



# Vì sao lãi vay không được tính vào dòng tiền chi của dự án đầu tư ?

ĐINH NGỌC TRƯỜNG  
NGÂN HÀNG VIỆT NAM THƯƠNG TÍN

**L**ãi vay là một khoản tiền mà doanh nghiệp phải chi ra hàng kỳ để trả cho nhà cho vay. Tuy nhiên, theo quan điểm tổng đầu tư (Total investment point of view – TIPV) thì lãi vay không được tính vào dòng tiền chi của dự án. Việc lãi vay không được coi là dòng tiền chi của dự án theo TIPV được lý giải bởi những lý do là:

**Thứ nhất:** Để quyết định đầu tư của doanh nghiệp độc lập với quyết định tài trợ của nhà cho vay thì ta không nên đưa lãi vay vào dòng tiền chi của dự án đầu tư. Điều này được lý giải như sau:

Dòng tiền không trừ lãi vay của dự án có thể được viết tóm tắt bằng công thức sau:

Dòng tiền (CF) của dự án = Dòng tiền vào từ kinh doanh, đầu tư – Dòng tiền ra từ sản xuất kinh doanh & đầu tư (không bao gồm lãi vay) – Thuế (1).

Dòng tiền (1) là dòng tiền theo TIPV.

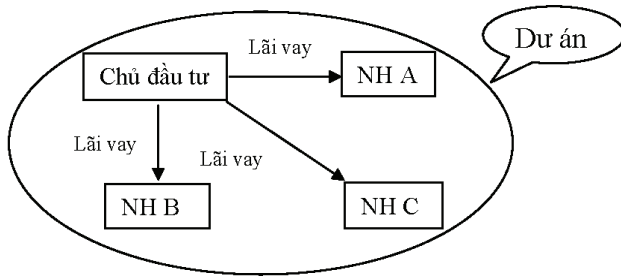
Nếu dòng tiền ra bao gồm cả lãi vay thì (1) được viết lại như sau:

Dòng tiền của dự án = (1) – Lãi vay (2).

Nhìn vào công thức (2) ở trên ta thấy, nếu tính lãi vay vào dòng tiền chi của dự án thì CF phụ thuộc vào lãi vay. Như vậy, nếu doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao (vay nợ nhiều) thì lãi vay sẽ cao, dẫn đến làm cho CF giảm, từ đó ảnh hưởng đến hiệu quả của dự án (hiệu quả dự án sẽ tăng lên hoặc giảm xuống tùy thuộc vào mức vay nợ). Kết quả là sẽ làm ảnh hưởng đến quyết định tài trợ vốn của ngân hàng. Do đó, để kết quả thẩm định dự án và quyết định có tài trợ dự án hay không một cách độc lập và khách quan với quyết định đầu tư của

doanh nghiệp thì khi thẩm định dự án, ngân hàng sẽ loại bỏ tác động của đòn bẩy tài chính đến kết quả thẩm định hiệu quả dự án bằng cách không tính lãi vay vào dòng tiền chi của dự án, tức là sẽ lấy dòng tiền theo công thức (1).

**Thứ hai:** TIPV là quan điểm thẩm định hiệu quả dự án đứng trên góc độ tổng thể của dự án, không xem xét hiệu quả dự án được tài trợ từ các nguồn vốn riêng lẻ hay không phân biệt tài sản của dự án được tài trợ từ vốn vay hay vốn sở hữu (đây là quan điểm của một nhóm Giáo sư Trường Đại học Harvard – Hoa kỳ và được nhiều người thừa nhận). Nói cách khác TIPV xem dự án được tài trợ từ nhiều chủ thể khác nhau (các nhà cho vay, các chủ đầu tư, bên cho thuê, nhà cung cấp, nhà bao tiêu, ...). Các chủ thể này tham gia vào dự án bằng nhiều hình thức, có thể là góp vốn, có thể là cho vay vốn, cho thuê vốn, hỗ trợ về công nghệ, hỗ trợ về đầu vào, bảo đảm về đầu ra cho dự án, ... Qua đó, mỗi chủ thể cũng nhận về mình một phần lợi ích từ dự án tương ứng với mức độ tham gia vào dự án, đồng thời cùng gánh trách nhiệm vào dự án TIPV xem dự án là một tổng thể được tài trợ từ nhiều chủ thể mà các chủ thể này lại cùng nằm trong dự án nên khi chủ đầu tư trả lãi vay cho các nhà cho vay thì lãi vay chỉ chuyển từ túi của chủ thể này sang túi của chủ thể khác chứ không chạy ra khỏi dự án. **Do vậy, sự chuyển giao lãi vay từ chủ thể này sang chủ thể khác chỉ là sự phân chia (phân phối) lợi ích của dự án giữa các chủ thể tham gia vào dự án mà thôi.** Điều này được minh họa qua sơ đồ sau:



Qua sơ đồ trên ta thấy, nếu dự án được tài trợ bởi bốn chủ thể là chủ đầu tư, Ngân hàng A, Ngân hàng B, Ngân hàng C thì lãi vay chỉ chuyển từ túi của chủ đầu tư sang túi của các ngân hàng A, B, C chứ không chạy ra khỏi dự án. Trong đó, chủ đầu tư tham gia vào dự án dưới hình thức bỏ vốn sở hữu và làm chủ đầu tư dự án, các ngân hàng tham gia dự án dưới hình thức cho chủ đầu tư vay để cùng thực hiện dự án. Lợi ích của dự án được phân phối cho các chủ thể dưới hình thức lãi vay và lợi nhuận của dự án. Trong đó, các ngân hàng nhận lợi ích dưới dạng tiền lãi còn chủ đầu tư nhận lợi ích dưới dạng là lợi nhuận của dự án.

**Thứ ba:** Lãi vay đã được tính vào suất chiết khấu của dự án nên ta không trừ lãi vay ra để tránh việc trừ lãi vay tới hai lần. Điều này được minh họa qua ví dụ sau:

Một dự án đầu tư có các thông tin sau:

- Tổng vốn đầu tư: 160.
- Vay: 120 (75%), lãi suất là 10%/năm.
- Vốn chủ sở hữu: 40 (25%), suất sinh lời đòi hỏi là 20%/năm.

Dòng tiền chưa trừ lãi vay của dự án như sau:

Năm	0	1	2
CF	-160	67,5	151,875

Suất chiết khấu (WACC) là:  $10\% \cdot 75\% + 20\% \cdot 25\% = 12,5\%/năm$ .

NPV	=	-160	+	$\frac{67,5}{(1+12,5\%)^1}$	+	$\frac{151,875}{(1+12,5\%)^2}$	=	20.
-----	---	------	---	-----------------------------	---	--------------------------------	---	-----

Ta biết rằng, các bên tham gia bỏ vốn vào dự án sẽ nhận về cho mình một phần lợi ích tương ứng từ dòng tiền sinh ra từ dự án. Cụ thể, khi nhà cho vay bỏ vốn tài trợ cho dự án thì ngoài việc được hoàn lại vốn gốc còn được hưởng một khoản tiền lãi từ dòng tiền của dự án. Đối với chủ đầu tư khi bỏ vốn thực hiện dự án thì ngoài việc được hoàn lại vốn đã đầu tư và chi phí vốn còn thu được một khoản tiền thu nhập từ dự án, số tiền này chính là NPV của dự án.

Do vậy, các khoản nợ gốc, chi phí lãi vay ngân hàng, vốn đầu tư của chủ sở hữu, chi phí vốn chủ sở hữu và tiền lời sinh ra từ dự án sẽ được hoàn trả từ dòng tiền của dự án. Như vậy, lịch hoàn trả các khoản trên phụ thuộc vào dòng tiền được tạo ra từ

dự án nên ta có lịch hoàn trả như sau:

Năm	0	1	2
Vốn đầu tư đầu kỳ		160	112,5
Trả chi phí vốn cho NH và CSH		20,0	14,0625
Hoàn vốn gốc cho NH và CSH		47,50	112,5
Vốn đầu tư cuối kỳ	160	112,50	0

Dòng tiền năm 1 là 67,5. Trong đó, trả chi phí lãi vay và chi phí vốn chủ sở hữu là 20, còn lại 47,5 được dùng để trả nợ gốc và hoàn lại vốn cho chủ đầu tư. Tương tự, dòng tiền năm 2 là 151,875 được dùng để trả lãi vay và chi phí vốn chủ sở hữu là 14,0625, trả nợ gốc và hoàn lại vốn cho chủ đầu tư là 112,5 và còn dư lại là 25,3125 ( $151,875 - 14,0625 - 112,5$ ).

Hiện giá của dòng tiền còn dư lại trong năm 2 là:

$$\frac{25,3125}{(1+12,5\%)^2} = 20.$$

Ta thấy, hiện giá của dòng tiền năm 2 đúng bằng NPV của dự án. Điều này có nghĩa là dòng tiền sinh ra từ dự án được phân phối cho các bên tham gia vào dự án là nhà cho vay và chủ đầu tư. Trong đó, trước tiên phải hoàn lại vốn và lãi cho nhà cho vay, sau đó mới hoàn lại vốn đầu tư và chi phí vốn chủ sở hữu cho chủ đầu tư. Phần thặng dư sau khi đã hoàn lại vốn và chi phí vốn cho nhà cho vay và chủ đầu tư là phần lợi nhuận mà chủ đầu tư được hưởng từ việc thực hiện dự án. Đây cũng chính là NPV của dự án – là chỉ tiêu quan trọng hàng đầu khi xem xét để đưa ra quyết định đầu tư.

Từ những phân tích trên cho thấy, lãi vay đã được trừ ra khỏi dòng tiền khi hoàn lại vốn và chi phí vốn cho nhà cho vay và chủ đầu tư. Nói cách khác, lãi vay đã được tính vào suất chiết khấu của dự án vì vậy nếu ta trừ lãi vay ra khỏi dòng tiền của dự án thì lãi vay sẽ bị trừ tới hai lần. Hơn nữa, nếu trừ lãi vay khỏi dòng tiền của dự án thì hiện giá của dòng tiền còn dư ở năm 2 sẽ không bằng với NPV của dự án..

Tóm lại, trong thẩm định hiệu quả tài chính dự án đầu tư ta cần lưu ý không đưa lãi vay vào dòng tiền chi của dự án để tránh dẫn đến kết quả thẩm định bị sai lệch và làm cho việc ra quyết định đầu tư có thể bị sai lầm ■

**Tài liệu tham khảo**

- 1) Bài giảng Tài trợ dự án – NCS. Phạm Phú Quốc.
- 2) Tài liệu thẩm định dự án đầu tư – BIDV.
- 3) Tài chính doanh nghiệp hiện đại – GS.TS. Trần Ngọc Thơ.
- 4) Quản trị tài chính doanh nghiệp – Nguyễn Hải Sản.
- 5) Tài chính công ty – TS. Nguyễn Minh Kiều.