

BÀN VỀ VỐN LƯU ĐỘNG TRONG THẨM ĐỊNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ

ThS. Nguyễn Hoàng Vinh Lộc
Trường ĐH Ngân hàng TP.HCM

Tóm tắt: Bài viết làm rõ sự khác nhau giữa vốn lưu động (VLD) ban đầu và VLD trong giai đoạn hoạt động của dự án. Việc ước tính không đúng khoản mục thay đổi VLD ở năm hoạt động thứ nhất của dự án dẫn đến đánh giá không đúng khả năng trả nợ của dự án ở năm này cũng như kết luận không đúng về hiệu quả tài chính của dự án đầu tư.

Từ khóa: Vốn lưu động, thẩm định dự án, dự án đầu tư.

Đặt vấn đề

VLD là một chủ đề khá quen thuộc với không ít các nhà nghiên cứu, các nhà kinh doanh và tương chừng như không còn vấn đề gì để bàn về nó. Tuy nhiên, trong hoạt động thẩm định dự án đầu tư, có không ít người thật sự không hiểu rõ ràng về VLD đã dẫn đến những đánh giá không chính xác về khả năng trả nợ cũng như tính khả thi về hiệu quả tài chính của một dự án đầu tư. Bài viết này bàn về chủ đề này như một tổng kết từ quá trình nghiên cứu nhằm giúp các nhà thẩm định có được những hiểu biết rõ ràng hơn về VLD của một dự án, từ đó giúp cho họ đưa ra được những đánh giá chính xác hơn về khả năng trả nợ cũng như là tính khả thi về hiệu quả tài chính của một dự án.

Bài viết này trình bày những vấn đề sau: (i) Nhắc lại những khái niệm hay định nghĩa còn khác nhau về VLD của một công ty hay một dự án để người đọc có thể phân biệt được sự khác nhau về các định nghĩa hay khái niệm này; (ii) VLD ban đầu và VLD trong giai đoạn hoạt động của dự án khác nhau như thế nào; (iii) Tại sao cần phải dự toán nhu cầu VLD trong giai đoạn hoạt động của một dự án.

Những định nghĩa khác nhau về vốn lưu động

Cho đến nay đã và đang tồn tại nhiều định nghĩa khác nhau về VLD.

Định nghĩa thứ nhất: “VLD là biểu hiện bằng tiền của toàn bộ tài sản lưu động (TSLĐ) của doanh nghiệp” (Học viện Tài chính, 2008)¹. Nói cách khác VLD chính là giá trị của TSLĐ tại mỗi thời điểm của một doanh nghiệp. Định nghĩa này được chấp nhận và sử dụng khá phổ biến hiện nay ở Việt Nam trong hoạt động cho vay ngắn hạn của các ngân hàng thông qua sản phẩm “Cho vay bổ sung VLD” theo phương thức hạn mức tín dụng (HMTD).

Định nghĩa thứ hai: “VLD là nguồn vốn huy động để tài trợ cho tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp”. VLD được xác định theo công thức sau:

VLD = Tài sản ngắn hạn – Các khoản phải trả ngắn hạn” (Ngô Kim Phượng và các tác giả, 2010).

Định nghĩa thứ ba: “VLD được định nghĩa như là tài sản ngắn hạn trừ nợ ngắn hạn” (Trần Ngọc Thơ, 2005). Định nghĩa này được sử dụng để cho thấy một doanh nghiệp đã

¹ Được trích dẫn tại <http://www.saga.vn/Taichinh/Ketoan-Kiemtoan/Ketoantaichinh/4640.saga>.

sử dụng bao nhiêu nguồn vốn dài hạn để tài trợ cho tài sản ngắn hạn của doanh nghiệp. Nói cách khác VLD trong trường hợp này còn được gọi là VLD ròng.

Thực tế đang tồn tại nhiều cách hiểu khác nhau về VLD, do đó những người sử dụng phải hết sức cẩn thận và cần phân biệt được sự khác nhau giữa các định nghĩa này để việc sử dụng và tính toán nó không gây ra những sự nhầm lẫn không đáng có. Trong hoạt động thẩm định dự án, thuật ngữ VLD cũng có thể được sử dụng theo một trong ba định nghĩa nói trên tùy theo tình huống mà người thẩm định sử dụng nó.

Vốn lưu động ban đầu và vốn lưu động trong giai đoạn hoạt động của dự án

Như đã nói trên, trước khi đưa dự án vào giai đoạn hoạt động, dự án cần được cung cấp một lượng VLD ban đầu. Lượng VLD ban đầu này thông thường được thể hiện dưới hình thái là một lượng tiền ban đầu mà chủ đầu tư cần phải bỏ ra cho quá trình sản xuất thử, mua sắm nguyên nhiên vật liệu, công cụ dụng cụ... trước khi đưa dự án vào giai đoạn vận hành chính thức. Ngoài ra lượng VLD ban đầu này cũng được sử dụng để trang trải chi phí hoạt động, phần còn lại là tiền mặt tồn quỹ và tiền gửi thanh toán để chủ đầu tư sử dụng chi trả hay thanh toán các khoản nợ trong giai đoạn hoạt động.

VLD ban đầu là một hạng mục được xác định và được ghi vào tổng mức đầu tư (TMĐT) của dự án và đã được nêu rõ trong các văn bản pháp quy do Chính phủ quy định và hướng dẫn về hoạt động đầu tư và xây dựng tại Việt Nam. Cụ thể tại Điều 25 Khoản 1 Nghị định 52/1999/NĐ-CP ngày 08/7/1999 của Chính phủ về việc ban hành “Quy chế quản lý đầu tư và xây dựng” đã chỉ rõ: “TMĐT bao gồm những chi phí cho việc chuẩn bị đầu tư, chi phí chuẩn bị thực hiện đầu tư, chi phí thực hiện đầu tư và xây dựng, chi phí chuẩn bị sản xuất, lãi vay ngân hàng của chủ đầu tư

trong thời gian thực hiện đầu tư, VLD ban đầu cho sản xuất (đối với dự án sản xuất), chi phí bảo hiểm, chi phí dự phòng”. Mặt khác, tại Điều 4 Khoản 3 Tiết 3.6 Thông tư 04/2010/TT-BXD ngày 26/5/2010 của Bộ Xây dựng hướng dẫn lập và quản lý chi phí đầu tư xây dựng công trình đối với hạng mục chi phí khác trong TMĐT của dự án cũng đã nêu cụ thể từng khoản mục chi phí, trong đó có “VLD ban đầu đối với các dự án đầu tư xây dựng nhằm mục đích kinh doanh”. Tuy nhiên hiện vẫn chưa có văn bản chính thức nào từ phía các cơ quan có thẩm quyền của Chính phủ hướng dẫn một cách chi tiết về phương pháp xác định VLD ban đầu của dự án.

Trong thực tế, để xác định nhu cầu VLD ban đầu cần thiết cho dự án, các nhà tư vấn lập dự án thường dựa vào số ngày luân chuyển bình quân của các hạng mục VLD ở năm hoạt động đầu tiên của dự án để dự toán. Theo phương pháp này, nhu cầu VLD ban đầu cho dự án được xác định theo định nghĩa thứ hai:

Nhu cầu VLD ban đầu = Nhu cầu dự trữ tiền bình quân + Các khoản phải thu bình quân + Hàng tồn kho bình quân - Các khoản phải trả bình quân

Trong đó: Nhu cầu tiền dự trữ bình quân = Doanh thu (thuần) / 365 * Số ngày dự trữ tiền bình quân; Các khoản phải thu bình quân = Doanh thu (thuần) / 365 * Số ngày phải thu bình quân; Hàng tồn kho bình quân = Giá vốn hàng bán / 365 * Số ngày tồn kho bình quân; Các khoản phải trả bình quân = Doanh số mua hàng / 365 * Số ngày phải trả bình quân.

Doanh thu (thuần) và giá vốn hàng bán được xác định căn cứ vào doanh thu (thuần) và giá vốn hàng bán ở năm hoạt động thứ nhất của dự án trong khi số ngày dự trữ tiền bình quân, số ngày phải thu bình quân, số ngày tồn kho bình quân và số ngày phải trả bình quân được xác định căn cứ vào số liệu thống kê hoặc điều tra thực tế các dự án tương tự trong cùng ngành. Sau đây là ví dụ về việc xác định nhu cầu VLD ban đầu của một dự án:

Giả sử ở năm hoạt động thứ nhất dự báo cho thấy doanh thu (thuần) của dự án khoảng 730 tỷ đồng và giá vốn hàng bán khoảng 438 tỷ đồng. Mặt khác các số liệu thống kê cho thấy: Số ngày dự trữ tiền bình quân: 15 ngày; Số ngày phải thu bình quân: 30 ngày; Số ngày tồn kho bình quân: 10 ngày; Số ngày phải trả bình quân: 30 ngày.

Nhu cầu VLD trong trường hợp này xác định được trong Bảng 1.

nhu cầu VLD ban đầu là 66 tỷ đồng trong dòng tiền chi ra cho đầu tư ban đầu sẽ là sai lầm và có thể dẫn đến việc đánh giá không đúng về tính khả thi (tài chính) của dự án. Sở dĩ người thẩm định chỉ được tính phần VLD ban đầu được tài trợ bằng nguồn VCSH của chủ đầu tư vào dòng tiền chi ra cho đầu tư ban đầu là xuất phát từ những lý do sau:

Một là, khi tính dự toán dòng tiền của dự án theo phương pháp trực tiếp thì về mặt

Bảng 1: Nhu cầu VLD ban đầu của một dự án xác định dựa theo số ngày luân chuyển bình quân

Đơn vị: tỷ đồng

STT	Khoản mục	Giá trị
1	Nhu cầu tiền dự trữ bình quân	30
2	Các khoản phải thu bình quân	60
3	Hàng tồn kho bình quân	12
4	Các khoản phải trả bình quân	36
5	Nhu cầu VLD ban đầu	66

Cùng với việc xác định nhu cầu VLD ban đầu cho dự án, các nhà tư vấn lập dự án cũng đồng thời xác định cơ cấu nguồn vốn huy động để tài trợ cho nó. Thông thường nhu cầu VLD ban đầu của dự án được dự tính huy động từ hai nguồn là nguồn vốn vay và nguồn vốn chủ sở hữu (VCSH) tham gia vào dự án của chủ đầu tư. Tuy nhiên, các nhà thẩm định tài chính dự án cũng cần phải hết sức cẩn trọng khi phản ánh VLD ban đầu trong dòng tiền chi ra cho đầu tư ban đầu của dự án. Cụ thể, người thẩm định chỉ được tính vào dòng tiền chi ra cho đầu tư ban đầu của dự án đối với phần VLD ban đầu thuộc nguồn VCSH tham gia của chủ đầu tư, chứ không được tính hết toàn bộ nhu cầu VLD ban đầu trong TMĐT của dự án. Chẳng hạn như với ví dụ trên, giả sử tỷ lệ nguồn VCSH tham gia vào VLD ban đầu của dự án là 30% thì người thẩm định chỉ được tính vào chi phí đầu tư ban đầu là 19,8 tỷ đồng. Nếu người thẩm định tính hết toàn bộ

nguyên tắc, chỉ được tính vào dòng tiền ra những khoản tiền nào thực sự chi ra ngoại trừ chi phí cơ hội, chi phí chìm và những tác động gián tiếp do dự án tạo ra. Do đó không thể tính toàn bộ nhu cầu VLD ban đầu của dự án trong dòng tiền chi ra cho đầu tư ban đầu vì nó có một phần vốn vay từ ngân hàng, và do nó chưa “thật sự” phát sinh nên trong thực tế các ngân hàng chưa thể giải ngân phần vốn vay này cho chủ đầu tư được. Trong thực tế các ngân hàng có thể (chứ không phải là luôn luôn hay bắt buộc) cam kết cho vay ngắn hạn bổ sung nhu cầu VLD cho dự án khi dự án đã đi vào hoạt động chính thức thông qua phương thức cho vay theo HMTD.

Hai là, khi dự án chấm dứt hoạt động hoặc được thanh lý, VLD ban đầu phải được thu hồi lại. Khi đó chủ đầu tư chỉ có thể thu hồi lại phần VLD ban đầu nào mà họ đã bỏ ra ban đầu chứ không thể thu hồi lại phần

VLĐ được tài trợ bằng nguồn vốn vay ngân hàng. Dư nợ vay ngắn hạn thông qua phương thức cấp HMTD sẽ được hoàn trả cho ngân hàng toàn bộ trước khi dự án chấm dứt hoạt động. Đây là một nguyên tắc nhất quán khi dự toán dòng tiền mà những người tư vấn lập hay thẩm định dự án cần phải tuân thủ.

Ba là, khi dự toán dòng tiền theo quan điểm VSCH (EPV²), người dự toán sẽ lấy tổng vốn đầu tư (TIPV) trừ đi phần vốn vay ngân hàng để xác định phần VCSH của chủ đầu tư tham gia vào dự án. Nếu như toàn bộ nhu cầu VLĐ ban đầu được tính vào dòng tiền chi ra cho đầu tư ban đầu trong khi ngân hàng cho vay chưa giải ngân cho chủ đầu tư thì toàn bộ VLĐ ban đầu sẽ được ghi nhận là phần VCSH mà chủ đầu tư phải chi ra. Điều này rõ ràng là không đúng với thực tế vì VCSH tham gia chỉ có 30% VLĐ ban đầu của dự án mà thôi. Ngay cả khi, mặc dù theo dự kiến VLĐ ban đầu mà chủ đầu tư tham gia là 30%, nhưng nếu qua thẩm định cho thấy khả năng chủ đầu tư không thể huy động đủ phần vốn này trước khi dự án đi vào hoạt động, thì người thẩm định cũng chỉ tính vào dòng tiền chi ra cho đầu tư ban đầu của dự án khi dự toán dòng tiền (TIPV³) đối với phần VLĐ ban đầu do chủ đầu tư bỏ ra theo khả năng của họ.

Ngoài việc xác định nhu cầu VLĐ ban đầu của dự án, các nhà tư vấn lập dự án cũng cần phải xác định nhu cầu VLĐ hàng năm trong giai đoạn hoạt động của dự án khi dự toán dòng tiền hoạt động. Tuy nhiên, VLĐ trong giai đoạn hoạt động của dự án khác hoàn toàn với VLĐ ban đầu nói trên. Nếu như VLĐ ban đầu khi dự toán dòng tiền chi ra cho đầu tư ban đầu chỉ tính phần VLĐ ban đầu thuộc nguồn VCSH tham gia thì VLĐ trong giai đoạn hoạt động của dự án khi dự toán dòng

tiền hoạt động (theo phương pháp gián tiếp) được xác định như sau:

$VLĐ = \text{Nhu cầu dự trữ tiền tối thiểu}^4 + \text{Các khoản phải thu bình quân} + \text{Hàng tồn kho (Nguyên vật liệu (NVL) và thành phẩm)} - \text{Các khoản phải trả bình quân (4)}$

Trong đó: Nhu cầu tiền dự trữ tiền tối thiểu = Tỷ lệ % tiền tối thiểu * Doanh thu (thuần); Các khoản phải thu bình quân = Doanh thu (thuần)/365 * Số ngày phải thu bình quân; NVL tồn kho bình quân = Chi phí NVL/365 * Số ngày tồn kho NLV bình quân; Thành phẩm tồn kho bình quân = Trị giá thành phẩm tồn kho (chưa tính khấu hao); Các khoản phải trả bình quân = Doanh số mua hàng/365 * Số ngày phải trả bình quân.

Chẳng hạn như một dự án trong ba năm hoạt động đầu tiên có các số liệu dự toán được trong Bảng 2.

Từ các thông số trong Bảng 2 chúng ta dự toán được nhu cầu VLĐ hàng năm trong giai đoạn hoạt động của dự án trong Bảng 3.

Từ phương pháp dự toán nhu cầu VLĐ ban đầu và VLĐ trong giai đoạn hoạt động của dự án nói trên, chúng ta nhận thấy rằng, không thể đồng nhất về mặt ý nghĩa hai khoản mục này khi dự toán dòng tiền (TIPV) của dự án (lập theo phương pháp gián tiếp). Lý do là:

Thứ nhất, các thành phần của VLĐ ban đầu (Bảng 1) và VLĐ trong giai đoạn hoạt động của dự án (Bảng 3) không giống nhau hoàn toàn. Cụ thể là, hạng mục tiền dự trữ bình quân trong Bảng 1 là lượng tiền ước tính duy trì bình quân trong năm hoạt động đầu tiên của dự án (30 tỷ đồng), trong khi đó, nhu cầu VLĐ

² EPV (Equity Point of View): Quan điểm VCSH

³ TIPV (Total Point of View): Quan điểm Tổng vốn đầu tư

⁴ Cần lưu ý rằng công thức (4) được tính theo định nghĩa thứ hai nói trên nhưng nhu cầu dự trữ tiền trong công thức này chỉ là nhu cầu dự trữ tiền tối thiểu chứ không phải nhu cầu dự trữ tiền bình quân và trị giá thành phẩm tồn kho được tính dựa trên giá thành chưa bao gồm khấu hao

Bảng 2: Thông số dự báo nhu cầu VLD trong giai đoạn hoạt động của một dự án

STT	Năm	1	2	3
1	Doanh thu thuần (tỷ đồng)	730,0	876,00	1.051,200
2	Giá vốn hàng bán (tỷ đồng)	438,0	525,60	630,720
3	Chi phí NVL (tỷ đồng)	292,0	350,40	420,480
4	Tỷ lệ tiền tối thiểu số doanh thu (thuần) (%)	0,5	0,5	0,5
5	Số ngày phải thu bình quân (ngày)	30	30	30
6	Số ngày tồn kho NVL bình quân (ngày)	7	7	7
7	Số ngày phải trả bình quân (ngày)	30	30	30
	Trị giá thành phẩm tồn kho cuối kỳ (chưa tính khấu hao) (tỷ đồng)	6,4	7,68	9,216

Bảng 3: Dự toán nhu cầu VLD hàng năm trong giai đoạn hoạt động của dự án

Đơn vị: tỷ đồng

STT	Năm	1	2	3
1	Tiền tối thiểu	3,65	4,38	5,256
2	Các khoản phải thu	60,00	72,00	86,400
3	NVL tồn kho	5,60	6,72	8,064
4	Thành phẩm tồn kho	6,40	7,68	9,216
5	Các khoản phải trả	36,00	43,20	51,840
6	VLD	39,65	47,58	57,096

trong giai đoạn hoạt động chỉ tính nhu cầu dự trữ tiền tối thiểu trong giai đoạn hoạt động của dự án mà thôi (nhu cầu tiền tối thiểu ở năm hoạt động thứ nhất chỉ cần 3,65 tỷ đồng).

Thứ hai, về phương pháp dự toán, hạng mục hàng tồn kho (bao gồm NVL và thành phẩm) khi dự toán VLD ban đầu có thể dự toán theo giá vốn hàng bán, trong khi đó, để dự toán hạng mục hàng tồn kho của VLD giai đoạn hoạt động, chúng ta không thể dự toán dựa trên giá vốn hàng bán được mà phải dự toán riêng cho từng hạng mục. Cụ thể là, dự toán nhu cầu NVL tồn kho dựa trên nhu cầu sử dụng NVL bình quân ngày nhân với số ngày tồn kho NVL bình quân, còn thành phẩm tồn kho thì dựa trên nhu cầu tồn kho bình quân nhân với sản lượng sản xuất hoàn thành nhưng cũng chỉ tính theo giá thành chưa bao gồm khấu hao nhà xưởng và máy móc thiết bị.

Thứ ba, như đã nói trên, khi dự toán dòng tiền (TIPV), chúng ta chỉ tính phần VLD ban đầu do chủ đầu tư thực sự tham gia vào dự án, trong khi đó các hạng mục của VLD trong giai đoạn hoạt động của dự án lại được dự toán bao gồm rất nhiều hạng mục khác nhau như: tiền tối thiểu, các khoản phải thu, hàng tồn kho (phân thành NVL và thành phẩm chưa tính khấu hao) và các khoản phải trả. Thật ra đây là các hạng mục cần phải điều chỉnh khi chúng ta dự toán dòng tiền hoạt động của dự án theo phương pháp trực tiếp và chúng được tập hợp lại thành một hạng mục gọi là VLD trong giai đoạn hoạt động của dự án lập theo phương pháp gián tiếp. Cụ thể là theo phương pháp trực tiếp, dòng tiền hoạt động (có lá chắn thuế) của dự án được tính như sau:

Dòng tiền hoạt động = Dòng tiền vào – Dòng tiền ra

Trong đó: Dòng tiền vào = Doanh thu – Thay đổi các khoản phải thu; Dòng tiền ra = Doanh số mua NVL⁵ + Nhân công + Chi phí sản xuất chung (bằng tiền) + Chi phí quản lý và bán hàng (bằng tiền) + Thuế thu nhập + Thay đổi tiền tối thiểu - Thay đổi các khoản phải trả.
= Giá vốn hàng bán (chưa tính khấu hao) + Thay đổi tồn kho (NVL và thành phẩm) + Chi phí quản lý và bán hàng (bằng tiền) + Thuế thu nhập + Thay đổi tiền tối thiểu – Thay đổi các khoản phải trả.

Từ phương pháp trực tiếp, chúng ta có thể chứng minh để suy ra phương pháp gián tiếp để lập dự toán dòng tiền hoạt động như sau:

Dòng tiền hoạt động = Thu nhập sau thuế (có lá chắn thuế) + Khấu hao và các khoản chi phí không bằng tiền + Lãi vay – Thay đổi VLD

Trong đó: Thay đổi VLD = Thay đổi tiền tối thiểu + Thay đổi các khoản phải thu + Thay đổi hàng tồn kho – Thay đổi các khoản phải trả.

Chúng ta sẽ thấy rõ hơn sự khác nhau giữa VLD ban đầu và VLD trong giai đoạn hoạt động bằng việc theo dõi tiếp các số liệu trong bảng dự toán kết quả kinh doanh năm hoạt động thứ nhất của dự án.

Từ các số liệu của Bảng 3 và Bảng 4 trên đây, chúng ta sẽ dự toán được dòng tiền hoạt động năm thứ nhất của dự án theo phương pháp trực tiếp và gián tiếp (Bảng 5, Bảng 6).

Từ ví dụ về việc dự toán dòng tiền hoạt động năm thứ nhất ở Bảng 5 và Bảng 6 cho thấy, hạng mục thay đổi VLD trong phương pháp gián tiếp thật ra chỉ là tập hợp từ các hạng mục VLD trong phương pháp trực tiếp (bao gồm thay đổi tiền tối thiểu, các khoản phải thu, hàng tồn kho và các khoản phải trả). Nó khác với các thành phần của VLD ban đầu ở Bảng 1. Cho nên nếu người thẩm định không hiểu rõ về sự khác nhau giữa VLD ban đầu và VLD trong giai đoạn hoạt động của dự án khi dự toán dòng tiền (TIPV) sẽ dẫn đến sự nhầm lẫn đáng tiếc khi tính khoản mục thay đổi VLD tại năm hoạt động đầu tiên của dự án lập theo phương pháp gián tiếp. Chẳng hạn như với ví dụ trên, nếu chúng ta cho rằng, ban đầu chủ đầu tư đã bỏ ra 19,8 tỷ đồng (30% nhu cầu VLD ban đầu), trong khi nhu cầu VLD ở năm hoạt động thứ nhất chỉ có 39,65 tỷ đồng, tức chỉ cần tăng thêm VLD là 19,85 tỷ đồng, dẫn đến dòng tiền hoạt động ở năm này tăng thêm 19,8 tỷ đồng (bằng với lượng VLD ban đầu do chủ đầu tư bỏ ra) là không đúng bởi vì hạng mục thay đổi VLD trong phương pháp

Bảng 4: Dự toán kết quả kinh doanh năm hoạt động thứ nhất

Đơn vị: tỷ đồng

STT	Khoản mục	Năm 1
1	Doanh thu (thuần)	730,000
2	Giá vốn (chưa khấu hao)	438,000
3	Khấu hao	73,000
4	Chi phí quản lý	73,000
5	Chi phí bán hàng	36,500
6	Lãi vay	14,600
7	Thu nhập trước thuế	94,900
8	Thuế thu nhập	23,725
9	Thu nhập sau thuế	71,175

⁵ Doanh số mua NVL = Chi phí NVL + Thay đổi tồn kho NVL.

Bảng 5: Dòng tiền hoạt động: Phương pháp trực tiếp

Đơn vị: tỷ đồng

Khoản mục	Năm 1
Doanh thu	730,000
Trừ Thay đổi các khoản phải thu	60,000
Dòng tiền vào	670,000
Giá vốn (chưa khấu hao)	438,000
Chi phí quản lý	73,000
chi phí bán hàng	36,500
Cộng thay đổi tồn kho NVL	5,600
Cộng thay đổi tồn kho thành phẩm	6,400
Cộng thuế thu nhập	23,725
Cộng thay đổi tiền tối thiểu	3,650
Trừ thay đổi các khoản phải trả	36,000
Dòng tiền ra	550,875
Dòng tiền hoạt động	119,125

Bảng 6: Dòng tiền hoạt động: Phương pháp gián tiếp

Đơn vị: tỷ đồng

Khoản mục	Năm 1
Thu nhập sau thuế	71,175
Cộng khấu hao	73,000
Cộng lãi vay	14,600
Trừ thay đổi VLD	39,650
Dòng tiền hoạt động	119,125

gián tiếp, như đã nói trên, thật ra chỉ là tập hợp từ các hạng mục thay đổi VLD khi dự toán dòng tiền hoạt động theo phương pháp trực tiếp. Mặt khác, ở năm hoạt động thứ nhất, số dư đầu năm của các hạng mục này phải bằng 0 (do chúng chưa phát sinh) cho nên thay đổi VLD ở năm hoạt động thứ nhất bằng với số dư VLD ở cuối năm này. Nói cách khác, chúng ta không được trừ VLD ở năm hoạt động thứ nhất với VLD ban đầu do chủ đầu tư bỏ ra. Nếu trừ VLD ở năm hoạt động thứ nhất với VLD ban đầu do chủ đầu tư bỏ ra sẽ làm cho dòng tiền hoạt động ở năm thứ nhất lập theo phương pháp trực tiếp và phương pháp gián tiếp không bằng nhau. Cụ thể là dòng tiền hoạt động năm

thứ 1 (Bảng 7) sẽ tăng lên (so với Bảng 5) một khoản bằng đúng khoản VLD ban đầu do chủ đầu tư bỏ ra là 19,8 tỷ đồng. Điều này có thể dẫn đến việc đánh giá không chính xác về hiệu quả tài chính của dự án. Mặt khác, ngân hàng cho vay hay tài trợ có thể tăng khoản thu nợ (do dòng tiền tăng lên có nguồn gốc từ khoản tiền bỏ ra ban đầu của chủ đầu tư dùng làm VLD ban đầu) sẽ dẫn đến tình trạng chủ đầu tư không còn đủ VLD ban đầu để trang trải chi phí hay đầu tư vào TSLĐ trong giai đoạn hoạt động. Chẳng hạn như với ví dụ trên khả năng trả nợ ở năm này thật sự chỉ có 119,125 tỷ đồng trong khi nếu trừ đi VLD ở năm hoạt động thứ nhất, khả năng trả nợ của dự án tăng

lên đến 138,925 tỷ đồng (tức tăng 19,8 tỷ đồng bằng VLD ban đầu do chủ đầu tư bỏ ra). Ngoài ra, do khoản VLD ban đầu này đã được thu hồi hết ở năm hoạt động thứ nhất cho nên ở năm thanh lý dự án, chủ đầu tư sẽ không còn khoản thu hồi VLD ban đầu này nữa, dẫn đến dòng tiền thu được ở năm thanh lý của dự án lập theo phương pháp trực tiếp và gián tiếp cũng sẽ không bằng nhau.

nhau đã có chủ ý không tính đến những hạng mục này khi dự toán dòng tiền của các dự án đầu tư. Việc làm này vô hình trung đã dẫn đến hai hạn chế rất đáng quan tâm trong thẩm định dự án như đã nói trên là: (i) Không đánh giá chính xác khả năng trả nợ của dự án; (ii) Không đánh giá đúng tính khả thi về hiệu quả tài chính của dự án. Chúng ta sẽ thấy rõ hai hạn chế này bằng việc sử

Bảng 7: Dự toán dòng tiền hoạt động trường hợp trừ VLD năm thứ nhất với VLD ban đầu do chủ đầu tư bỏ ra: Phương pháp gián tiếp

Đơn vị: tỷ đồng

Khoản mục	Năm 1
Thu nhập sau thuế	71,175
Cộng Khấu hao	73,000
Cộng Lãi vay	14,600
Trừ thay đổi VLD	19,850
Dòng tiền hoạt động	138,925

Nói tóm lại, do việc hiểu không đúng bản chất của VLD ban đầu và VLD trong giai đoạn hoạt động của dự án khi dự toán dòng tiền (TIPV) lập theo phương pháp gián tiếp đã dẫn đến việc dự toán dòng tiền hoạt động năm đầu tiên không đúng, từ đó làm tăng khả năng trả nợ cũng như làm tăng giá trị hiện tại ròng (NPV) của dự án một cách giả tạo.

Tại sao cần phải dự toán nhu cầu VLD trong giai đoạn hoạt động của một dự án?

Thực tế hiện nay cho thấy, hầu hết các báo cáo thẩm định dự án, vì nhiều lý do khác

dụng lại các số liệu ở Bảng 6. Trong trường hợp người thẩm định dự án không tính đến những hạng mục của VLD thì dòng tiền hoạt động của dự án trong trường hợp này tính được như sau:

Các số liệu trong Bảng 8 và Bảng 9 và so với số liệu của Bảng 6 và Bảng 7 cho thấy, trong trường hợp không tính VLD trong giai đoạn hoạt động của dự án đã làm cho dòng tiền hoạt động (năm thứ nhất) của dự án đã tăng lên (một cách giả tạo) là 39,65 tỷ đồng, làm tăng khả năng trả nợ tương ứng của dự án ở năm hoạt động này. Mặt khác

Bảng 8: Dòng tiền hoạt động (không tính VLD): Phương pháp trực tiếp

Đơn vị: tỷ đồng

Khoản mục	Năm 1
Doanh thu	730,000
Giá vốn (chưa khấu hao)	438,000
Chi phí quản lý	73,000
Chi phí bán hàng	36,500
Cộng thuế thu nhập	23,725
Dòng tiền hoạt động	158,775

Bảng 9: Dòng tiền hoạt động (không tính VLD): Phương pháp gián tiếp

Đơn vị: tỷ đồng

Khoản mục	Năm 1
Thu nhập sau thuế	71,175
Cộng Khấu hao	73,000
Cộng Lãi vay	14,600
Dòng tiền hoạt động	158,775

việc dòng tiền hoạt động tăng thêm cũng sẽ làm tăng giá trị hiện tại ròng (NPV) hay là suất sinh lời nội tại (IRR) của dự án (một cách giả tạo). Lý do là vì toàn bộ doanh thu trong năm đã được giả định là thu tiền hết nhưng thực tế không phải vậy do dự án phải chấp nhận bán chịu một phần. Tương tự như vậy, chi phí hoạt động (bằng tiền) trong năm cũng giả định là đã chi trả hết nhưng thực tế dự án có thể được mua chịu từ các nhà cung cấp nên không thật sự chi trả hết toàn bộ bằng tiền trong năm. Ngoài ra dự án cũng giả định rằng là không có nhu cầu tồn kho NVL cũng như là sản lượng sản xuất mỗi năm được tiêu thụ hết mà không

có tồn kho thành phẩm, không cần duy trì lượng tiền dự trữ tối thiểu cũng là không thực tế.

Nói tóm lại, việc hiểu về các phương pháp dự toán nhu cầu VLD ban đầu và VLD trong giai đoạn hoạt động của dự án, phân biệt được sự khác nhau về nhu cầu hai loại VLD này, cũng như là sự cần thiết phải dự toán đầy đủ những hạng mục VLD sẽ giúp cho người thẩm định đánh giá được chính xác hơn về khả năng trả nợ hàng năm của các dự án, đồng thời có những kết luận xác đáng hơn về hiệu quả tài chính của các dự án mà ngân hàng cho vay hay tài trợ[■]

Tài liệu tham khảo

1. Bùi Diệu Anh và các tác giả (2009). *Nghiệp vụ tín dụng ngân hàng*. Nhà xuất bản Phương Đông.
2. Học viện Tài chính (2008). *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*. Trích tại <http://www.saga.vn/Taichinh/Ketoan-Kiemtoan/Ketoantaichinh/4640.saga>.
3. Ngô Kim Phượng và các tác giả (2010). *Phân tích tài chính doanh nghiệp*. Nhà xuất bản Đại học Quốc gia Tp. Hồ Chí Minh.
4. Trần Ngọc Thơ (2005). *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*. Nhà xuất bản Thống kê.