lá chắn thuế từ lãi vay

88

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

APV

$$= \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * OCF_t * (1 - t)}{(1 + r_{ud})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * D_t}{(1 + i_d)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * I_t}{(1 + i_d)^t}$$

$$+ \frac{\bar{S}_n * TV_n}{(1 + r_{ud})^n} - S_0 * C_0 + S_0 * RF_0 + S_0 * CL_0 - \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * LP_t}{(1 + i_d)^t}$$

Giá trị của khoản vốn đầu tư ban đầu

Giá trị của khoản vốn bị giới hạn nhưng được sử dụng để bù đắp cho chi phí đầu tư ban đầu của dự án

Giá trị của khoản vay ưu đãi

Hiện giá của các khoản thanh toán khoản vay ưu đãi

89

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

APV

$$= \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * OCF_t * (1 - t)}{(1 + r_{ud})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * D_t}{(1 + i_d)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * I_t}{(1 + i_d)^t}$$

$$+ \frac{\bar{S}_n * TV_n}{(1 + r_{ud})^n} - S_0 * C_0 + S_0 * RF_0 + S_0 * CL_0 - \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * LP_t}{(1 + i_d)^t}$$

Tỷ giá giao ngay tại năm t

Chi phí khấu hao năm t

Thuế suất thuế TNDN biên, là thuế suất lớn hơn giữa công ty mẹ và công ty con

Chi phí lãi vay năm t

Tỷ giá giao ngay tại năm cuối n

Giá trị cuối cùng tại năm cuối n

Tỷ giá giao ngay tại năm 0

90

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

APV

$$= \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * \text{OCF}_t * (1 - t)}{(1 + r_{ud})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * D_t}{(1 + i_d)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * I_t}{(1 + i_d)^t}$$

$$+ \frac{\bar{S}_n * TV_n}{(1 + r_{ud})^n} - S_0 * C_0 + S_0 * RF_0 + S_0 * CL_0 - \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * LP_t}{(1 + i_d)^t}$$

Dòng tiền hoạt động bằng ngoại tệ có khả năng chuyển về nước trong năm t

Chi phí vốn chủ sở hữu của công ty mẹ

Chi phí nợ của công ty mẹ

91

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

APV

$$= \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * \text{OCF}_t * (1 - t)}{(1 + r_{ud})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * D_t}{(1 + i_d)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * I_t}{(1 + i_d)^t}$$

$$+ \frac{\bar{S}_n * TV_n}{(1 + r_{ud})^n} - S_0 * C_0 + S_0 * RF_0 + S_0 * CL_0 - \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * LP_t}{(1 + i_d)^t}$$

Giá trị của khoản thanh toán nợ vay ưu đãi trong năm t

Giá trị của các khoản vốn tích lũy bị giới hạn tính bằng ngoại tệ

Giá trị danh nghĩa của khoản vay ưu đãi tính bằng ngoại tệ

92

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

Lưu ý

- OCF trong mô hình chỉ thể hiện phần dòng tiền được chuyển về cho công ty mẹ.
- OCF được xác định dựa vào doanh thu **tăng thêm** và chi phí hoạt động kinh doanh **tăng thêm**.

93

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

Ví dụ 3.4

Về doanh thu tăng thêm

Công ty Johnson (Mỹ) có xuất khẩu sang Anh. Johnson muốn thành lập một công ty con mới tại Anh. Việc thành lập công ty con mới tại Anh sẽ tạo ra doanh thu mới nhưng lúc này Johnson sẽ ngừng xuất khẩu sang Anh.

Trong trường hợp này, doanh thu tăng thêm được tính bằng cách lấy doanh thu tạo ra từ công ty con mới trừ cho doanh thu mất đi từ việc xuất khẩu.

94

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

Tỷ giá giao ngay năm t có thể được tính theo nguyên tắc ngang giá sức mua (PPP)

$$\bar{S}_t = S_0 * \frac{(1 + \pi_d)^t}{(1 + \pi_f)^t}$$

Trong đó,

π_d : tỷ lệ lạm phát tại quốc gia của công ty mẹ

π_f : tỷ lệ lạm phát tại quốc gia của chi nhánh

95

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

Ví dụ 3.5. Tập đoàn Startup (Eun và Resnick, 2012, tr. 468 – 472)

Tập đoàn Startup là nhà sản xuất thiết bị điện tử nhà bếp có trụ sở tại nước Mỹ. Sản phẩm chính của Startup là nồi cơm điện.

Startup chưa khai thác thị trường Châu Âu tiềm năng mà mới chỉ có hoạt động xuất khẩu sang Tây Ban Nha. Startup xuất khẩu và bán hàng thông qua một chi nhánh bán hàng tại Tây Ban Nha.

Công ty đang nghiên cứu việc xây dựng một nhà máy tại Tây Ban Nha để thực hiện việc bán hàng cho toàn bộ thị trường Châu Âu.

96

Thông tin chi tiết về dự án như sau.

1. Chi phí ban đầu để xây dựng nhà máy ước tính là €5.600.000.
2. Vòng đời của dự án ước tính là 7 năm, khấu hao đều mỗi năm.
3. Nếu Startup xây dựng nhà máy mới, giá trị lợi ích của khoản vốn bị giới hạn được giải phóng ước tính là \$180.635. (Khoản này có thể được dùng để bù đắp cho chi phí đầu tư ban đầu).
4. Trước khi thực hiện dự án, chi nhánh bán được 9.500 sản phẩm một năm, dự kiến mỗi năm tăng thêm 4%. Startup nhận được từ mỗi sản phẩm tính theo USD là \$170; sau khi trừ chi phí, số tiền ròng nhận được từ xuất khẩu 1 sản phẩm là \$40. Số tiền ròng này cũng tăng theo tỷ lệ lạm phát tại Mỹ là 2,5% mỗi năm.

97

5. Nếu nhà máy mới được xây dựng tại Tây Ban Nha, Startup sẽ không xuất khẩu nữa.
6. Nếu dự án được triển khai, sản lượng bán dự kiến là 25.500 sản phẩm trong năm 1 và các năm sau mỗi năm sẽ tăng 15%.
7. Dự kiến giá bán mỗi sản phẩm €210, chi phí sản xuất một sản phẩm €170 trong năm đầu. Giá bán và chi phí trong các năm sau sẽ điều chỉnh theo tỷ lệ lạm phát ở TBN là 2% mỗi năm.
8. Tỷ lệ lạm phát dài hạn của Mỹ dự báo là 2,5% một năm, tại TBN là 2% một năm.
9. Tây Ban Nha đồng ý cho Startup vay ưu đãi là €3.500.000 với lãi suất 4%/ năm. Theo kế hoạch trả nợ, mỗi năm ngoài tiền lãi, Startup sẽ trả một khoản nợ gốc bằng nhau trong 7 năm.

98

10. Tỷ giá hiện thời là \$1,34/€1,00
11. Lãi suất bình thường nếu vay bằng USD là 7% và bằng EUR là 6%.
12. Chi phí vốn chủ sở hữu là 11% tính theo đồng USD.
13. Giả sử quy luật ngang giá sức mua (PPP) được thỏa mãn.
14. Giá trị cuối cùng của nhà máy giả định bằng 0.
15. Thuế suất thuế TNDN tại TBN và Mỹ là 30%

Yêu cầu, Theo anh (chị), dựa trên tiêu chuẩn APV, Startup có nên thực hiện dự án xây dựng nhà máy mới tại Tây Ban Nha hay không?

99

Bước 1: Xác định chi phí vốn đầu tư ban đầu tính theo đồng USD

Bước 2: Xác định giá trị hiện tại ròng của dòng tiền hoạt động kinh doanh (OCF)

Xác định tỷ giá năm t theo PPP,

Số lượng sản phẩm sản xuất trong năm t =

100

OCF trước thuế cho mỗi sản phẩm trong năm 1

OCF trước thuế cho mỗi sản phẩm trong năm t

Số lượng sản phẩm xuất khẩu bị mất trong năm t

OCF trước thuế của một sản phẩm xuất khẩu bị mất trong năm t

101

Năm	S_t	Q	$S_t * Q * 40 * (1,02)^{t-1}$	Q_{XK} bị mất	$Q_{XK} * \$40 * (1,025)^t$	$S_t * OCF_t$	$S_t * OCF_t * (1-t) / (1+r_{ud})^t$
1							
2							
3							
4							
5							
6							
7							

102

Bước 3: Xác định giá trị hiện tại ròng của khoản tiết kiệm thuế từ khấu hao

Năm (t)	S_t	D_t	$S_t * t * D_t$	$S_t * t * D_t / (1+i_d)^t$
1	1,3466			
2	1,3532			
3	1,3598			
4	1,3665			
5	1,3732			
6	1,3799			
7	1,3867			

103

Bước 4: Tính toán giá trị hiện tại của lợi ích từ khoản vay ưu đãi

Năm (t)	S_t	Tiền thanh toán nợ gốc vay	Tiền thanh toán lãi vay	$S_t * LP_t$	$S_t * LP_t / (1+i_d)^t$
1	1,3466				
2	1,3532				
3	1,3598				
4	1,3665				
5	1,3732				
6	1,3799				
7	1,3867				

104

Bước 4: Tính toán giá trị hiện tại của lợi ích từ khoản vay ưu đãi

Giá trị hiện tại của lợi ích từ khoản vay ưu đãi =

$$S_0 * CL_0 - \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * LP_t}{(1 + i_d)^t}$$

105

Bước 5: Xác định giá trị hiện tại của lá chắn thuế từ lãi vay

Năm (t)	S_t	I_t	$S_t * t * I_t$	$S_t * t * I_t / (1 + i_d)^t$
1	1,3466			
2	1,3532			
3	1,3598			
4	1,3665			
5	1,3732			
6	1,3799			
7	1,3867			

106

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

Bước 6: Tính toán giá trị hiện tại điều chỉnh (APV) của nhà máy

APV =

107

3.4.3. Mô hình APV của Donald Lessard (1985)

$$APV = \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * OCF_t * (1 - t)}{(1 + r_{ud})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * D_t}{(1 + i_d)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * t * I_t}{(1 + i_d)^t} + \frac{\bar{S}_n * TV_n}{(1 + r_{ud})^n}$$

$$- S_0 * C_0 + S_0 * RF_0 + S_0 * CL_0 - \sum_{t=1}^n \frac{\bar{S}_t * LP_t}{(1 + i_d)^t}$$

108

3.5. Điều chỉnh rủi ro trong lập ngân sách vốn

- Mô hình APV phù hợp với việc phân tích một dự án có mức rủi ro trung bình giống như công ty mẹ.
- Trong trường hợp rủi ro của dự án khác với rủi ro của công ty mẹ, cần điều chỉnh suất chiết khấu cho phù hợp (điều chỉnh r_{ud}).

109

3.5. Điều chỉnh rủi ro trong lập ngân sách vốn

Phân tích độ nhạy (Sensitivity Analysis)

Sử dụng các ước lượng khác nhau cho tỷ lệ lạm phát kỳ vọng, chi phí và giá bán và các dữ liệu đầu vào khác để xem xét sự thay đổi trong kết quả ước tính và hiểu rõ hơn về dự án

110