Luận Văn 24 - đơn vị cung cấp Dịch vụ viết luận văn thạc sỹ uy tín, giá cả phải chăng

# HOÀN THIỆN CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH ĐỐI VỚI CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN CỦA TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ

**LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ**

**HÀ NỘI**

Luận Văn 24 - đơn vị cung cấp Dịch vụ viết luận văn thạc sỹ uy tín, giá cả phải chăng

# HOÀN THIỆN CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH ĐỐI VỚI CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN CỦA TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ

***Chuyên ngành*** **: Tài chính - Ngân hàng**

***Mã số*** **: 62.34.02.01**

## LUẬN VĂN THẠC SĨ KINH TẾ

***Người hướng dẫn khoa học:***

**HÀ NỘI**

## LỜI CAM ĐOAN

*Tôi xin cam đoan bản LUẬN VĂN là công trình nghiên cứu của riêng tôi. Các số liệu, kết quả nêu trong LUẬN VĂN là trung thực và có nguồn gốc rõ ràng.*

**TÁC GIẢ LUẬN VĂN**

# MỤC LỤC

Trang phụ bìa

Lời cam đoan

Mục lục

Danh mục các bảng, sơ đồ, phụ lục trong LUẬN

VĂN Danh mục chữ viết tắt

MỞ ĐẦU

Chương 1: LÝ LUẬN CHUNG VỀ CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP 14

1.1. DỰ ÁN ĐẦU TƯ VÀ THẨM ĐỊNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP 14

1.1.1. Tổng quan về dự án đầu tư của doanh nghiệp 14

1.1.1.1. Khái niệm dự án đầu tư 14

1.1.1.2. Phân loại dự án đầu tư 15

1.1.1.3. Yêu cầu của một dự án đầu tư 17

1.1.1.4. Các giai đoạn của quá trình thực hiện dự án đầu tư 18

1.1.2. Thẩm định dự án đầu tư của doanh nghiệp 23

1.1.2.1. Khái niệm và tầm quan trọng của thẩm định dự án đầu tư 23

1.1.2.2. Nội dung thẩm định dự án đầu tư 24

1.2. NỘI DUNG CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP 28

1.2.1. Khái niệm thẩm định tài chính dự án đầu tư 28

1.2.2. Nội dung công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư 29

1.2.2.1. Thẩm định tổng mức đầu tư và nguồn tài trợ của dự án 29

1.2.2.2. Thẩm định dòng tiền của dự án 31

1.2.2.3. Thẩm định tỷ lệ chiết khấu của dự án 35

1.2.2.4. Thẩm định các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính dự án 35

1.2.2.5. Thẩm định tài chính dự án trong điều kiện có rủi ro 43

1.2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến công tác thẩm định tài chính dự án 47

1.3. KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VỀ THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ VÀ BÀI HỌC CHO CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM 50

1.3.1. Kinh nghiệm quốc tế về thẩm định tài chính dự án đầu tư 50
1.3.2. Bài học kinh nghiệm cho các doanh nghiệp Việt Nam 60
Chương 2: THỰC TRẠNG CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN TẠI TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ 62
2.1. TỔNG QUAN VỀ TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ 62
2.1.1. Quá trình hình thành và phát triển Tổng công ty Sông Đà 62
2.1.2. Cơ cấu tổ chức của Tổng công ty Sông Đà 63
2.1.3. Đặc điểm quá trình kinh doanh của Tổng công ty Sông Đà 64
2.1.4. Tình hình tài chính của Tổng công ty Sông Đà 65
2.1.5. Tình hình đầu tư dự án của Tổng công ty Sông Đà 67
2.2. THỰC TRẠNG CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN CỦA TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ 72
2.2.1. Các nhân tố ảnh hưởng đến công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư của Tổng công ty Sông Đà 72
2.2.2. Quy trình thẩm định tài chính dự án đầu tư của Tổng công ty 83
2.2.3. Chọn mẫu nghiên cứu dự án thuỷ điện Xekaman 3 85
2.2.4. Thực trạng công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn tại Tổng công ty Sông Đà 86
2.2.4.1. Thực trạng thẩm định tổng mức đầu tư và nguồn tài trợ của dự án 86
2.2.4.2. Thực trạng thẩm định dòng tiền của các dự án đầu tư 94
2.2.4.3. Thực trạng thẩm định chi phí sử dụng vốn của dự án đầu tư 104
2.2.4.4. Thực trạng thẩm định các phương pháp đánh giá hiệu quả dự án đầu tư 107
2.2.4.5. Thực trạng thẩm định phương pháp đánh giá rủi ro của dự án đầu tư 109
2.2.5. Đánh giá hiệu quả dự án đầu tư dài hạn khi vận hành của TCT 111
2.2.6. Một số nội dung khác liên quan đến công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư của TCT 121
2.3. NHẬN XÉT VỀ CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN CỦA TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ 123
2.3.1. Đánh giá chung về công tác đầu tư dự án 123
2.3.2. Ưu điểm trong công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư 124
2.3.3. Hạn chế còn tồn tại trong công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư của Tổng công ty Sông Đà 125
2.3.3.1. Về thẩm định tổng mức đầu tư và nguồn tài trợ của dự án 125
2.3.3.2. Về thẩm định dòng tiền của dự án đầu tư 127

2.3.3.3. Về thẩm định chi phí sử dụng vốn của dự án đầu tư 127
2.3.3.4. Về thẩm định phương pháp đánh giá rủi ro của dự án đầu tư 128
2.3.4. Tác động của việc thực hiện dự án đầu tư đến hiệu quả kinh doanh của Tổng công ty 129
Chương 3: CÁC GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN TẠI TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ 132
3.1. ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN VÀ CÁC NGUYÊN TẮC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN CỦA TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ TRONG THỜI GIAN TỚI 132
3.1.1. Bối cảnh kinh tế xã hội trong thời gian tới 132
3.1.2. Chiến lược phát triển của Tổng công ty trong thời gian tới 137
3.1.3. Các nguyên tắc cần tuân thủ trong thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn tại Tổng công ty Sông Đà 145
3.2. CÁC GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN TẠI TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ 149
3.2.1. Hoàn thiện công tác thẩm định tổng mức đầu tư và nguồn tài trợ của dự án đầu tư 149
3.2.2. Hoàn thiện công tác thẩm định dòng tiền dự án đầu tư 151
3.2.3. Hoàn thiện công tác thẩm định chi phí sử dụng vốn của dự án đầu tư 152
3.2.4. Hoàn thiện công tác thẩm định phương pháp đánh giá rủi ro của dự án đầu tư 154
3.2.5. Các giải pháp khác 155
3.3. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ 167
KẾT LUẬN 169
DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN VĂN 171
DANH MỤC TÀI LIỆU THAM KHẢO 172
PHỤ LỤC 174

## DANH MỤC CÁC BẢNG TRONG LUẬN VĂN


| Số hiệu | Nội dung | Trang |
|---|---|---|
| Bảng 1.1 | So sánh thực tiễn áp dụng các phương pháp thẩm định dự án | 4 |
| Bảng 1.2 | Tỷ lệ các công ty đa quốc gia sử dụng phương pháp thẩm định dự án | 5 |
| Bảng 1.3 | Thống kê tỷ lệ doanh nghiệp nhỏ và vừa sử dụng các phương pháp thẩm định dự án đầu tư | 5 |
| Bảng 1.4 | Thực tiễn ước lượng chi phí sử dụng vốn | 6 |
| Bảng 1.5 | So sánh các phương pháp chi phí sử dụng vốn | 8 |
| Bảng 1.6 | Tần suất xem xét lại chi phí sử dụng vốn | 9 |
| Bảng 1.7 | Tỷ lệ CFO sử dụng phương pháp ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần | 10 |
| Bảng 1.8 | Tỷ lệ Công ty sử dụng phương pháp thẩm định | 50 |
| Bảng 1.9 | Ngân sách vốn đầu tư đối với các công ty Anh Quốc | 51 |
| Bảng 1.10 | Tỷ lệ công ty trong mẫu thực hiện kiểm toán sau khi hoàn thành dự án lớn | 52 |
| Bảng 1.11 | Kỹ thuật phân tích rủi ro sử dụng tại các công ty Anh Quốc | 52 |
| Bảng 1.12 | Những hạn chế ngân sách vốn đầu tư | 53 |
| Bảng 1.13 | Các kỹ thuật ước tính chi phí sử dụng vốn cổ phần | 54 |
| Bảng 1.14 | Các kỹ thuật đánh giá rủi ro | 55 |
| Bảng 1.15 | Việc sử dụng các kỹ thuật thẩm định chủ đạo | 56 |
| Bảng 1.16 | Quá trình ngân sách vốn đầu tư | 57 |
| Bảng 1.17 | Phương pháp thẩm định dự án đầu tư tại Nhật Bản | 58 |
| Bảng 1.18 | Tóm tắt kết quả nghiên cứu của Yamamoto | 58 |

| Số hiệu | Nội dung | Trang |
|---|---|---|


Bảng 2.1: Tình hình lao động của Tổng công ty Sông Đà 175
Bảng 2.2: Tổng quan về tình hình tài chính của Tổng công ty Sông Đà 176
Bảng 2.3: Các tỷ số tài chính của Tổng công ty Sông Đà 177
Bảng 2.4: Phân tích báo cáo lưu chuyển tiền tệ của Tổng công ty Sông Đà 178
Bảng 2.5: Thực hiện dự án đầu tư giai đoạn 2011 - 2015 của Tổng công ty Sông Đà 179
Bảng 2.6: Số liệu kinh tế vĩ mô giai đoạn 2009 - 2013 72
Bảng 2.7: Các phân khúc xây dựng của Tổng công ty Sông Đà 184
Bảng 2.8: Đánh giá chất lượng thẩm định tổng vốn đầu tư các dự án của Tổng công ty Sông Đà 185
Bảng 2.9: Thời gian thi công và vận hành các dự án của Tổng công ty Sông Đà 186
Bảng 2.10: Đánh giá chất lượng công tác dự báo doanh thu các dự án của Tổng công ty Sông Đà 187
Bảng 2.11: Xác định thời gian khấu hao của Thuỷ điện Thái An 188
Bảng 2.12: Tính chi phí sử dụng vốn bình quân dự án thủy điện Hương Sơn 188
Bảng 2.13: Khảo sát phương pháp thẩm định dự án của Tổng công ty Sông Đà 188
Bảng 2.14: Các kỹ thuật sử dụng trong đánh giá rủi ro của dự án 189
Bảng 2.15: Các biến số được sử dụng phổ biến trong phân tích độ nhạy 189
Bảng 2.16: Tổng hợp kết quả đánh giá sau đầu tư các dự án của TCT Sông Đà 190
Bảng 3.1: Mức độ tăng trưởng thị trường xây dựng 135
Bảng 3.2: Ví dụ về ước lượng chi phí sử dụng vốn cho dự án 154
Bảng 3.3: Mô hình mẫu cho phân tích rủi ro dự án 155
Bảng 3.4: Mô hình thẻ điểm cân bằng với ngành Xây dựng 158

| **Số hiệu** | **Nội dung** | **Trang** |
|---|---|---|


Sơ đồ 1.1: Các giai đoạn của quá trình thực hiện dự án đầu tư 18
Sơ đồ 2.1: Cơ cấu tổ chức của Tổng công ty Sông Đà 174
Sơ đồ 2.2: Chuỗi giá trị của Tổng công ty Sông Đà 74
Sơ đồ 2.3: Các nhóm chiến lược trong ngành Xây dựng 75
Sơ đồ 2.4: Phân cấp trong hoạt động đầu tư của Tổng công ty Sông Đà 78
Sơ đồ 3.1: Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam 137
Sơ đồ 3.2: Hệ thống vận hành thông qua các đòn bẩy 142
Sơ đồ 3.3: Tổ chức Tổng công ty Sông Đà đến năm 2017 156
Sơ đồ 3.4: Minh bạch hóa thông tin làm giảm chi phí sử dụng vốn 160

| Số hiệu | Nội dung | Trang |
|---|---|---|


Phụ lục 2.1: Tổng mức đầu tư vốn cho dự án thủy điện Xê Ka Man 3 191

Phụ lục 2.2: Bảng dự báo doanh thu của dự án thủy điện Xê Ka Man 3 192

Phụ lục 2.3: Chi phí hoạt động trong giai đoạn vận hành dự án thủy điện Xê Ka Man 3 193

Phụ lục 2.4: Kế hoạch vay và trả nợ dự án thủy điện Xê Ka Man 3 194

Phụ lục 2.5: Báo cáo kết quả kinh doanh dự án thủy điện Xê Ka Man 3 195

Phụ lục 2.6: Dòng tiền của dự án thủy điện Xê Ka Man 3 theo quan điểm chủ sở hữu 196

Phụ lục 2.7: Tính WACC theo phương án tài chính dự án thủy điện Xê Ka Man 3 197

Phụ lục 2.8: Chỉ tiêu tài chính dự án thủy điện Xê Ka Man 3 197

Phụ lục 2.9: Tính thời gian hoàn vốn có chiết khấu dự án thủy điện Xê Ka Man 3 197

Phụ lục 2.10: Tính điểm hòa vốn, minh họa giai đoạn vận hành từ năm thứ 1-6 dự án thủy điện Xê Ka Man 3 198

Phụ lục 2.11: So sánh hiệu quả tài chính các dự án thủy điện 198

## DANH MỤC CHỮ VIẾT TẮT

| | | |
|---|---|---|
| CBCNV | : | Cán bộ công nhân viên |
| CNTT | : | Công nghệ thông tin |
| CNXD | : | Công nghiệp xây dựng |
| CTCP | : | Công ty cổ phần |
| DAĐT | : | Dự án đầu tư |
| ĐVTV | : | Đơn vị thành viên |
| ĐVT | : | Đơn vị tính |
| HĐTV | : | Hội đồng thành viên |
| TCT | : | Tổng công ty |
| TNHH | : | Trách nhiệm hữu hạn |
| TMĐT | : | Tổng mức đầu tư |
| TSCĐ | : | Tài sản cố định |
| XDCB | : | Xây dựng cơ bản |
| SXKD | : | Sản xuất kinh doanh |
| UBND | : | Ủy ban nhân dân |

# LỜI MỞ ĐẦU

Quyết định đầu tư là một trong những quyết định tài chính quan trọng nhất quyết định đến sự tồn tại và phát triển trong dài hạn của doanh nghiệp. Đặc trưng của hoạt động đầu tư dài hạn là sử dụng nguồn lực tài chính to lớn, thời gian thi công và vận hành dự án đầu tư kéo dài, gắn liền với nhiều rủi ro, bao gồm cả rủi ro vĩ mô và rủi ro nội tại của doanh nghiệp. Chính vì vậy, trước khi thực hiện đầu tư, doanh nghiệp cần thực hiện tốt hoạt động thẩm định nhằm thực sự lựa chọn được những dự án đầu tư hiệu quả, góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp.

Tổng công ty Sông Đà là một tổng công ty nhà nước có quy mô lớn, có vị trí dẫn đầu trong ngành xây dựng, trong những năm qua đã và đang thực hiện nhiều dự án đầu tư, sử dụng nguồn vốn rất lớn và trải rộng trên nhiều ngành kinh doanh khác nhau. Quá trình đầu tư này thu được nhiều kết quả tích cực như giúp Tổng công ty tăng trưởng mạnh về quy mô, hoàn thiện chuỗi giá trị ngành xây dựng, một số dự án thực sự phát huy được hiệu quả kinh tế cao. Tuy nhiên, quá trình đầu tư của Tổng công ty cũng bộc lộ một số tồn tại như: Đầu tư quá dàn trải trên nhiều lĩnh vực và một số lĩnh vực không có lợi thế cạnh tranh, nhiều dự án không phát huy hiệu quả, phụ thuộc lớn vào vay nợ trong đầu tư, hiệu quả kinh doanh suy giảm, cho thấy công tác thẩm định dự án đầu tư và lập kế hoạch đầu tư còn nhiều hạn chế cần hoàn thiện.

Công tác thẩm định dự án đầu tư, đặc biệt là thẩm định tài chính của Tổng công ty trong thời gian qua còn nhiều hạn chế trong việc ước tính dòng tiền của dự án, xử lý vay nợ khi đánh giá hiệu quả dự án, xác định chi phí sử dụng vốn, danh mục đầu tư quá dàn trải không gắn với lợi thế cạnh tranh cốt lõi. Chính vì vậy, việc hoàn thiện hoạt động thẩm định tài chính dự án đầu tư là một yêu cầu bức thiết, nhằm nâng cao hiệu quả kinh doanh dài hạn của Tổng công ty. Xuất phát từ thực trạng trên, tác giả đã lựa chọn nghiên cứu đề tài "***Hoàn thiện công tác thẩm định tài chính đối với các dự án đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà".***

## 1. Mục đích và mục tiêu nghiên cứu

LUẬN VĂN được nghiên cứu nhằm mục đích hoàn thiện và nâng cao hiệu quả công tác thẩm định tài chính các dự án đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà. Để thực hiện được mục đích này, LUẬN VĂN hướng đến việc giải quyết ba mục tiêu sau đây:

- *Thứ nhất*, nghiên cứu một cách có hệ thống cơ sở lý luận về dự án đầu tư dài hạn và thẩm định tài chính đối với dự án đầu tư, các kinh nghiệm quốc tế về thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn, từ đó rút ra bài học kinh nghiệm cho các doanh nghiệp Việt Nam.
- *Thứ hai*, phân tích các nhân tố ảnh hưởng đến việc thẩm định dự án đầu tư tại Tổng công ty Sông Đà, đánh giá thực trạng và từ đó chỉ rõ những ưu điểm và hạn chế trong công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà.
- *Thứ ba*, trên cơ sở chỉ rõ những hạn chế trong hoạt động thẩm định tài chính dự án đầu tư, LUẬN VĂN đề xuất một hệ thống các giải pháp đồng bộ và khả thi để hoàn thiện công tác thẩm định tài chính các dự án đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà, góp phần nâng cao chất lượng và hiệu quả của hoạt động đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà.

**2. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu**

- *Đối tượng nghiên cứu*: LUẬN VĂN tập trung nghiên cứu công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà. Quá trình nghiên cứu sẽ giúp chỉ ra những ưu điểm và hạn chế, từ đó, đề xuất các giải pháp cải thiện hiệu quả hoạt động thẩm định tài chính dự án đầu tư của Tổng công ty Sông Đà.
- *Phạm vi nghiên cứu:* Công tác thẩm định tài chính các dự án đầu tư dài hạn tại công ty mẹ và các công ty thành viên của Tổng công ty Sông Đà trong khoảng thời gian từ 2005 – 2014.

**3. Ý nghĩa khoa học và thực tiễn**

- Về mặt khoa học, LUẬN VĂN tập trung nghiên cứu và hệ thống hóa hoàn chỉnh lý luận về thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn trên các khía cạnh cơ bản: Ước lượng dòng tiền của dự án, xác định chi phí sử dụng vốn cho dự án, các phương pháp

đánh giá hiệu quả dự án đầu tư.

- Về mặt thực tiễn, LUẬN VĂN vận dụng cơ sở lý luận để làm rõ những vấn đề đang còn tồn tại trong việc thẩm định tài chính các dự án đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà, qua đó đề xuất các biện pháp để hoàn thiện công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư của Tổng công ty trong thời gian tới, từ đó, nâng cao chất lượng và hiệu quả của hoạt động này.

**4. Phương pháp nghiên cứu**

Phương pháp chủ đạo và xuyên suốt được sử dụng trong LUẬN VĂN là phương pháp luận duy vật biện chứng và duy vật lịch sử của chủ nghĩa Mác - Lênin. Các vấn đề nghiên cứu được xem xét, giải quyết từ lý luận đến thực tiễn với quan điểm lịch sử, cụ thể. Bên cạnh đó, tác giả sử dụng kết hợp các công cụ và phương pháp sau: Phương pháp phân tích tổng hợp, phương pháp so sánh, phương pháp tỷ số.

**5. Kết quả nghiên cứu ở trong và ngoài nước có liên quan đến LUẬN VĂN**

Trên thế giới và tại Việt Nam đã có nhiều công trình nghiên cứu lý thuyết và thực tiễn về công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn. Những công trình nghiên cứu về thẩm định dự án đầu tư phổ biến nhất là tại các thị trường tài chính phát triển, đặc biệt là Hòa Kỳ, do sự đa dạng và sẵn có về số liệu nghiên cứu. Các công trình nghiên cứu về chủ đề này hạn chế hơn ở các nước đang phát triển do sự thiếu hụt số liệu và thông tin kém minh bạch hơn.

***5.1. Những nghiên cứu trên thế giới về phương pháp được sử dụng để thẩm định dự án đầu tư***

Trên thế giới đã có nhiều công trình nghiên cứu về hoạt động thẩm định DAĐT dài hạn của doanh nghiệp và kiểm nghiệm việc áp dụng các phương pháp thẩm định DAĐT trong thực tiễn tại các quốc gia khác nhau. Những tóm tắt về kết quả nghiên cứu của một số công trình được tóm tắt tại bảng sau:

**Bảng 1.1: So sánh thực tiễn áp dụng các phương pháp thẩm định dự án**

| Quốc gia | Tác giả | Năm công bố | Mẫu sử dụng | DCF % | NPV % | IRR % | PP % | AB % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Mỹ và Canada | Graham và Harvey | 2001 | 392 | 97% | 75% | 76% | 57% | 20% |
| Đức | Brounen và cộng sự | 2004 | 132 | 60% | 48% | 42% | 50% | 32% |
| Pháp | Brounen và cộng sự | 2004 | 61 | 55% | 35% | 44% | 51% | 16% |
| Australia | Truong và cộng sự | 2008 | 77 | 92% | 86% | 64% | 59% | 19% |
| Trung Quốc | Hermes và cộng sự | 2007 | 45 | 92% | 49% | 89% | 84% | 9% |
| Singapore | Kester và cộng sự | 1999 | 54 | 82% | 59% | 70% | 70% | 44% |
| Indonesia | Kester và cộng sự | 1999 | 16 | 100% | 83% | 77% | 48% | 17% |
| Malaysia | Kester và cộng sự | 1999 | 35 | 89% | 71% | 68% | 70% | 35% |

Nguồn: Gyorgy Andor, Sunil K. Mohanty, Tamas Toth (2011), "*Capital Budgeting Practices: A Survey of Central and Eastern European Firms*". *Trong đó: DCF: Các phương pháp dựa trên dòng tiền chiết khấu, AB (accounting-based method): Phương pháp dựa trên cơ sở kế toán*

Bảng số liệu chỉ ra, về cơ bản, các công ty tại các quốc gia trên thế giới đã ứng dụng lý thuyết về các phương pháp thẩm định dự án đầu tư vào thực tiễn hoạt động thẩm định dự án. Một tỷ lệ lớn các nghiên cứu cho thấy, các doanh nghiệp đều sử dụng thường xuyên một phương pháp dựa trên dòng tiền chiết khấu (DCF), tức là có tính đến giá trị thời gian của tiền như NPV hay IRR hay PI, phù hợp với khuyến nghị của các nhà

lý luận tài chính doanh nghiệp. Các phương pháp thẩm định dựa trên cơ sở kế

toán (ví dụ, phương pháp tỷ suất lợi nhuận bình quân vốn đầu tư) ít được áp dụng trên thực tiễn.

***Nghiên cứu của Stanley và Block (1984):*** Khảo sát của Stanley và Block trên 121 công ty đa quốc gia cho thấy, các phương pháp dựa trên giá trị thời gian của tiền (NPV và IRR) được phần lớn các tập đoàn đa quốc gia sử dụng làm những phương pháp chủ đạo. Trong khi đó, phương pháp thời gian hoàn vốn đầu tư (PP) chủ yếu được sử dụng làm phương pháp phụ trợ trong thẩm định dự án.

**Bảng 1.2: Tỷ lệ các công ty đa quốc gia sử dụng phương pháp thẩm định dự án**

| Phương pháp | Sử dụng chính | Sử dụng phụ trợ |
|---|---|---|
| Phương pháp PP | 5% | 37,6% |
| Phương pháp IRR | 65,3% | 14,6% |
| Phương pháp NPV | 16,5% | 30,0% |
| Phương pháp khác | 13,2% | 17,8% |
| **Tổng cộng** | **100%** | **100%** |

*Nguồn: M.T Stanley & B.Block (1984), "A survey of Multinational Capital Budgeting", The Finance Review, trang 36 – 51.*

***Nghiên cứu của Runyon (1983):*** Dựa trên số liệu nghiên cứu 214 doanh nghiệp nhỏ và vừa trên thế giới, với số vốn từ 500.000 USD tới 1.000.000 USD, Runyon (1983) đã nhận thấy có sự khác biệt lớn giữa doanh nghiệp nhỏ và vừa so với các doanh nghiệp lớn trong việc sử dụng các chỉ tiêu trong thẩm định dự án đầu tư. **Bảng 1.3: Thống kê tỷ lệ doanh nghiệp nhỏ và vừa sử dụng các phương pháp thẩm định dự án đầu tư**

| TT | Phương pháp thẩm định | Tỷ lệ doanh nghiệp sử dụng |
|---|---|---|
| 1 | Phương pháp PP | 70% |
| 2 | Phương pháp NPV và IRR | 14% |
| 3 | Không sử dụng phương pháp chính thức nào | 9% |

*Runyon (1983), "Capital expenditure decision making in small firms", Journal of Business Research, vol.11, no.3, pp.389-397.*

Nghiên cứu trên cho thấy, có những khác biệt lớn giữa các doanh nghiệp lớn với doanh nghiệp nhỏ và vừa trong việc sử dụng các tiêu chuẩn thẩm định. Trong khi khoảng 75% các doanh nghiệp lớn luôn luôn sử dụng phương pháp NPV và IRR thì nghiên cứu trên cho thấy, đối với các doanh nghiệp nhỏ và vừa, có tới 70% doanh nghiệp nhỏ và vừa sử dụng chỉ tiêu thời gian thu hồi vốn (PP), chỉ có 14% sử dụng phương pháp NPV và IRR và 9% không sử dụng bất kỳ chuẩn mực chính thức nào.

***5.2. Những nghiên cứu trên thế giới về ước lượng chi phí sử dụng vốn***

Một trong những biến số chủ chốt khi thẩm định dự án đầu tư đó là chi phí sử dụng vốn. Những khảo sát thực tiễn về chi phí sử dụng vốn trên thế giới sẽ là gợi ý hữu ích cho việc ước lượng chi phí sử dụng vốn phục vụ cho thẩm định dự án đầu tư trong điều kiện Việt Nam.

***Nghiên cứu của Bruner, Eades, Harris và Higgins (năm 1998):*** Để xem xét trong thực tiễn, các doanh nghiệp Hoa Kỳ ước lượng chi phí sử dụng vốn như thế nào, Bruner, Eades, Harris và Higgins (năm 1998) đã khảo sát 27 công ty cổ phần uy tín và những phát hiện của họ được tóm tắt như sau:

**Bảng 1.4: Thực tiễn ước lượng chi phí sử dụng vốn**

| Chi phí sử dụng vốn | Thực tiễn áp dụng |
|---|---|
| Chi phí sử dụng vốn cổ phần | * 81% các hãng sử dụng mô hình CAPM để ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần, 4% sử dụng mô hình CAPM được điều chỉnh và 15% không chắc chắn về cách họ ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần.<br>* 70% các hãng sử dụng lãi suất đáo hạn trái phiếu kho bạc 10 năm hoặc dài hạn hơn làm lãi suất phi rủi ro trong mô hình CAPM. 7% sử dụng trái phiếu kho |

bạc kỳ hạn từ 3 – 5 năm và 4% sử dụng tín phiếu kho bạc (kỳ hạn dưới 1 năm).

* 52% các hãng sử dụng hệ số beta trong mô hình CAPM từ nguồn xuất bản của các dịch vụ cung cấp thông tin, trong khi đó 30% tự ước tính.

| | |
|---|---|
| Chi phí sử dụng nợ vay | * 52% các hãng sử dụng một lãi suất vay vốn cận biên và một thuế suất cận biên trong khi 37% sử dụng lãi suất vay vốn bình quân hiện hành và thuế suất bình quân |
| Các trọng số cho nợ vay và vốn cổ phần | * 59% sử dụng các trọng số theo giá trị thị trường cho nợ vay và vốn cổ phần trong việc tính chi phí sử dụng vốn bình quân, 15% sử dụng các trọng số theo giá trị sổ sách và 19% không chắc chắn về trọng số được sử dụng |

Từ số liệu của khảo sát trên, chúng ta rút ra những nhận định sau:

- *Thứ nhất,* có một bằng chứng rõ ràng rằng khoảng cách giữa lý luận và thực tiễn đang được thu hẹp một cách nhanh chóng. Mô hình CAPM là một mô hình thể hiện sinh động nguyên lý đánh đổi giữa rủi ro và tỷ suất sinh lời, trong thực tiễn đã được các nhà quản trị tài chính sử dụng phổ biến để ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần với 81% các hãng được khảo sát sử dụng.

- *Thứ hai*, trong khi trái phiếu kho bạc nhà nước Hoa Kỳ có rất nhiều kỳ hạn thì đa số các doanh nghiệp (70% doanh nghiệp khảo sát) sử dụng lãi suất trái phiếu kho bạc dài hạn (tại Hoa Kỳ là trên 10 năm) làm lãi suất phi rủi ro. Điều này là phù hợp với lý thuyết tài chính doanh nghiệp bởi vì, ước lượng chi phí sử dụng vốn là cho các nguồn tài trợ dài hạn, do đó, lãi suất phi rủi ro được sử dụng cần phải là lãi suất của trái phiếu kho bạc dài hạn. Đây được gọi là nguyên tắc tương xứng kỳ hạn.

- *Thứ ba*, đa số các doanh nghiệp (52% doanh nghiệp) sử dụng hệ số beta từ các dịch vụ cung cấp thông tin chuyên nghiệp. Điều này giúp các doanh nghiệp giảm chi phí trong việc thu thập, cập nhật và xử lý thông tin về giá cổ phiếu. Tại Hoa Kỳ, nguồn thông tin này thường được cung cấp bởi các dịch vụ cung cấp thông tin như Ibbotson Associates, Value Line…

- *Thứ tư*, việc tính chi phí sử dụng vốn bình quân khá nhất quán với lý thuyết khi có tới 59% sử dụng các trọng số theo giá trị thị trường. Điều này là hợp lý bởi vì chúng ta ước lượng chi phí sử dụng vốn khi huy động nguồn tài trợ, chủ yếu thông qua

việc bán các chứng khoán, mà các chứng khoán này được bán với giá gần với giá thị trường hiện hành chứ không phải theo giá trị sổ sách.

***Nghiên cứu của Gitman và Venderberg (năm 2000:*** Một nghiên cứu của Gitman và Venderberg (2000) so sánh các phương pháp ước lượng chi phí sử dụng vốn cho các công ty cổ phần lớn của Hoa Kỳ trong năm 1997 và 1980. Kết quả chỉ ra rằng các nhà quản trị tài chính đã có những thay đổi quan trọng khi tính toán chi phí sử dụng vốn cổ phần cho công ty. Kết quả của cuộc nghiên cứu được thể hiện tại bảng.

**Bảng 1.5: So sánh các phương pháp chi phí sử dụng vốn**

| Phương pháp | 1980 (%) | 1997 (%) |
|---|---|---|
| Tỷ suất cổ tức lịch sử cộng với ước tính tăng trưởng | 3,40 | 4,50 |
| Thu nhập được đòi hỏi bởi nhà đầu tư | | |
| | 35,60 | 70,30 |
| APT | NA | 0,90 |
| CAPM | NA | 64,90 |
| Khác | NA | 4,50 |
| Tỷ suất cổ tức hiện hành cộng với tỷ lệ tăng trưởng ước tính | 26,00 | 9,00 |
| Chỉ ước tính tỷ suất cổ tức | 1,70 | 0,00 |
| Chi phí sử dụng nợ vay cộng với mức bù rủi ro | 13,00 | 17,10 |
| Tỷ số thu nhập/giá thị trường (E/P) | 15,80 | 2,70 |
| Thu nhập thị trường được điều chỉnh cho rủi ro | 22,60 | 14,40 |
| **Tổng cộng (*)** | **118,10** | **118,00** |

*Ghi chú: (*) Tổng cộng lớn hơn 100% bởi vì nhiều đáp án trả lời. NA: Không sẵn có số liệu*

Bên cạnh đó, hai nhà khoa học cũng khảo sát về tần suất xem xét lại chi phí sử dụng vốn của các công ty được nghiên cứu. Kết quả của khảo sát được thể hiện tại bảng dưới đây.

**Bảng 1.6: Tần suất xem xét lại chi phí sử dụng vốn**

| Tần suất xem xét lại | 1980 (%) | 1997 (%) |
|---|---|---|
| Hàng năm | 21,50 | 27,12 |
| Khi những điều kiện môi trường thay đổi đủ để minh chứng | 50,30 | 49,20 |
| Hàng quý hoặc nửa năm một lần | 4,00 | 5,10 |
| Ít thường xuyên hơn so với hàng năm | 13,00 | 8,50 |
| Mỗi lần khi một dự án lớn được đánh giá | 11,20 | 10,20 |
| **Tổng cộng** | **100,00** | **100,00** |

Từ số liệu trên, chúng ta rút ra những nhận định quan trọng đó là:

- *Thứ nhất*, có một sự đa dạng trong việc áp dụng các phương pháp ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần thường. Có tới tám phương pháp ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần được các công ty sử dụng. Điều này vừa hàm ý ước lượng chi phí sử dụng vốn nên sử dụng kết hợp nhiều phương pháp để đạt đến một ước lượng đáng tin cậy, vừa hàm ý có sự không thống nhất trong việc sử dụng các phương pháp ước lượng.

- *Thứ hai*, tiếp tục khẳng định xu thế vượt trội áp dụng mô hình CAPM trong ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần với 64,9% doanh nghiệp được khảo sát năm 1997. Bên cạnh đó, phương pháp lãi suất trái phiếu cộng mức bù rủi ro (trong khảo sát là phương pháp chi phí sử dụng nợ vay cộng với mức bù rủi ro) cũng có xu hướng tăng tỷ trọng sử dụng từ 13% năm 1980 lên 17,1% năm 1997, tuy nhiên vẫn chiếm một tỷ trọng khá nhỏ.

- *Thứ ba*, việc sử dụng các hình thức của mô hình tăng trưởng cổ tức đã giảm mạnh về tỷ trọng sử dụng - được thể hiện trong khảo sát là phương pháp tỷ suất cổ tức hiện hành cộng với ước tính tăng trưởng, giảm từ 26% năm 1980 xuống còn 9% năm 1997.

- *Thứ tư*, việc xem xét lại chi phí sử dụng vốn chủ yếu là khi những điều kiện môi trường thay đổi đủ để chứng thực cho nó. Tần suất xem xét lại chi phí sử dụng vốn đã tăng lên qua thời gian, và gần đây được thực hiện mỗi năm một lần, với tần suất xem xét lại hàng năm từ 21,50% (năm 1980) tăng lên mức 27,12% (năm 1997).

***Nghiên cứu của Graham và Harvey (2001):***

Một cuộc khảo sát do Graham và Harvey thực hiện năm 2001 cung cấp thêm bằng chứng về việc sử dụng ngày càng phổ biến phương pháp CAPM để tính toán chi phí sử dụng vốn. Kết quả của cuộc khảo sát được thể hiện tại bảng**.**

**Bảng 1.7:Tỷ lệ CFO sử dụng phương pháp ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần**

| Phương pháp ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần | Tỷ lệ phần trăm các CFO sử dụng phương pháp |
|---|---|
| CAPM | 72 |
| Thu nhập lịch sử trung bình | 48 |
| cộng CAPM nhiều beta | 33 |
| Mô hình chiết khấu cổ tức (DDM) | 15 |
| Những kỳ vọng của nhà đầu tư Những quyết định nguyên tắc | 13 |
| | 6 |

Từ số liệu của khảo sát, chúng ta rút ra những nhận định quan trọng đó là:

- *Thứ nhất*, tiếp tục khẳng định sự đa dạng trong thực tiễn ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần. Trong thực tiễn, các giám đốc tài chính (CFO) bên cạnh ba phương pháp chính ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần còn áp dụng nhiều phương pháp khác như: Thu nhập lịch sử trung bình cộng (với 48% CFO sử dụng), 33% sử dụng các mô hình CAPM nhiều beta…như là những phương pháp bổ sung nhằm đạt đến ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần có độ tin cậy cao nhất.
- *Thứ hai*, khảo sát này tiếp tục khẳng định việc sử dụng mô hình CAPM làm phương pháp chủ đạo khi ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần với 72% CFO sử

dụng. Mô hình chiết khấu cổ tức trong khi rất sẵn có về số liệu đối với các công ty

niêm yết nhưng lại ít được sử dụng, với chỉ 15% CFO được khảo sát là có sử dụng phương pháp này.

***5.3. Những nghiên cứu về thẩm định dự án đầu tư tại Việt Nam***

Tại Việt Nam, cũng đã có nhiều công trình nghiên cứu, bài báo và luận văn thạc sỹ về chủ đề thẩm định tài chính dự án đầu tư của doanh nghiệp, tuy nhiên, phần lớn các đề tài tập trung vào công tác thẩm định tài chính cho một doanh nghiệp đơn lẻ, phục vụ cho các ngân hàng thực hiện việc cho vay tín dụng và một số lĩnh vực khác như: bưu chính viễn thông, thiết bị y tế. Góc nhìn của chủ thể là chủ nợ cũng sẽ có những khác biệt nhất định so với góc độ của doanh nghiệp. Riêng đối với Tổng Công ty Sông Đà, hiện nay chưa có công trình nào nghiên cứu toàn diện về hoạt động thẩm định dự án đầu tư tại Tổng Công ty này.

Đề tài cấp Học viện "*Thẩm định tài chính dự án đầu tư trong các doanh nghiệp ở Việt Nam - thực trạng và giải pháp"* do PGS, TS. Vũ Văn Ninh chủ biên bảo vệ đạt loại xuất sắc tại Học viện Tài chính (2011) đã sử dụng hai nghiên cứu thực nghiệm về công tác thẩm định tài chính dự án, một dự án đứng từ góc độ chủ đầu tư và một dự án đứng từ góc độ ngân hàng cho vay vốn, từ đó đi đến rút ra những ưu điểm và hạn chế của công tác thẩm định tài chính trong các doanh nghiệp ở Việt Nam.

LUẬN VĂN THẠC SĨ"*Hoàn thiện nội dung và phương pháp thẩm định dự án đầu tư trong hoạt động tín dụng đầu tư phát triển của Nhà nước"* của TS Nguyễn Chí Trang (2009) bảo vệ tại Học viện Tài chính, đã đưa ra hai nhóm giải pháp và ba nhóm kiến nghị góp phần hoàn thiện nội dung và phương pháp thẩm định dự án đầu tư phát triển trong hoạt động tín dụng đầu tư của Nhà nước tại Ngân hàng phát triển Việt Nam.

LUẬN VĂN THẠC SĨ"*Hoàn thiện phương pháp thẩm định tài chính án đầu tư trong hoạt động cho vay của Ngân hàng thương mại Việt Nam trong điều kiện hiện nay"* của TS Nguyễn Hòa Nhân (2002) đã hệ thống hóa một số nội dung về lý luận và thực tiễn liên quan đến dự án đầu tư và các phương pháp thẩm định tài chính dự án đầu tư. Thông qua phân tích thực trạng về công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư tại các Ngân hàng thương mại Việt Nam từ đó đề xuất các giải pháp hoàn thiện phương pháp

thẩm định tài chính dự án đầu tư có tính khả thi cao đối với các Ngân hàng thương mại Việt Nam.

Đề tài *Nâng cao chất lượng thẩm định tài chính dự án tại Công ty Viễn thông Liên tỉnh* của thạc sĩ Nguyễn Trung Đông (2011) bảo vệ tại Học viện Tài chính, đã thực hiện việc nghiên cứu thực tiễn hoạt động thẩm định tài chính dự án đầu tư từ góc độ chủ đầu tư là một công ty cụ thể trong ngành viễn thông. Dự án đã thẩm định rõ việc ước lượng dòng tiền, chi phí sử dụng vốn, các phương pháp sử dụng trong thẩm định dự án đầu tư tại Công ty Viễn thông Liên tỉnh. Trên cơ sở đánh giá thực tiễn thẩm định, đề tài đã rút ra được những ưu điểm và hạn chế trong hoạt động thẩm định, đề xuất các giải pháp nhằm nâng cao chất lượng hoạt động thẩm định tại Công ty.

Đề tài *Hoàn thiện công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư tại công ty Tài chính Bưu Điện* của thạc sĩ Nguyễn Thị Anh Sơn (2011) bảo vệ tại Học viện Tài chính, đã nghiên cứu hoạt động thẩm định tài chính dự án đầu tư từ góc độ một định chế tài chính nhằm phục vụ thẩm định hồ sơ vay vốn của khách hàng. Đề tài đã làm rõ thực tiễn quy trình nghiệp vụ thẩm định của Công ty Tài chính Bưu điện, các phương pháp sử dụng trong thẩm định, từ đó, đánh giá những ưu điểm, hạn chế trong hoạt động thẩm định, đề xuất các giải pháp nâng cao chất lượng thẩm định trong hoạt động cho vay trung và dài hạn của Công ty Tài chính Bưu điện. Các giải pháp về cơ bản là có tính khả thi.

Bên cạnh đó còn có các đề tài khác liên quan như: Đề tài thạc sĩ *Nâng cao chất lượng thẩm định tài chính dự án tại Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam* của thạc sĩ Ngô Đức Tiến (2012) bảo vệ tại Học viện Tài chính đã thực hiện việc nghiên cứu hoạt động thẩm định tài chính dự án đầu tư đứng từ góc độ của ngân hàng thẩm định nhằm ra quyết định cho vay vốn, đề tài thạc sĩ *Thẩm định tài chính dự án đầu tư tại Công ty Cổ phần Thiết bị y tế Việt Nhật* của thạc sĩ Dương Ngọc Tấn (2012) bảo vệ tại Học viện Tài chính đã thực hiện việc nghiên cứu hoạt động thẩm định dự án đầu tư đứng từ góc độ một doanh nghiệp là chủ đầu tư, hoạt động trong lĩnh vực cung cấp thiết bị y tế.

Các đề tài trên phần lớn nghiên cứu hoạt động thẩm định dự án đầu tư tại một

công ty cụ thể, phần lớn là dựa trên thực tiễn lập dự án của một dự án đã được thẩm

định trong quá khứ nhằm đánh giá lại tính hợp lý và chất lượng của hoạt động thẩm định, từ đó, đề xuất giải pháp nâng cao chất lượng của hoạt động thẩm định. Như vậy, qua khảo sát của tác giả, có một số lượng hạn chế các đề tài nghiên cứu hoạt động thẩm định dự án đầu tư trên phạm vi rộng là các thành viên trong một tổng công ty lớn.

**6. Những vấn đề LUẬN VĂN sẽ tập trung nghiên cứu giải quyết**

- Nghiên cứu thực trạng thẩm định tổng mức đầu tư và nguồn tài trợ dự án tới hiệu quả của dự án đầu tư dài hạn trong các dự án của Tổng Công ty.
- Nghiên cứu thực trạng thẩm định dòng tiền các dự án đầu tư của Tổng công ty Sông Đà, đưa ra những nguyên tắc để làm cơ sở cho việc hoàn thiện công tác ước lượng dòng tiền của dự án đầu tư.
- Nghiên cứu cách thức ước lượng chi phí sử dụng vốn làm cơ sở cho việc đánh giá hiệu quả dự án đầu tư và lựa chọn dự án đầu tư của Tổng Công ty.
- Nghiên cứu và hoàn thiện các phương pháp đánh giá hiệu quả dự án đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà.
- Nghiên cứu thực trạng thẩm định phương pháp đánh giá rủi ro của dự án đầu tư của Tổng công ty Sông Đà.
- Kiến nghị những giải pháp cụ thể nhằm hoàn thiện công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư tại Tổng công ty Sông Đà.

**7. Kết cấu của đề tài**

Ngoài phần mở đầu, phần kết luận và danh mục tài liệu tham khảo, nội dung chính của LUẬN VĂN bao gồm ba chương:

- Chương 1: Lý luận chung về công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư của doanh nhiệp
- Chương 2: Thực trạng công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn tại Tổng công ty Sông Đà
- Chương 3: Các giải pháp hoàn thiện công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn tại Tổng công ty Sông Đà

# CHƯƠNG 1
# LÝ LUẬN CHUNG VỀ CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

## 1.1.DỰ ÁN ĐẦU TƯ VÀ THẨM ĐỊNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

### 1.1.1. Tổng quan về dự án đầu tư của doanh nghiệp

#### *1.1.1.1. Khái niệm dự án đầu tư*

DAĐT là một quá trình phức tạp, bao gồm nhiều nội dung công việc khác nhau, do đó, đứng ở các góc độ khác nhau, các nhà tài chính và nhà quản lý đã có nhiều quan điểm khác nhau khi khái niệm về DAĐT.

- *Ngân hàng thế giới (WB):* Theo Ngân hàng Thế giới, DAĐT là tổng thể các chính sách, hoạt động và chi phí liên quan với nhau, được hoạch định nhằm đạt được những mục tiêu nhất định trong thời gian nhất định.

- *Góc độ quản lý nhà nước về đầu tư xây dựng:* Trên góc độ quản lý nhà nước, DAĐT là tập hợp những đề xuất có liên quan đến việc bỏ vốn để tạo mới, mở rộng hoặc cải tạo những cơ sở vật chất nhất định nhằm đạt được sự tăng trưởng số lượng hoặc duy trì, cải tiến, nâng cao chất lượng sản phẩm hoặc dịch vụ trong khoảng thời gian xác định.

- *Theo giáo trình Tài chính doanh nghiệp của Học viện Tài chính*: DAĐT là một tập hợp các hoạt động có liên quan với nhau được kế hoạch hóa nhằm đạt được mục tiêu đã định trong một khoảng thời gian nhất định, thông qua việc sử dụng các nguồn lực nhất định.

Mặc dù có nhiều quan điểm khác nhau về DAĐT, tuy nhiên các nhà phân tích đều thống nhất về những đặc trưng cơ bản của dự án như sau:

- *Một là, mục tiêu của dự án:* Mỗi dự án luôn gắn với yêu cầu mang lại những lợi ích kinh tế, xã hội và những mục đích cụ thể cần đạt được về mặt tài chính. Hay nói cách khác, mục tiêu là nguyên nhân hình thành nên dự án.

- *Hai là, kết quả của dự án:* Đó là những sản phẩm, dịch vụ được tao ra nhằm thực hiện các mục tiêu của dự án. Ví dụ, khối lượng các sản phẩm, dịch vụ được sản xuất, tiêu thụ ra thị trường hàng năm khi dự án đưa vào hoạt động.
- *Ba là, các hoạt động của dự án:* Đây là những nhiệm vụ hoặc hành động được thực hiện trong dự án để tạo ra các kết quả nhất định. Những nhiệm vụ, hoặc hành động này cùng với một tiến độ thực hiện và trách nhiệm cụ thể của các bộ phận liên quan tạo thành kế hoạch hành động của dự án.
- *Bốn là, nguồn lực thực hiện dự án:* Phản ánh quy mô vật tư, lao động và các tài nguyên thiên nhiên khác… cần thiết để thực hiện các hoạt động của dự án. Giá trị các nguồn lực này chính là vốn đầu tư cần thiết cho dự án.

Trên cơ sở khảo sát những quan điểm khác nhau về DAĐT, trong phạm vi đề tài này, tôi đưa ra khái niệm về DAĐT đó là: *DAĐT là một tập hợp các hoạt động có liên quan với nhau được kế hoạch hoá, nhằm đạt được mục tiêu đã định, bằng việc tạo ra các kết quả cụ thể, trong một thời gian nhất định, thông qua việc sử dụng các nguồn lực xác định.*

DAĐT có thể được xem xét trên các góc độ: (1) *Xét về mặt hình thức:* DAĐT là một tập hợp hồ sơ, tài liệu trình bày một cách chi tiết và có hệ thống các hoạt động và chi phí theo kế hoạch để đạt được những kết quả và thực hiện được những mục tiêu nhất định trong tương lai; (2) *Trên góc độ kế hoạch:* DAĐT là một công cụ thể hiện kế hoạch chi tiết của một hoạt động đầu tư sản xuất kinh doanh, phát triển kinh tế xã hội, làm tiền đề cho các quyết định đầu tư và tài trợ; (3) *Trên góc độ quản lý:* DAĐT là một công cụ quản lý các nguồn lực như: việc sử dụng vốn, vật tư, lao động để tạo ra kết quả tài chính, kinh tế, xã hội trong thời gian dài.

#### *1.1.1.2. Phân loại dự án đầu tư*

DAĐT được phân loại theo nhiều tiêu chí khác nhau tuỳ thuộc vào góc độ quản lý, mục tiêu quản lý. DAĐT được phân loại theo các tiêu thức khác nhau tùy thuộc vào góc độ nhìn nhận là vĩ mô hay vi mô.

**** Phân loại dự án đầu tư đứng ở góc độ vĩ mô***

Đứng ở góc độ cơ quan quản lý nhà nước có hai cách phân loại chủ yếu:

- *Căn cứ vào thẩm quyền quyết định đầu tư hoặc cấp giấy phép đầu tư,* DAĐT được phân làm 4 loại:

+ Dự án trọng điểm quốc gia: do Quốc hội quyết định chủ trương đầu tư, Thủ tướng Chính phủ phê duyệt quyết định đầu tư.

+ Các dự án còn lại được phân làm 3 nhóm A, B, C để phân cấp quản lý.

- *Căn cứ vào nguồn vốn đầu tư,* DAĐT được phân làm 4 loại:

+ DAĐT sử dụng nguồn vốn từ ngân sách nhà nước.

+ DAĐT sử dụng nguồn vốn tín dụng đầu tư phát triển của Nhà nước, vốn tín dụng do Nhà nước bảo lãnh và vốn đầu tư phát triển của công ty nhà nước.

+ DAĐT sử dụng các nguồn vốn khác bao gồm cả vốn tư nhân.

+ DAĐT sử dụng nguồn vốn hỗn hợp.

**** Phân loại dự án đầu tư đứng ở góc độ doanh nghiệp***

*Theo mục tiêu đầu tư,* có thể phân chia thành:

- *Các DAĐT mở rộng:* Với một doanh nghiệp sản xuất, khi nhu cầu đối với sản phẩm dự kiến sẽ gia tăng mạnh trong tương lai và công suất của dây chuyền sản xuất hiện nay của doanh nghiệp không đủ để đáp ứng mức cầu mở rộng này, doanh nghiệp sẽ có thể thực hiện các dự án đầu tư mở rộng công suất nhằm chiếm lĩnh thị phần.

- *Các dự án thay thế:* Nếu như các sản phẩm trở nên lỗi thời theo thời gian, thì nhà máy, tài sản, thiết bị và các quy trình sản xuất cũng vậy. Việc sử dụng thường xuyên làm cho hoạt động của các nhà máy lâu năm trở nên tốn kém hơn do chi phí bảo trì cao hơn và thời gian ngừng việc nhiều hơn. Hơn nữa, việc triển khai các công nghệ mới làm cho các thiết bị hiện hữu trở nên lỗi thời về mặt kinh tế. Các yếu tố này tạo nên cơ hội cho các đầu tư tiết giảm chi phí, bao gồm việc thay thế các máy móc thiết bị cũ kỹ, lỗi thời bằng các máy móc thiết bị mới hơn có năng suất cao hơn.

- *Các dự án phát sinh để đáp ứng các yêu cầu pháp lý, các tiêu chuẩn sức khỏe và an toàn, môi trường:* Các dự án này bao gồm các đề xuất đầu tư cho những thiết bị kiểm soát ô nhiễm, thông gió và phòng cháy chữa cháy…

*Theo mối quan hệ giữa các dự án:* Một DAĐT được xây dựng dựa trên mục

đích của việc đầu tư. Tuy nhiên, khi phân tích không chỉ cần xem xét đến mục tiêu đầu

tư mà còn tính đến tính hiệu quả về mặt tài chính của dự án. Trong nhiều trường hợp, nhiều dự án có hiệu quả tài chính cùng được đề xuất một lúc. Khi đó, việc xem xét mối quan hệ giữa các dự án để phân tích và ra quyết định đầu tư đúng đắn là rất quan trọng. Theo mối quan hệ giữa các dự án, có thể chia các DAĐT thành:

- *DAĐT độc lập:* Là loại dự án mà khi chấp thuận thực hiện hay loại bỏ nó thì không ảnh hưởng đến các dự án khác đang cùng được xem xét.
- *DAĐT loại trừ nhau (dự án đầu tư xung khắc*): Là những dự án không thể được chấp nhận đồng thời, khi một dự án được lựa chọn thực hiện thì sẽ loại bỏ tất cả những dự án còn lại.
- *DAĐT phụ thuộc:* Là dự án mà việc chấp nhận một dự án phụ thuộc vào việc chấp nhận hay loại bỏ một dự án khác.

***1.1.1.3. Yêu cầu của một dự án đầu tư***

Để đảm bảo tính khả thi, DAĐT phải thỏa mãn những yêu cầu sau đây:

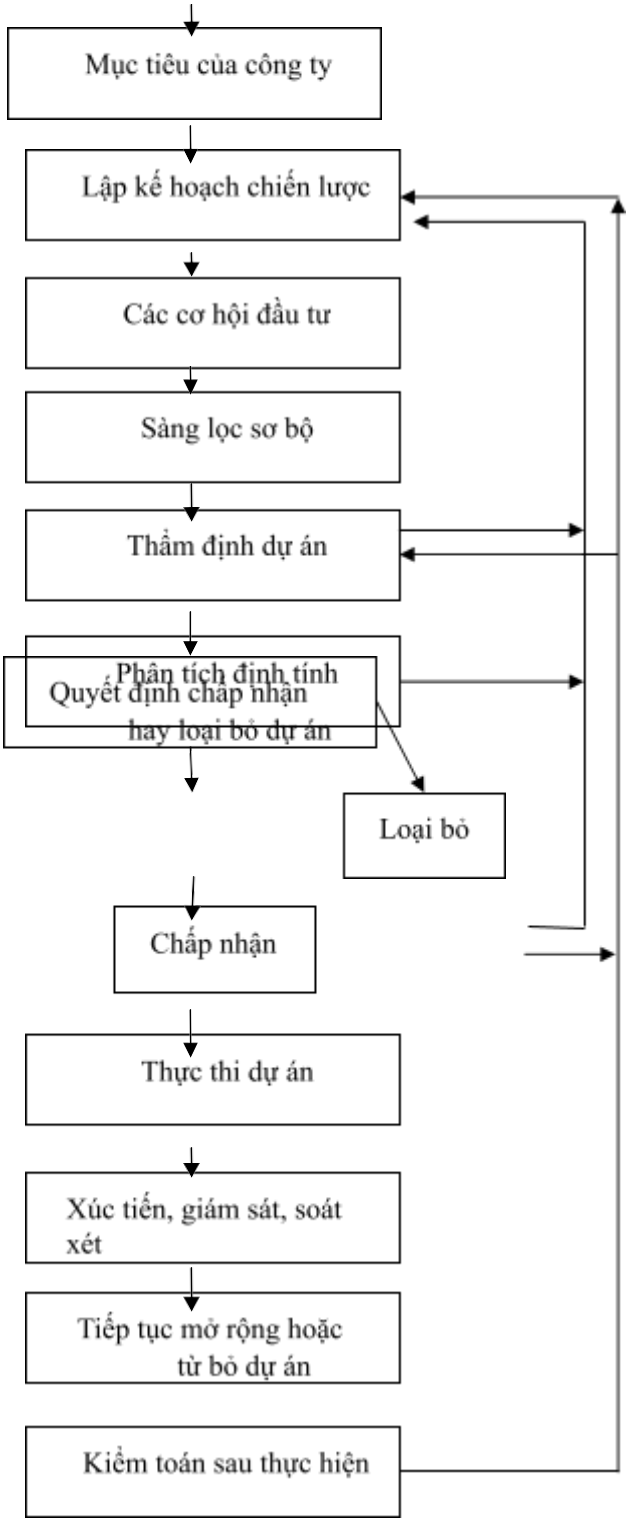
- *Tính khoa học và hệ thống*: Yêu cầu này của dự án được thể hiện trên nhiều khía cạnh khác nhau. *Thứ nhất,* về số liệu thông tin, cần đảm bảo trung thực, nghĩa là phải chứng minh nguồn gốc, xuất xứ của những thông tin và số liệu đã thu thập được. *Thứ hai*, về phương pháp tính toán, cần đảm bảo tính chính xác của các số liệu, các bản vẽ kỹ thuật phải đảm bảo chính xác về kích thước, tỷ lệ. *Thứ ba*, về phương pháp lý giải, cần đảm bảo tính hợp lý, logic và chặt chẽ giữa các nội dung trong dự án. *Thứ tư*, về hình thức, cần đảm bảo sạch đẹp, rõ ràng.
- *Tính pháp lý*: DAĐT cần có cơ sở pháp lý vững chắc, tức là phù hợp với chính sách và luật pháp của Nhà nước. Muốn vậy phải nghiên cứu kỹ chủ trương, chính sách của Nhà nước, các văn bản pháp quy liên quan đến hoạt động đầu tư.
- *Tính khả thi:* Thể hiện khả năng ứng dụng và triển khai trong thực tế của dự án. Các nội dung của DAĐT phải được nghiên cứu, xác định trên cơ sở xem xét, phân tích, đánh giá đúng mức các điều kiện và hoàn cảnh cụ thể liên quan trực tiếp và gián tiếp đến hoạt động đầu tư như: thị trường, vốn, nguyên vật liệu…
- *Tính hiệu quả:* Được phản ánh thông qua chỉ tiêu hiệu quả tài chính và hiệu

quả kinh tế - xã hội mà dự án mang lại. Nhà đầu tư khi bỏ vốn phải tính đến lợi nhuận

mình được hưởng, song lợi ích đó chỉ thực sự có hiệu quả khi nó không gây ảnh hưởng xấu hoặc vi phạm các lợi ích xã hội.

#### *1.1.1.4. Các giai đoạn của quá trình thực hiện dự án đầu tư*

**Sơ đồ 1.1: Các giai đoạn của quá trình thực hiện dự án đầu tư**




*Nguồn:* Dondayana, Richard Irons, Steve Harrison, John Herbohn and Patrick Rowland (2002), *Capital Budgeting Financial appraisal of Investment Projects,*

Cambridge University Press.

Quá trình hoạch định ngân sách vốn đầu tư của doanh nghiệp là một quá trình trải qua nhiều giai đoạn. Quá trình này bao gồm các bước quan trọng sau:

- *Giai đoạn lập kế hoạch chiến lược:* Một trong những cơ sở quan trọng nhất của việc khởi động và thực hiện các DAĐT là chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp. Chính vì vậy, việc nghiên cứu và đánh giá chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp là cơ sở thiết yếu trong việc xem xét sự cần thiết và tiềm năng mang lại hiệu quả của các DAĐT được đề xuất. Các dự án được lựa chọn cần phù hợp với lợi thế cạnh tranh cốt lõi của doanh nghiệp và hướng đến việc hoàn thành các mục tiêu chiến lược của doanh nghiệp.

Một kế hoạch chiến lược là kế hoạch tổng thể của doanh nghiệp xác định rõ các ngành nghề mà công ty sẽ kinh doanh và định vị của doanh nghiệp trên thị trường của từng ngành nghề trong tương lai. Việc lập kế hoạch chiến lược giúp chuyển hóa mục tiêu của doanh nghiệp thành những định hướng và chính sách cụ thể, đặt ra những ưu tiên trong phân bổ nguồn lực, xác định rõ những lĩnh vực phát triển kinh doanh chiến lược và sách lược, hướng dẫn quá trình lập kế hoạch nhằm đạt được các mục tiêu. Tầm nhìn và sứ mệnh của doanh nghiệp sẽ được cụ thể hóa trong quá trình lập kế hoạch chiến lược.

- *Xác định các cơ hội đầu tư:* Việc xác định các cơ hội đầu tư và đưa ra các đề xuất dự án đầu tư là một bước quan trọng trong quá trình lập kế hoạch ngân sách vốn đầu tư. Các đề xuất dự án cần phải có mục tiêu cụ thể, chúng phải phù hợp với các mục tiêu, tầm nhìn, sứ mệnh và kế hoạch chiến lược dài hạn của doanh nghiệp.

- *Phân tích sơ bộ các DAĐT:* Các doanh nghiệp lớn thường có nhiều đề xuất về các cơ hội đầu tư tiềm năng, tuy nhiên, không phải tất cả các đề xuất này đều trải qua quá trình lập và thẩm định dự án nghiêm ngặt. Do đó, các cơ hội đầu tư sẽ được trải qua quá trình phân tích sơ bộ của các nhà quản trị để tách rõ các đề xuất đầu tư không quan trọng hay không tốt bởi vì không cần thiết phải chi tiêu các nguồn lực để thẩm định các đề xuất này. Phân tích sơ bộ được thực hiện dựa trên các phân tích định lượng và cả sự đánh giá dựa trên kinh nghiệm của nhà quản trị.

- *Thẩm định tài chính các dự án:* Các dự án vượt qua được vòng phân tích sơ bộ sẽ trở thành đối tượng để thực hiện thẩm định tài chính kỹ lưỡng nhằm lựa chọn được các dự án tốt có đóng góp vào việc gia tăng giá trị doanh nghiệp. Giai đoạn này còn được gọi là phân tích định lượng, phân tích dự án hay thẩm định kinh tế và tài chính dự án.

Quá trình phân tích dự án sẽ thực hiện dự báo dòng tiền kỳ vọng trong tương lai của dự án, phân tích các rủi ro liên quan đến dòng tiền này, kiểm tra độ nhạy các kết quả với những thay đổi tiềm tàng của dòng tiền dự báo, sử dụng dòng tiền để mô phỏng và chuẩn bị các ước tính khác nhau về NPV của dự án. Do đó, phân tích dự án liên quan đến việc áp dụng các kỹ thuật dự báo, các kỹ thuật đánh giá dự án, phân tích rủi ro và các thuật toán như hồi quy tuyến tính. Trong khi những khái niệm cơ bản, nguyên lý và kỹ thuật đánh giá dự án là tương tự nhau cho các dự án, việc ứng dụng kỹ thuật nào cho loại dự án cụ thể đòi hỏi kiến thức và sự am hiểu chuyên sâu của nhà phân tích.

Thẩm định tài chính sẽ cung cấp sự ước tính đóng góp của dự án vào giá trị doanh nghiệp thông qua tiêu chuẩn giá trị hiện tại thuần (NPV). Nếu các dự án được xác định nằm trong kế hoạch chiến lược hiện tại của doanh nghiệp lặp lại nhiều lần việc có NPV âm trong giai đoạn phân tích này, những kết quả này sẽ phát đi một tín hiệu đối với ban quản trị về việc cần xem xét lại kế hoạch chiến lược. Do đó, thông tin phản hồi từ phân tích dự án đối với việc lập kế hoạch chiến lược đóng vai trò quan trọng trong toàn bộ quá trình hoạch định ngân sách đầu tư.

Những kết quả của phân tích định lượng dự án có ảnh hưởng rất lớn đến việc lựa chọn dự án và ra quyết định đầu tư. Những quyết định này rõ ràng ảnh hưởng đến thành công hay thất bại và triển vọng tương lai của doanh nghiệp. Do đó, thẩm định tài chính dự án có tầm quan trọng đặc biệt đối với doanh nghiệp.

*Thẩm định danh mục DAĐT*: Với các doanh nghiệp có một danh mục nhiều dự án đầu tư, bên cạnh việc thẩm định hiệu quả từng dự án đầu tư thì việc xem xét tính cân đối và quy mô danh mục dự án đầu tư là hết sức cần thiết trong việc cân đối với năng lực huy động vốn của doanh nghiệp.

- *Phân tích các nhân tố định tính:* Khi một dự án vượt qua được các thử nghiệm phân tích định lượng, dự án phải được đánh giá thêm thông qua việc xem xét các nhân tố định tính. Các nhân tố định tính là các nhân tố ảnh hưởng đến dự án nhưng khó có thể đánh giá chính xác dưới dạng con số định lượng. Các nhân tố phân tích định tính cần xem xét như:

- Ảnh hưởng xã hội của việc tăng hoặc giảm số lượng lao động

- Ảnh hưởng môi trường của dự án

- Ảnh hưởng đến hình ảnh của công ty nếu dự án có vấn đề về mặt xã hội

- Quan điểm, thái độ của Chính phủ về DAĐT (theo hướng tác động tích cực hay tiêu cực), các mối quan hệ tích cực hoặc tiêu cực với công đoàn về dự án.

- Hậu quả về mặt chiến lược của việc tiêu dùng các nguyên vật liệu khan hiếm, những khó khăn pháp lý tiềm tàng về việc sử dụng bản quyền, sáng chế và thương hiệu.

Một số nhân tố trên có ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp và một số nhân tố khác thì không. Công ty có thể giải quyết những vấn đề này trong quá trình phân tích dự án bằng việc thảo luận và tham vấn các bên liên quan. Tuy nhiên, những quá trình này thường kéo dài và kết quả thường là không thể dự đoán được. Nó sẽ đòi hỏi kinh nghiệm của ban quản trị và kỹ năng phân tích để kết hợp các đầu ra của những quá trình này vào phân tích dự án.

- *Quyết định chấp nhận hay từ chối dự án:* Sử dụng kết quả tính toán NPV, IRR và các chỉ tiêu thẩm định khác thu được từ các phân tích định lượng được kết hợp với phân tích các nhân tố định tính sẽ tạo nên cơ sở thông tin hỗ trợ việc ra quyết định. Các nhà phân tích cung cấp những thông tin này cho ban quản trị kèm theo những đề xuất phù hợp. Các nhà quản trị xem xét những thông tin này để ra quyết định chấp nhận hay từ chối dự án.

- *Thực hiện dự án và giám sát:* Một khi trải qua được giai đoạn ra quyết định và được chấp thuận, các dự án sẽ chuyển sang giai đoạn triển khai thực hiện và nhiều phòng ban chức năng sẽ cùng tham gia vào quá trình này. Một phần không thể thiếu của quá trình thực hiện dự án là việc giám sát liên tục tiến độ dự án nhằm phát hiện các

điểm nghẽn tiềm tàng và từ đó có thể can thiệp sớm nhằm tháo gỡ các điểm nghẽn này. Những sự sai lệch giữa dòng tiền trên thực tế so với dòng tiền ước tính cần được giám sát thường xuyên và thực hiện các hành động điều chỉnh cần thiết.

- *Kiểm toán sau thực hiện:* Kiểm toán sau thực hiện không liên quan đến quá trình hỗ trợ ra quyết định hiện tại về dự án mà nó thực hiện kiểm tra kết quả của các dự án đã được thực hiện. Tuy nhiên, việc đánh giá kết quả của những quyết định trong quá khứ có thể đóng góp lớn vào việc cải thiện việc ra quyết định đầu tư hiện tại và trong tương lai thông qua việc chỉ ra những mặt ưu điểm và hạn chế của quá trình thẩm định dự án trong quá khứ.

Kiểm toán sau thực hiện có thể cung cấp thông tin phản hồi hữu ích về quá trình thẩm định dự án hoặc lập kế hoạch chiến lược. Ví dụ, việc đánh giá lại các điểm mạnh (hoặc tính chính xác) và điểm yếu (hoặc sự không chính xác) của dự báo dòng tiền của các dự án trong quá khứ có thể chỉ ra mức độ tin cậy đối với việc dự báo dòng tiền của các dự án đầu tư hiện tại. Nếu các dự án được thực hiện trong quá khứ nằm trong hệ thống kế hoạch chiến lược không chứng tỏ lợi ích như dự tính, thông tin này có thể gợi ý ban quản trị xem xét lại kỹ lưỡng kế hoạch chiến lược hiện tại. Quá trình đánh giá lại dự án sau khi vận hành sẽ cho thấy tính hợp lý, hiệu quả hay không hiệu quả, trên cơ sở đó có thể phải điều chỉnh lại chiến lược và thoái vốn khỏi các dự án kém hiệu quả.

### 1.1.2. Thẩm định dự án đầu tư của doanh nghiệp

#### *1.1.2.1. Khái niệm và tầm quan trọng của thẩm định dự án đầu tư*

*Thẩm định DAĐT là quá trình kiểm tra, xem xét một cách khách quan, khoa học và toàn diện các nội dung cơ bản của một DAĐT nhằm đánh giá tính hợp lý, tính hiệu quả và tính khả thi của dự án; trên cơ sở đó ra quyết định đầu tư và cấp phép đầu tư.* Hay nói cách khác, thẩm định dự án là phân tích, đánh giá tính khả thi của DAĐT về tất cả các nội dung kinh tế, kỹ thuật, xã hội, môi trường, chính trị, công nghệ, pháp luật, tài chính… trên cơ sở các tiêu chuẩn, định mức, quy định của cơ quan quản lý nhà nước, tiêu chuẩn và thông lệ quốc tế. Thẩm định DAĐT có ý nghĩa rất quan trọng với nhiều chủ thể khác nhau:

- *Đối với chủ đầu tư,* thẩm định DAĐT nhằm đảm bảo tính xác thực trong các thông tin và hiệu quả do dự án đem lại trước khi trình cấp có thẩm quyền phê duyệt. Đây cũng là căn cứ để nhà đầu tư tìm ra những cơ hội đầu tư tốt, tránh được những rủi ro và giảm thiểu chi phí cơ hội. Thẩm định dự án còn là cơ sở cho các nhà đầu tư lựa chọn các phương án đầu tư, xây dựng và điều hành kế hoạch đầu tư, kiểm tra giám sát quá trình thực hiện dự án và tìm kiếm các đối tác liên doanh.
- *Đối với nhà tài trợ,* thẩm định DAĐT là căn cứ quan trọng nhất để đi đến quyết định tài trợ cho dự án hay không dựa trên cơ sở tính khả thi, khả năng hoàn trả nợ của dự án và những quy định của ngành về đối tượng cho vay nhằm hạn chế thấp nhất rủi ro và đảm bảo đem lại lợi nhuận.
- *Đối với các cơ quan quản lý,* thẩm định DAĐT đứng trên góc độ quản lý nhà nước chính là xem xét các lợi ích kinh tế - xã hội mà dự án mang lại có phù hợp với các mục tiêu, chiến lược phát triển kinh tế - xã hội của đất nước, của địa phương hay không. Dự án cần được thẩm định trên nhiều phương diện như sự ảnh hưởng đến môi trường sinh thái, mức đóng góp cho ngân sách, giải quyết việc làm… Từ đó có những kết luận về hiệu quả kinh tế - xã hội do dự án mang lại để ra quyết định có cấp giấy chứng nhận đầu tư hay không. Đối với những dự án phù hợp với mục tiêu, định hướng phát triển của Nhà nước thì việc thẩm định dự án là cơ sở để từ đó cơ quan quản lý xem xét các hình thức ưu đãi về lãi suất, đất đai và thuế.

***1.1.2.2. Nội dung thẩm định dự án đầu tư***

Một DAĐT được xem xét và thẩm định trên nhiều phương diện khác nhau. Quá trình thẩm định dự án thường bao gồm các nội dung chính như sau:

**** Thẩm định tính pháp lý của dự án***

Tính pháp lý của dự án là yếu tố quan trọng để dự án được triển khai và vận hành thông suốt. Yêu cầu về mặt pháp lý nhằm đảm bảo dự án không trái với mục tiêu phát triển kinh tế - xã hội của Nhà nước, phù hợp với quy hoạch phát triển theo ngành, theo vùng lãnh thổ, lĩnh vực kinh doanh của dự án cần đảm bảo không thuộc danh mục hàng hoá bị cấm kinh doanh theo quy định của pháp luật. Thẩm định tính pháp lý của dự án

được thực hiện thông qua việc xem xét các văn bản pháp lý của nhà nước và của

doanh nghiệp như: Quyết định thành lập doanh nghiệp, Điều lệ hoạt động của doanh nghiệp, Giấy phép đầu tư, Quyết định phê duyệt thiết kế và tổng dự toán, các giấy tờ liên quan đến việc thực hiện dự án như kết quả thăm dò địa chất, môi trường, giấy phép khai thác tài nguyên, giấy chứng nhận quyền sử dụng đất hoặc thuê đất, giấy phép nhập khẩu nguyên vật liệu, máy móc thiết bị… Nhà đầu tư cần chứng minh sự cần thiết phải đầu tư và được phép của các cấp có thẩm quyền.

**** Thẩm định kỹ thuật công nghệ của dự án***

Thẩm định kỹ thuật nhằm xác định cấu hình kỹ thuật cũng như những phương diện cốt yếu khác hình thành nên dự án đầu tư, định hình dự án một cách tổng thể về quy mô và quy trình sản xuất, lựa chọn thiết bị công nghệ, các yếu tố đầu vào và đầu ra của sản phẩm, khả năng bao tiêu của sản phẩm… làm cơ sở cho các bước phân tích tiếp theo, nội dung cụ thể như sau:

- *Hình thức và quy mô công suất của dự án*: Lựa chọn hình thức đầu tư phải phù hợp với năng lực và điều kiện sản xuất hiện tại của nhà đầu tư. Cần xem xét các yếu tố cơ bản ảnh hưởng đến chất lượng, tính năng, công suất của máy móc thiết bị để lựa chọn quy mô đầu tư. Quy mô và công suất phải cân đối với nhu cầu thị trường, khả năng cung ứng nguyên vật liệu và khả năng quản lý, tổ chức sản xuất của nhà đầu tư.
- *Thiết bị của dự án*: Thiết bị là bộ phận quan trọng trong hệ thống tài sản cố định, có ảnh hưởng trực tiếp đến chất lượng sản phẩm và quá trình sản xuất kinh doanh. Lựa chọn thiết bị phải phù hợp với quy trình và điều kiện sản xuất, đánh giá được mức độ hiện đại, ưu điểm và hạn chế, nội dung chuyển giao công nghệ, giá cả và phương thức thanh toán thiết bị, danh mục thiết bị sản xuất chính, tính đồng bộ về công suất của thiết bị…
- *Khả năng cung ứng các yếu tố đầu vào và tiêu thụ sản phẩm đầu ra của dự án*: Đây là nội dung quan trọng, có ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả đầu tư của dự án. Các yếu tố đầu vào cho việc xây dựng và vận hành dự án như: khả năng cung cấp thiết bị đảm bảo tiến độ thi công dự án, khả năng cung cấp nguyên vật liệu, nguồn nhân lực… Tiếp theo là xem xét thị trường đầu ra sản phẩm tiêu thụ của dự án như khách hàng, sản

lượng tiêu thụ, giá bán…

**** Thẩm định về xây dựng***

Thẩm định về xây dựng là cơ sở để đánh giá sự phù hợp của DAĐT với quy hoạch phát triển kinh tế - xã hội, nội dung bao gồm:

- *Địa điểm xây dựng*: Cần xem xét các vấn đề về đặc điểm, điều kiện tự nhiên (vị trí địa lý, khí hậu, địa chất, tài nguyên…), điều kiện xã hội, quy hoạch và chiến lược phát triển sản phẩm phù hợp với nhu cầu của ngành, của vùng và nhu cầu sử dụng đất. Hiện trạng và phương án giải phóng mặt bằng, điều kiện về kết cấu hạ tầng, an ninh quốc phòng… Đánh giá ảnh hưởng của địa điểm xây dựng đến quá trình sản xuất, tiêu thụ sản phẩm.

- *Tiến độ, lực lượng xây dựng*: Cần quan tâm đến phương án bố trí mặt bằng, xác định tiêu chuẩn công trình, giải pháp kiến trúc, phương án tổ chức xây dựng và tiến độ thi công của công trình. Cụ thể, cần thẩm định thời gian hoàn thành từng hạng mục và toàn bộ công trình, những hạng mục nào phải hoàn thành trước, những hạng mục nào có thể hoàn thành sau, những công việc nào có thể tiến hành song song. Quá trình thực hiện xây lắp cần đảm bảo theo trình tự nhất định, đảm bảo đưa dự án vào vận hành đúng thời gian dự kiến.

- Các tiêu chuẩn, quy phạm, giải pháp kỹ thuật xây dựng, tiêu chuẩn, giải pháp xử lý môi trường, giải pháp chống ô nhiễm, xử lý chất thải.

**** Thẩm định phương diện thị trường sản phẩm đầu ra của dự án***

Đây là nội dung rất quan trọng của dự án, bởi thị trường sản phẩm đầu ra là nơi phát ra những tín hiệu cần thiết đối với nhà đầu tư, là nhân tố quyết định việc lựa chọn mục tiêu và quy mô của DAĐT. Việc phân tích, tính toán về nhu cầu thị trường được thực hiện dựa trên số liệu tổng hợp điều tra nhu cầu sản phẩm trong quá khứ, so sánh phân tích để đưa ra dự đoán nhu cầu thực tế, khả năng chiếm lĩnh thị trường và cạnh tranh dựa trên mức giá hợp lý. Ngoài ra, cần xem xét tới nội dung liên quan đến marketing, các kênh phân phối sản phẩm, chương trình hậu mãi… Việc thẩm định về phương diện thị trường của dự án nhằm mục tiêu xác định và làm rõ các yếu tố sau:

- *Nhu cầu hiện tại của sản phẩm:* Xem xét các yếu tố kinh tế và ngoài kinh tế

tác động đến nhu cầu của sản phẩm và vùng thị trường mà sản phẩm của dự án sẽ được

tiêu thụ. Đồng thời, phân tích một số đặc điểm chủ yếu của thị trường tiêu thụ sản phẩm như: dân số, mức thu nhập bình quân đầu người, thói quen, tập quán tiêu dùng và thói quen mua hàng. Xác định trực tiếp nhu cầu hiện tại của sản phẩm là việc rất khó khăn, vì vậy cần phải có các dữ liệu thống kê về số lượng sản phẩm hàng năm của các cơ sở hiện có, số lượng xuất nhập khẩu hàng năm và mức tồn kho cuối năm của sản phẩm.

- *Nhu cầu tương lai của sản phẩm:* Đây là vấn đề quan trọng và cần thiết, vì phải sau một thời gian xây dựng, khi đi vào hoạt động thì sản phẩm của dự án mới có mặt trên thị trường. Có nhiều phương pháp để dự báo nhu cầu tương lai như phương pháp bình quân số học, phương pháp bình quân theo tốc độ tăng trưởng… Các phương pháp này dựa trên nguyên tắc cơ bản là những gì xảy ra trong quá khứ sẽ tiếp tục xảy ra trong tương lai. Vấn đề đặt ra là cần lựa chọn phương pháp thích hợp để dự báo đối với từng loại sản phẩm dự định sản xuất.

- *Khả năng cạnh tranh của sản phẩm:* Phân tích đánh giá khả năng cạnh tranh của sản phẩm dự án so với sản phẩm cùng loại đã có và các sản phẩm cạnh tranh tiềm năng trong tương lai là điều rất quan trọng. Trước hết, cần xác định các đối thủ cạnh tranh chính ở cả hiện tại và tiềm năng có thể xuất hiện trong tương lai. Thu thập các thông tin về tình hình kinh doanh có ước tính đến sự thay đổi trong tương lai để đánh giá điểm mạnh và điểm yếu của đối thủ cạnh tranh. Sau đó, phân tích đánh giá khách quan ưu thế và bất lợi của dự án trong cạnh tranh trên các mặt chủ yếu như: chi phí sản xuất, khả năng tài chính, khả năng quản lý, công nghệ và kỹ thuật. Điều quan trọng là cần xác định rõ những ưu thế của dự án sẽ tồn tại được bao lâu và những bất lợi có thể khắc phục, hạn chế được hay không.

- *Phương thức tiêu thụ sản phẩm:* Xây dựng các biện pháp tiếp thị và mạng lưới tiêu thụ sản phẩm của dự án để tăng nhanh khả năng tiêu thụ và đảm bảo cho sản phẩm đến được tay người tiêu dùng một cách nhanh chóng, thuận tiện. Vì vậy, cần nghiên cứu kỹ đối tượng khách hàng và các hình thức phân phối cũng như các phương án giới thiệu sản phẩm.

**** Thẩm định phương diện kinh tế - xã hội của dự án***

Hiệu quả kinh tế - xã hội của dự án được xác định trên cơ sở lợi ích của nền kinh tế quốc dân, vì vậy, cơ sở để xác định hiệu quả kinh tế - xã hội là các mục tiêu vĩ mô. Một DAĐT bên cạnh việc quan tâm đến mục tiêu lợi nhuận cao cho nhà đầu tư cần quan tâm thích đáng đến lợi ích kinh tế - xã hội cho toàn bộ nền kinh tế trên một số chỉ tiêu như: Mức độ giải quyết việc làm và cải thiện mức sống cho người lao động, mức đóng góp dự kiến cho ngân sách nhà nước; khả năng thúc đẩy phát triển kinh tế xã hội tại địa phương nơi dự án triển khai; tác động của dự án đến môi trường…

**** Thẩm định tài chính dự án đầu tư***

Thẩm định tài chính DAĐT là nội dung phức tạp nhất và đóng vai trò quyết định trong quá trình thẩm định dự án. Trong thực tế hoạt động đầu tư, các quyết định như: chọn địa điểm xây dựng, mua máy móc thiết bị… luôn được cân nhắc, xem xét từ khía cạnh tài chính. Nếu dự án khả thi ở một số phương diện, nhưng phương diện tài chính không khả thi thì sẽ không thực hiện được. Điều đó khẳng định vị trí và tầm quan trọng của thẩm định tài chính trong hoạt động thẩm định DAĐT.

Mục đích chủ yếu của việc thẩm định tài chính DAĐT là nhằm thẩm định tổng nhu cầu vốn đầu tư và sự đảm bảo các nguồn lực tài chính cho việc thực hiện có hiệu quả DAĐT, thẩm định kết quả và hiệu quả hoạt động của dự án để đánh giá khả năng sinh lời của vốn đầu tư, thời gian hoàn vốn, mức độ rủi ro…trên cơ sở đó đề xuất với ban quản trị công ty xem xét phê duyệt dự án hay không.

## 1.2.NỘI DUNG CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

### 1.2.1. Khái niệm thẩm định tài chính dự án đầu tư

Về mặt khái niệm, *thẩm định tài chính DAĐT là việc sử dụng các phương pháp phân tích, đánh giá để kết luận tính khả thi và hiệu quả của DAĐT về mặt tài chính*. Thẩm định tài chính DAĐT là một nội dung quan trọng và phức tạp, kết quả thẩm định tài chính dự án là một trong những cơ sở quan trọng nhất đối với nhà đầu tư, nhà tài trợ và cơ quan quản lý nhà nước trong việc đưa ra các quyết định liên quan đến DAĐT.

Nhằm đảm bảo tính chính xác, thẩm định tài chính cần đặt trong mối tương quan với các phần hành thẩm định liên quan của dự án. Thẩm định tài chính dự án sử dụng các dữ liệu thu thập được từ các phần hành thẩm định khác (ví dụ như: thẩm định thẩm định thị trường, thẩm định kỹ thuật công nghệ…) để xây dựng nên phương án tài chính của dự án và đánh giá xem dự án có khả thi về mặt tài chính hay không. Chính vì vậy, sự chuẩn xác của thẩm định tài chính dự án phụ thuộc lớn vào tính chính xác của các phần hành thẩm định khác.

** Hai quan điểm thẩm định tài chính DAĐT*

Việc thẩm định dự án có thể thực hiện theo một trong hai quan điểm đó là, quan điểm tổng đầu tư và quan điểm chủ sở hữu.

- *Quan điểm tổng đầu tư* xem xét tổng thể dòng tiền của dự án, không quan tâm đến việc dự án được tài trợ từ nguồn nào và dòng tiền sẽ được phân chia như thế nào. Do đó, trong quan điểm tổng đầu tư không thể hiện dòng tiền vay và dòng tiền trả nợ vay. Cũng chính vì lý do này, dòng tiền theo quan điểm tổng đầu tư là dòng tiền mặt tự do của doanh nghiệp (free cash flow to firm – FCFF) và cần được chiết khấu bởi chi phí sử dụng vốn bình quân (Weighted Average Cost of Capital – WACC).
- *Quan điểm chủ sở hữu* xem xét dòng tiền dự án đứng trên quan điểm của chủ sở hữu dự án, thể hiện dòng tiền còn lại dành cho chủ sở hữu. Do đó, quan điểm này thể hiện rõ dòng thu từ việc đi vay và dòng chi trả nợ vay. Chính vì vậy, dòng tiền theo quan điểm chủ sở hữu là dòng tiền mặt tự do của vốn cổ phần (Free Cash Flow to Equity – FCFE) và cần được chiết khấu bởi chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (Cost of equity).

### 1.2.2. Nội dung công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư

#### *1.2.2.1. Thẩm định tổng mức đầu tư và nguồn tài trợ của dự án*

**** Thẩm định tổng mức đầu tư của dự án***

*Theo quan điểm tổng đầu tư*, TMĐT của một dự án là những khoản chi để hình thành nên những tài sản cần thiết của dự án, bao gồm cả tài sản cố định và tài sản lưu động thường xuyên, tạo tiền đề cho dự án đi vào vận hành. TMĐT của dự án bao gồm chi phí đầu tư của nhiều khoản mục khác nhau, tuy nhiên, có thể xếp thành hai loại:

- *Chi đầu tư hình thành nên TSCĐ:* Là những khoản chi để hình thành nên TSCĐ hữu hình và TSCĐ vô hình của dự án, bao gồm cả những khoản chi liên quan đến hiện đại hóa để nâng cấp máy móc thiết bị.

- *Chi đầu tư hình thành vốn lưu động thường xuyên cần thiết:* Bao gồm số vốn đầu tư vào tài sản lưu động thường xuyên cần thiết ở thời điểm ban đầu đưa dự án vào hoạt động và số vốn lưu động thường xuyên cần thiết bổ sung thêm trong quá trình hoạt động khi dự án mở rộng quy mô kinh doanh.

*Riêng thẩm định theo quan điểm của chủ sở hữu*, phần chi phí đầu tư chỉ xem xét đến khoản tiền chi ra của chủ đầu tư (chủ sở hữu) để thực hiện dự án mà không tính đến phần tài trợ từ nguồn vốn vay.

Thẩm định TMĐT của dự án là rất quan trọng nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho công tác huy động vốn, tránh trường hợp khi thực hiện, vốn đầu tư tăng lên hoặc giảm đi quá lớn so với dự kiến ban đầu, dẫn đến việc không cân đối được nguồn vốn, ảnh hưởng đến hiệu quả và khả năng trả nợ của dự án hoặc phải trình cấp có thẩm quyền phê duyệt lại. Xác định TMĐT sát với thực tế là cơ sở để tính toán đúng hiệu quả tài chính và dự kiến khả năng trả nợ của dự án.

**** Thẩm định nguồn tài trợ vốn của dự án***

Để thực hiện dự án, doanh nghiệp có thể huy động vốn từ nhiều nguồn khác nhau với chi phí sử dụng vốn khác nhau, tuy nhiên, đối với loại hình CTCP có thể chia thành ba nguồn tài trợ cơ bản:

- *Nguồn vốn cổ đông thường*: Đây là nguồn vốn góp từ các cổ đông thường trong CTCP và bao gồm hai loại: Lợi nhuận để lại tái đầu tư và phát hành cổ phiếu thường mới.

- *Phát hành cổ phiếu ưu đãi*: Doanh nghiệp còn có thể huy động vốn thông qua việc phát hành cổ phiếu ưu đãi. Cổ phiếu ưu đãi là chứng chỉ xác nhận quyền sở hữu trong CTCP và cho phép người nắm giữ loại cổ phiếu này được hưởng một số quyền lợi ưu đãi hơn so với cổ đông thường. Loại cổ phiếu ưu đãi thường được phát hành là cổ phiếu ưu đãi cổ tức.

- *Nguồn nợ vay dài hạn:* Bao gồm ba nguồn tài trợ nợ cơ bản: (1) vay ngân hàng và các tổ chức tín dụng; (2) vay thông qua phát hành trái phiếu và (3) thuê tài chính.

Trên cơ sở tổng nhu cầu vốn đầu tư được duyệt, chuyên viên thẩm định rà soát lại việc dự kiến quy mô và kết cấu nguồn tài trợ cho dự án, đánh giá chi phí của từng loại nguồn vốn, các điều kiện vay đi kèm; cân đối giữa nhu cầu vốn đầu tư và khả năng tham gia tài trợ của các nguồn vốn dự kiến để đánh giá tính khả thi của các nguồn vốn. Nếu khả năng đáp ứng nhu cầu vốn lớn hơn hoặc bằng nhu cầu của dự án thì được chấp nhận, nếu khả năng đáp ứng nhu cầu vốn nhỏ nhu cầu của dự án thì cần giảm quy mô của dự án, xem xét lại khía cạnh kỹ thuật để đảm bảo tính đồng bộ trong việc giảm quy mô.

#### *1.2.2.2. Thẩm định dòng tiền của dự án*

**** Các nguyên tắc khi xác định dòng tiền của dự án***

Dòng tiền của dự án được hiểu là các khoản thu, chi được kỳ vọng xuất hiện tại các mốc thời gian khác nhau trong suốt thời kỳ hoạt động của dự án. Khi xác định dòng tiền của dự án phải dựa trên các nguyên tắc cơ bản:

- *Đánh giá dự án cần dựa trên cơ sở đánh giá dòng tiền tăng thêm do dự án đầu tư đưa lại chứ không dựa vào lợi nhuận kế toán:* Lợi nhuận kế toán được xác định dựa trên doanh thu và chi phí theo nguyên tắc phù hợp của kế toán trong khi đó, dòng tiền tăng thêm phản ánh lượng tiền mà dự án thực sự tạo ra cho chủ đầu tư. Dòng tiền mặt cho phép nhà đầu tư biết được lượng tiền thực có ở từng thời điểm mà doanh nghiệp được phép sử dụng để có những quyết định mới: Hoặc dùng tiền đó để trả nợ, hoặc trả cổ tức cho cổ đông, hoặc tăng vốn luân chuyển hoặc đầu tư TSCĐ… Trong khi đó nếu sử dụng lợi nhuận kế toán thì không thể đưa ra được những quyết định như vậy. Bởi lợi nhuận kế toán một mặt phụ thuộc vào phương pháp hạch toán kế toán của doanh nghiệp, mặt khác doanh thu để tính toán lợi nhuận kế toán bao gồm cả phần doanh thu bán chịu, làm cho doanh nghiệp có thể có lợi nhuận nhưng không có tiền.
- *Phải tính đến chỉ tiêu chi phí cơ hội khi xem xét dòng tiền của dự án:* Chi phí

cơ hội là khoản thu nhập mà nhà đầu tư có thể thu được từ dự án tốt nhất còn lại. Chi

phí cơ hội ở đây muốn nói đến chính là phần thu nhập cao nhất có thể có được từ tài sản sở hữu của doanh nghiệp nếu nó không sử dụng cho dự án. Chi phí cơ hội không phải là một khoản thực chi nhưng vẫn được tính vào vì nó là một khoản thu nhập mà doanh nghiệp phải mất đi khi thực hiện dự án.

- *Không được tính chi phí chìm vào dòng tiền của dự án:* Chi phí chìm là những khoản chi phí của những dự án quá khứ (những chi phí đã xảy ra rồi) không còn khả năng thu hồi mà doanh nghiệp phải hoàn toàn gánh chịu bất kể dự án có được chấp thuận hay không. Chúng không liên quan đến DAĐT mới nên nó không được đưa vào để phân tích.

- *Phải tính đến yếu tố lạm phát khi xem xét dòng tiền:* Lạm phát có ảnh hưởng rất lớn đến dòng tiền thu vào, dòng tiền chi ra của dự án, đồng thời ảnh hưởng đến chi phí sử dụng vốn. Lạm phát gây nên sự thay đổi về giá cả theo thời gian, do vậy nó tác động đến dòng tiền kì vọng và tỷ lệ chiết khấu khi thẩm định tài chính DAĐT. Lạm phát còn ảnh hưởng đến lãi suất danh nghĩa. Các bên tài trợ cho dự án sẽ tăng lãi suất danh nghĩa đối với các khoản vốn họ cho vay để bù đắp mất mát do lạm phát gây nên.

- *Phải tính đến ảnh hưởng chéo:* Phải tính đến ảnh hưởng của dự án đến các bộ phận khác của doanh nghiệp. Chẳng hạn, với các dự án đầu tư mở rộng SXKD, việc thực hiện dự án sẽ tác động đến sản lượng sản phẩm sản xuất và tiêu thụ hàng năm, làm tăng nhu cầu dự trữ vật tư, hàng hóa, tăng nguyên giá TSCĐ và mức khấu hao hàng năm,… điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến dòng tiền hoạt động của dự án, dòng tiền thuần đầu tư. Do vậy, sẽ tác động đến việc đánh giá, lựa chọn các DAĐT.

- *Phải xem xét giá trị thời gian của tiền:* Do tiền có giá trị thời gian nên cần căn cứ vào thời điểm xuất hiện dòng tiền và quy chúng về cùng một mốc thời gian để so sánh, đánh giá về hiệu quả tài chính của dự án.

**** Xác định dòng tiền của dự án***

Trên góc độ tài chính, dự án là một tập hợp các dòng tiền bao gồm dòng tiền vào và dòng tiền ra.

***+ Dòng tiền vào của dự án:***

Dòng tiền vào của dự án (inflow) là dòng tiền thu nhập dự án mang lại cho nhà đầu tư. Theo quan điểm tổng đầu tư, dòng tiền vào của dự án bao gồm:

- *Dòng tiền thuần hoạt động hàng năm:* Theo phương pháp trực tiếp xác định dòng tiền, dòng tiền này được xác định dựa vào số chênh lệch giữa tiền thu của dự án và những khoản tiền chi tiêu phát sinh từ hoạt động thường xuyên trong kỳ khi dự án đầu tư được đưa vào vận hành. Bên cạnh đó, dòng tiền thuần hoạt động còn có thể tính theo phương pháp gián tiếp dựa trên công thức:

**Dòng tiền thuần hoạt động** = **Lợi nhuận sau thuế** + **Khấu hao TSCĐ**

Trong kế toán, khấu hao TSCĐ là một yếu tố chi phí được tính vào giá thành sản phẩm để xác định lợi nhuận trong kỳ. Tuy nhiên, xét trên góc độ tài chính, khấu hao TSCĐ là khoản thu hồi vốn cố định. Do vậy, số tiền khấu hao TSCĐ được coi là một phần trong dòng tiền thu của DAĐT.

- *Khoản thu hồi vốn lưu động thường xuyên:* Khi DAĐT kết thúc, hàng tồn kho được bán hết và không được mua sắm thay thế, các khoản phải thu được chuyển thành tiền mặt, doanh nghiệp sẽ thu được các khoản đã đầu tư vào vốn lưu động thường xuyên. Vốn lưu động thường xuyên có thể được thu hồi dần từng phần hoặc thu hồi toàn bộ một lần khi kết thúc dự án.

- *Khoản thu thuần thanh lý TSCĐ:* Khi dự án đầu tư kết thúc, các tài sản cố định như phương tiện, thiết bị sản xuất, nhà xưởng sẽ được thanh lý. Khoản thu thuần thanh lý sẽ được xác định bằng chênh lệch giữa tiền thu từ thanh lý trừ đi tiền chi cho hoạt động thanh lý (bao gồm cả khoản thuế từ thanh lý). Khoản thu thuần thanh lý sẽ được cộng vào dòng tiền vào của dự án.

***+ Dòng tiền ra của dự án:***

Dòng tiền ra của dự án (outflow) là các khoản chi đầu tư của dự án nhằm hình thành nên TSCĐ và tài sản lưu động thường xuyên cần thiết.

- *Chi đầu tư TSCĐ:* Đây là loại đầu tư nhằm mua sắm, cải tạo, mở rộng TSCĐ

như đầu tư xây lắp, đầu tư máy móc thiết bị, đầu tư TSCĐ khác. Chi phí này bao gồm

giá mua và các chi phí liên quan cho đến khi đưa thiết bị vào hoạt động như: chi phí vận chuyển, chi phí bảo hiểm, chi phí lắp đặt, vận hành thử…

- *Chi đầu tư vào vốn lưu động thường xuyên:* Bên cạnh việc đầu tư vào TSCĐ, DAĐT cũng cần đầu tư vào vốn lưu động thường xuyên khi dự án chuẩn bị đi vào hoạt động hoặc đầu tư bổ sung vốn lưu động khi dự án mở rộng quy mô kinh doanh.

- *Chi phí cơ hội:* Là chi phí của khả năng sinh lợi tốt nhất bị bỏ qua khi thực hiện DAĐT. Trong nhiều trường hợp, nhà đầu tư đã sở hữu sẵn một tài sản hữu dụng cho việc thực hiện dự án, tức là doanh nghiệp không phải bỏ tiền ra để mua những tài sản này. Tuy nhiên, khi sử dụng tài sản này vào dự án, doanh nghiệp đã từ bỏ cơ hội khác sử dụng tài sản đó tạo ra thu nhập. Vì vậy, giá trị thị trường của tài sản đó tại thời điểm đầu tư phải được đưa vào chi phí đầu tư, nó phản ánh chi phí cơ hội chứ không phải chi phí xuất quỹ.

Cần chú ý rằng, không được tính chi phí chìm vào giá trị dòng tiền của dự án. Chi phí chìm là chi phí đã xuất hiện từ trước mà doanh nghiệp phải bỏ ra, không thể bù đắp được cho dù dự án đầu tư có được chấp nhận hay không, chẳng hạn như: chi phí thuê tư vấn thiết kế dự án, chi phí khảo sát địa điểm xây dựng dự án…

***+ Dòng tiền thuần của dự án đầu tư:***

**Dòng tiền thuần năm t = Dòng tiền vào năm t – Dòng tiền ra năm t**

Để thuận tiện cho việc tính toán, thông thường người ta giả định thời điểm bỏ vốn đầu tư đầu tiên được xác định là thời điểm 0, dòng tiền vào hoặc dòng tiền ra của dự án trong kỳ được xác định ở thời điểm cuối kỳ đó. Dòng tiền thuần của dự án có giá trị âm trong những năm đầu, khi các khoản đầu tư ban đầu đã được thực hiện mà chưa thu được nhiều lợi ích từ việc bán các sản phẩm hàng hoá, dịch vụ của dự án. Sau một thời gian, khi sản phẩm hàng hoá, dịch vụ đã được tiêu thụ trên thị trường, dòng tiền thu của dự án sẽ lớn hơn dòng chi phí bỏ ra và dòng tiền ròng của dự án sẽ dương. Chỉ tiêu này có xu hướng tăng dần trong những năm tiếp theo của dự án.

Việc xác định dòng tiền qua các năm khi dự án đi vào hoạt động chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố như: khuynh hướng tăng trưởng kinh tế, giá cả, thái độ của người tiêu

dùng, phản ứng của đối thủ cạnh tranh… Sai lầm trong việc xác định dòng

tiền sẽ dẫn đến những kết luận sai về chất lượng tài chính DAĐT và hậu quả sẽ là một quyết định đầu tư sai lầm. Dựa trên việc xác định dòng tiền thuần của dự án, các tiêu chuẩn tài chính để đánh giá hiệu quả tài chính, lựa chọn dự án có hiệu quả tài chính cao nhất trong các dự án được tính toán và thẩm định.

***1.2.2.3. Thẩm định tỷ lệ chiết khấu của dự án***

Về mặt khái niệm, tỷ lệ chiết khấu là tỷ suất sinh lời mà nhà đầu tư yêu cầu khi doanh nghiệp huy động vốn để thực hiện DAĐT, còn được gọi là chi phí sử dụng vốn. Nếu dự án đầu tư được tài trợ từ nhiều nguồn và dòng tiền được thẩm định là dòng tiền theo quan điểm tổng đầu tư, tỷ lệ chiết khấu được sử dụng là chi phí sử dụng vốn bình quân WACC:

$$\mathbf{WACC} = \sum_{t=0}^{\mathbf{f_t \ x \ r_t}}$$

Trong đó: $f_t$: Tỷ trọng nguồn vốn t trong tổng vốn đầu tư $r_t$:
Chi phí sử dụng vốn sau thuế của nguồn vốn t n:
Số lượng nguồn vốn được huy động

Chi phí sử dụng vốn là một biến số rất quan trọng trong thẩm định tài chính DAĐT, có ảnh hưởng lớn đến giá trị hiện tại của các dòng tiền của dự án. Nếu ước lượng sai chi phí sử dụng vốn theo hướng quá thấp so với thực tế sẽ dẫn đến chấp nhận và khuyến khích đầu tư vào các dự án rủi ro và kém hiệu quả, còn nếu ước lượng quá cao so với thực tế thì có thể dẫn đến loại bỏ các DAĐT có chất lượng tốt.

***1.2.2.4. Thẩm định các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính dự án***

Việc ra quyết định thực hiện một DAĐT đòi hỏi phải cân nhắc trên nhiều mặt và sau cùng là hiệu quả về mặt tài chính của dự án. Có nhiều chỉ tiêu khác nhau được sử dụng để đánh giá hiệu quả tài chính của DAĐT, đòi hỏi khi sử dụng chỉ tiêu thẩm định, cán bộ thẩm định phải hiểu rõ chỉ tiêu ấy có ưu điểm, nhược điểm gì, có phù hợp để

thẩm định tài chính dự án không. Phần này đưa ra những chỉ tiêu thẩm định tài chính chủ yếu được sử dụng hiện nay.

**** Phương pháp Giá trị hiện tại thuần (Net Present Value - NPV)***

Tiêu chuẩn đánh giá là giá trị hiện tại thuần của khoản đầu tư. *Giá trị hiện tại thuần của dự án là số chênh lệch giữa giá trị hiện tại dòng tiền thuần của DAĐT mang lại trong tương lai với vốn đầu tư ban đầu của dự án*. Công thức tính giá trị hiện tại thuần như sau:

$$NPV = \sum_{t=1} \frac{CF_t}{(1+r)^t} - CF_0$$

Trong đó: NPV: Giá trị hiện tại thuần của dự án đầu tư

$CF_t$: Dòng tiền thuần của dự án năm thứ t

$CF_0$: Vốn đầu tư ban đầu của dự án

n: Số năm hoạt động của dự án

r: Lãi suất chiết khấu

Việc sử dụng NPV làm tiêu chuẩn đánh giá, lựa chọn thực hiện như sau:

- Nếu NPV<0, dòng tiền thuần của dự án quy về hiện tại không đủ bù đắp vốn đầu tư ban đầu, dự án bị loại bỏ.

- Nếu NPV = 0 thì tùy vào tình hình cụ thể và sự cần thiết của dự án mà quyết định có đầu tư vào dự án hay không.

- Nếu NPV > 0, dự án có tổng dòng tiền thuần chiết khấu về hiện tại lớn hơn vốn đầu tư ban đầu, NPV càng lớn thì hiệu quả tài chính càng cao, dự án càng hấp dẫn. Vì vậy, nếu các dự án đầu tư là độc lập và có NPV dương thì đều có thể chấp nhận. Nếu các dự án đầu tư là xung khắc nhau và vòng đời của các dự án bằng nhau thì sẽ chọn dự án có giá trị hiện tại thuần dương cao nhất.

** Ưu điểm:*

- Phương pháp này đánh giá hiệu quả tài chính của dự án có tính đến giá trị thời gian của tiền, tức là, trước khi đánh giá hiệu quả tài chính của dự án, dòng tiền

thuần đã được chiết khấu về hiện tại để đảm bảo đồng nhất về mốc thời gian đánh giá.

- Cho phép đo lường trực tiếp giá trị gia tăng do vốn đầu tư mang lại, từ đó, giúp cho việc đánh giá và lựa chọn dự án phù hợp với mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Hiệu quả của dự án được biểu hiện bằng một đại lượng tuyệt đối, phản ánh đóng góp của dự án vào giá trị doanh nghiệp.

- Có thể tính giá trị hiện tại thuần của dự án kết hợp bằng cách cộng giá trị hiện tại thuần của các dự án với nhau. Các tiêu chuẩn thẩm định khác không có được đặc tính ưu việt này.

** Hạn chế:*

- Kết quả tính NPV là con số tuyệt đối, không phản ánh được mức sinh lời của vốn đầu tư, vì vậy sẽ khó diễn giải hơn.
- Phương pháp này không cho thấy mối quan hệ giữa mức sinh lời của vốn đầu tư và chi phí sử dụng vốn.
- Không thể đưa ra kết quả lựa chọn khi các dự án không đồng nhất về mặt thời gian cũng như xếp hạng ưu tiên trong việc lựa chọn các dự án đầu tư khi nguồn vốn của doanh nghiệp bị giới hạn.

**** Phương pháp Tỷ suất doanh lợi nội bộ (Internal Rate of Return-IRR)***

Về mặt khái niệm, *tỷ suất doanh lợi nội bộ (IRR) là mức sinh lời đồng vốn đầu tư của dự án, đó là một lãi suất chiết khấu làm cho giá trị hiện tại thuần NPV bằng không*. Công thức xác định IRR của dự án như sau:

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} - CF_0 = 0$$

Trong đó: NPV: Giá trị hiện tại thuần của dự án đầu tư

IRR : Tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án

$CF_t$: Dòng tiền thuần của dự án năm thứ t

$CF_0$: Vốn đầu tư ban đầu của dự án

n: Số năm hoạt động của dự án

Việc sử dụng phương pháp IRR để đánh giá, lựa chọn DAĐT theo quan điểm tổng đầu tư được thực hiện thông qua việc so sánh IRR của dự án với chi phí sử dụng

vốn bình quân của dự án (r) và có 3 trường hợp xảy ra:

- Nếu IRR < r (tương ứng với NPV<0): Loại bỏ dự án
- Nếu IRR = r (tương ứng với NPV = 0): Tuỳ theo điều kiện cụ thể và sự cần thiết của dự án mà có thể chấp nhận hoặc loại bỏ dự án.

- Nếu IRR > r (tương ứng với NPV>0): Nếu đây là dự án độc lập thì dự án được chấp nhận. Nếu là các dự án loại trừ nhau thì chọn dự án có tỷ suất doanh lợi nội bộ cao nhất.

** Ưu điểm:*

- Phương pháp này cho phép đánh giá mức sinh lời của DAĐT có tính đến yếu tố giá trị thời gian của tiền. Bên cạnh đó, phương pháp này thuận lợi trong tính toán, không gặp phải khó khăn đối với việc lựa chọn tỷ suất chiếu khấu r như khi tính NPV.
- Cho phép so sánh mức sinh lời của dự án với chi phí sử dụng vốn, từ đó thấy được mối liên hệ giữa việc huy động vốn và hiệu quả sử dụng vốn trong việc thực hiện DAĐT.

Nhờ những ưu điểm trên, IRR là một chỉ tiêu quan trọng và được sử dụng rộng rãi trong thẩm định tài chính DAĐT.

** Hạn chế:*

- Trong phương pháp này, thu nhập của dự án được giả định tái đầu tư với lãi suất bằng với tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án. Điều đó không thật sự phù hợp với thực tế, nhất là đối với dự án có tỷ suất doanh lợi nội bộ ở mức cao.
- Phương pháp này không chú trọng đến quy mô vốn đầu tư nên có thể dẫn đến trường hợp kết luận chưa thỏa đáng khi đánh giá dự án, vì tỷ suất doanh lợi nội bộ thường cao hơn đối với các dự án có quy mô nhỏ.
- Áp dụng phương pháp này sẽ gặp khó khăn trong trường hợp dự án có nhiều tỷ suất doanh lợi nội bộ hoặc không tính được tỷ suất doanh lợi nội bộ, và có thể dẫn đến sai lầm trong việc lựa chọn dự án.

**** Phương pháp Chỉ số sinh lời (Profitability Index - PI)***

Chỉ số này còn gọi là tỷ số lợi ích so với chi phí của DAĐT và một thước đo về khả năng sinh lời của DAĐT có tính đến yếu tố thời gian của tiền tệ. Chỉ số sinh lời (PI) được tính dựa vào mối quan hệ tỷ số giữa giá trị hiện tại của dòng tiền vào của dự án với vốn đầu tư ban đầu. Công thức tính như sau:

**PV**

$$PI = \frac{\quad}{P}$$

Trong đó: PV: Là giá trị hiện tại của các dòng tiền vào của dự án

P: Là vốn đầu tư ban đầu

Khi áp dụng chỉ tiêu này để phân tích, đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư cần lưu ý các tình huống sau:

- Nếu PI < 1: Dự án đầu tư bị loại bỏ.

- Nếu PI = 1: Tuỳ tình hình cụ thể để chấp nhận hay loại bỏ dự án

- Nếu PI > 1: Nếu là dự án đầu tư độc lập thì được chấp nhận. Nếu các dự án là loại trừ nhau thì thông thường chọn dự án có PI cao nhất.

** Ưu điểm:*

- Phương pháp này cho phép đánh giá khả năng sinh lời của dự án có tính đến giá trị thời gian của tiền. Phương pháp này cũng cho thấy mối liên hệ giữa các khoản thu nhập do đầu tư đưa lại với số vốn đầu tư bỏ ra để thực hiện dự án.

- Có thể sử dụng chỉ tiêu PI trong việc so sánh các DAĐT có vốn đầu tư khác nhau để thấy được mức sinh lời giữa các dự án.

- Trong trường hợp nguồn vốn bị giới hạn, nếu phải ưu tiên lựa chọn một số dự án trong nhiều dự án khác nhau thì phương pháp này tỏ ra hữu hiệu hơn.

** Hạn chế:*

- Phương pháp này không phản ánh trực tiếp giá trị gia tăng của dự án.

- PI có nhược điểm cơ bản là dễ dẫn đến sai lầm khi lựa chọn các dự án loại trừ nhau, khi dự án có PI cao nhưng NPV thấp hơn so với các dự án còn lại.

Khi tiến hành thẩm định tài chính dự án, người thẩm định cần kết hợp chỉ tiêu này với các chỉ tiêu thẩm định khác để có những đánh giá, kết luận toàn diện hơn về dự án.

**** Phương pháp Thời gian hoàn vốn đầu tư (Payback Period - PP)***

Thời gian hoàn vốn đầu tư là khoảng thời gian cần thiết để dự án tạo ra dòng tiền thuần bằng số vốn đầu tư ban đầu để thực hiện dự án. Để xác định thời gian hoàn vốn đầu tư của dự án, có thể chia ra 2 trường hợp:

- *Trường hợp 1:* Nếu dự án tạo ra chuỗi dòng tiền thuần hàng năm đều đặn và

bằng nhau thì thời gian hoàn vốn đầu tư được xác định theo công thức:

$$\text{Thời gian hoàn vốn đầu tư} = \frac{\text{Vốn đầu tư ban đầu}}{\text{Dòng tiền thuần hàng năm của dự án}}$$

- *Trường hợp 2*: Nếu dự án tạo ra chuỗi dòng tiền thuần không ổn định ở các năm. Thời gian hoàn vốn đầu tư được xác định theo cách sau:

+ Xác định số năm thu hồi vốn đầu tư bằng cách tính số vốn đầu tư còn phải thu hồi ở cuối năm lần lượt theo thứ tự.

$$\text{Vốn đầu tư còn phải thu hồi cuối năm t} = \text{Số vốn đầu tư chưa thu hồi ở cuối năm (t-1)} - \text{Dòng tiền thuần của dự án ở năm t}$$

+ Khi số vốn đầu tư còn phải thu hồi ở cuối năm nào đó nhỏ hơn dòng tiền thuần của dự án ở năm kế tiếp thì cần xác định thời gian (số tháng) thu hồi nốt vốn đầu tư trong năm kế tiếp.

Việc sử dụng phương pháp thời gian hoàn vốn đầu tư để đánh giá, lựa chọn dự án đầu tư được thực hiện như sau:

- Để đơn giản việc tính toán, trước hết cần loại bỏ các dự án đầu tư có thời gian thi công kéo dài, không đáp ứng được yêu cầu của doanh nghiệp, sau đó xếp các dự án có thời gian thi công giống nhau vào một loại.
- Doanh nghiệp cần xác định thời gian thu hồi vốn đầu tư tiêu chuẩn tối đa có thể chấp nhận. Khi đó, nếu DAĐT có thời gian thu hồi vốn đầu tư dài hơn thời gian thu hồi vốn tiêu chuẩn thì sẽ bị loại bỏ. Nếu các dự án thuộc dạng loại trừ nhau thì thông thường người ta sẽ chọn dự án có thời gian thu hồi vốn ngắn nhất.

** Ưu điểm:*

- Phương pháp này đơn giản, dễ tính toán, đánh giá dự án một cách trực quan thông qua mức độ rủi ro của dự án. Dự án có thời gian hoàn vốn càng nhỏ thì vốn đầu tư nhanh chóng được thu hồi để tái đầu tư, hạn chế được rủi ro do thua lỗ có thể xảy ra, nhất là trong điều kiện SXKD phải chịu sự cạnh tranh mạnh mẽ. Chỉ tiêu này cũng được các chủ nợ sử dụng để xác định thời hạn trả nợ vốn vay.
- Phương pháp này được sử dụng rộng rãi trong việc thẩm định các dự án quy

mô vừa và nhỏ hoặc với chiến lược thu hồi vốn nhanh.

* *Hạn chế:*

- Phương pháp này chú trọng xem xét lợi ích ngắn hạn hơn là lợi ích dài hạn, nó không xét đến dòng tiền thuần của dự án sau thời gian hoàn vốn đầu tư. Do vậy, đối với những DAĐT có mức sinh lợi chậm như sản xuất sản phẩm mới hay xâm nhập vào thị trường mới… thì phương pháp này thường không thích hợp.
- Phương pháp này chưa tính đến giá trị thời gian của tiền, nó không quan tâm đến thời điểm phát sinh của các khoản thu, các đồng tiền thu được ở các thời điểm khác nhau được đánh giá như nhau.

**** Tỷ suất lợi nhuận bình quân vốn đầu tư:***

Tỷ suất lợi nhuận bình quân vốn đầu tư là mối quan hệ giữa số lợi nhuận sau thuế bình quân thu được hàng năm do đầu tư mang lại trong suốt thời gian đầu tư và số vốn đầu tư bình quân hàng năm của dự án.

$$\textbf{Tỷ suất lợi nhuận bình quân vốn đầu tư} = \frac{\textbf{Lợi nhuận sau thuế bình quân thu được hàng năm}}{\textbf{Vốn đầu tư bình quân hàng năm}}$$

Số lợi nhuận thuần bình quân hàng năm do đầu tư mang lại trong suốt thời gian đầu tư được tính theo bình quân số học kể từ lúc bắt đầu bỏ vốn đầu tư cho đến khi kết thúc dự án. Số vốn đầu tư bình quân hàng năm được tính theo bình quân số học trên cơ sở tổng số vốn đầu tư ở các năm suốt thời gian đầu tư và số năm vòng đời của DAĐT.

Số tiền đầu tư cho một doanh nghiệp hoặc một phân xưởng bao gồm toàn bộ số tiền đầu tư về TSCĐ và tài sản lưu động thường xuyên. Để tính được số vốn đầu tư bình quân hàng năm cần xác định được số vốn đầu tư ở từng năm trong suốt các năm đầu tư. Số vốn đầu tư ở mỗi năm được xác định là số vốn đầu tư luỹ kế ở thời điểm cuối năm trừ đi khấu hao tài sản cố định luỹ kế ở thời điểm đầu năm.

*Đánh giá và lựa chọn dự án:*

Để lựa chọn dự án, nhà phân tích sẽ so sánh tỷ suất lợi nhuận bình quân vốn đầu tư với chi phí sử dụng vốn của dự án:

- Với các DAĐT là độc lập, nếu tỷ suất lợi nhuận bình quân vốn đầu tư lớn hơn hoặc bằng chi phí sử dụng vốn của dự án thì có thể được chấp thuận và ngược lại.

- Đối với các dự án loại trừ nhau thì trong số các dự án có tỷ suất lợi nhuận bình quân vốn đầu tư lớn hơn chi phí sử dụng vốn, dự án nào có tỷ suất lợi nhuận bình quân vốn đầu tư cao hơn sẽ là dự án tốt hơn và được lựa chọn.

Phương pháp này nhìn chung có ưu điểm là đơn giản, dễ tính toán, nhưng có hạn chế là chưa tính các thời điểm khác nhau nhận được lợi nhuận trong tương lai của mỗi dự án đầu tư, hay chưa tính đến giá trị hiện tại của các khoản thu nhập trong tương lai mang lại.

Chỉ tiêu này cho biết một đồng vốn đầu tư ban đầu của dự án tạo ra bao nhiêu đồng lợi nhuận sau thuế. Các doanh nghiệp thường không thực sự quan tâm đến chỉ tiêu này vì những hạn chế của chỉ tiêu. Tuy nhiên, vẫn cần tính toán chỉ tiêu này để thấy được khả năng sinh lợi của dự án cũng như của số vốn đầu tư đã bỏ ra để bổ sung kết luận về tính hiệu quả của dự án.

**** Phân tích điểm hòa vốn***

Điểm hòa vốn là điểm mà tại đó doanh thu bằng với chi phí bỏ ra, doanh nghiệp không có lãi và cũng không bị lỗ. Trong phân tích điểm hòa vốn, người ta chia ra thành hai loại: Điểm hòa vốn kinh tế và điểm hòa vốn tài chính.

Phân tích điểm hòa vốn là quá trình áp dụng các công cụ phân tích độ an toàn tài chính của dự án thông qua việc xác định điểm hòa vốn. Một trong những chỉ tiêu quan trọng nhất trong phân tích điểm hòa vốn là sản lượng hòa vốn. Sản lượng hoàn vốn ($Q_H$) là sản lượng cần thiết mà dự án đầu tư phải đạt được để với mức sản lượng này doanh thu vừa đủ bù đắp chi phí.

$$Q_H = \frac{F}{P - V}$$

Trong đó: $Q_H$ : Sản lượng hòa vốn kinh tế

F : Chi phí cố định hàng năm của dự án

P : Giá bán một đơn vị sản phẩm

V : Biến phí cho một đơn vị sản phẩm

Việc phân tích điểm hòa vốn cho thấy DAĐT cần hoạt động với công suất tối thiểu bao nhiêu so với công suất thiết kế, mức sản lượng bao nhiêu, mức doanh thu bao nhiêu thì mới đạt được điểm hòa vốn. Điểm hòa vốn được xem là điểm chuyển tiếp giữa lỗ và lãi, tại đó dự án hòa vốn. Dự án chỉ đảm bảo có lãi khi hoạt động vượt qua mức điểm hòa vốn, và ngược lại dự án đầu tư sẽ bị lỗ khi hoạt động dưới điểm hòa vốn. Do vậy, chỉ tiêu điểm hòa vốn càng nhỏ, mức độ an toàn của dự án càng cao, thời gian thu hồi vốn càng ngắn.

Để tính toán được các chỉ tiêu về điểm hòa vốn, cần phải xác định chính xác định phí và biến phí. Ranh giới giữa định phí và biến phí chỉ là tương đối, vì vậy, để xác định đúng cần phải căn cứ vào tính chất và cách thức chi trả thực tế của từng loại khoản mục chi phí. Nhược điểm của phân tích hòa vốn đó là chỉ sử dụng được trong phạm vi ngắn hạn một năm.

#### *1.2.2.5. Thẩm định tài chính dự án trong điều kiện có rủi ro*

Sự bất định trong tương lai cũng ảnh hưởng đến tính chính xác của thẩm định tài chính DAĐT. Yếu tố bất định trong tương lai làm cho việc dự đoán các biến số đầu vào xây dựng phương án tài chính của nhà thẩm định không được chính xác, do vậy các chỉ tiêu hiệu quả tài chính của dự án cũng không được chính xác, công tác thẩm định sẽ kém hiệu quả. Nhằm phản ánh sự bất định này trong công tác thẩm định, người ta sử dụng nhiều phương pháp phân tích rủi ro của DAĐT. Một số phương pháp phân tích rủi ro thông dụng nhất thường được sử dụng là: Phương pháp điều chỉnh tỷ lệ chiết khấu, phương pháp phân tích độ nhạy, phương pháp phân tích tình huống và phân tích mô phỏng.

**** Phương pháp tỉ lệ chiết khấu điều chỉnh theo rủi ro***

Nội dung cơ bản của phương pháp này là điều chỉnh tỉ lệ chiết khấu cơ sở được xem là không có rủi ro (hoặc coi như đã chấp nhận mức độ rủi ro tối thiểu, ví dụ như lãi suất trái phiếu chính phủ), chi phí sử dụng vốn bình quân cộng thêm vào tỷ lệ chiết khấu cơ sở này một mức bù cần thiết cho rủi ro (gọi là mức bù rủi ro). Lượng cộng thêm này lớn hay nhỏ tùy thuộc vào mức độ mạo hiểm của dự án. Điều này có nghĩa là mức độ

mạo hiểm của dự án càng lớn thì tỷ lệ chiết khấu càng cao. Phân chênh lệch

giữa tỷ lệ chiết khấu đã được điều chỉnh (tỷ lệ chiết khấu đầy đủ) với chi phí sử dụng vốn được gọi là phần dự phòng bù đắp rủi ro. Như vậy, các dự án khác nhau thường có mức độ rủi ro khác nhau nên có các tỷ lệ chiết khấu đầy đủ khác nhau.

Theo nguyên tắc cộng mức bù rủi ro nói trên, tỷ lệ chiết khấu đầy đủ có thể xác định bằng hai phương pháp: Chủ quan và khách quan.

+ Theo phương pháp chủ quan, người ta phân loại DAĐT theo mức độ mạo hiểm và nhà thẩm định ấn định một tỷ lệ chiết khấu tương xứng mức độ mạo hiểm của từng dự án theo nguyên tắc đã nêu trên là mức độ mạo hiểm của dự án càng lớn thì tỉ lệ chiết khấu càng cao.

+ Theo phương pháp khách quan, người ta dựa vào xác suất xuất hiện rủi ro để điều chỉnh tỷ lệ chiết khấu và tỷ lệ chiết khấu đầy đủ được xác định theo công thức:

$$r_d = \frac{r}{1 - q}$$

Trong đó: $r_d$ : Tỷ lệ chiết khấu đầy đủ

r: chi phí sử dụng vốn bình quân

q: xác suất xuất hiện rủi ro

Phương pháp này thường được sử dụng trong các dự án hay gặp các rủi ro khách quan, chẳng hạn các dự án khai thác khoáng sản, tiến hành lấy mẫu thăm dò ở một khu vực nào đó để tiến hành đầu tư.

**** Phương pháp phân tích độ nhạy***

Phân tích độ nhạy của dự án là phương pháp xem xét mức độ tác động của các biến số đối với giá trị hiện tại thuần của dự án. Tùy theo từng dự án mà nhà phân tích sẽ lựa chọn những biến số chủ yếu như: giá bán đơn vị sản phẩm, số lượng sản phẩm tiêu thụ, chi phí biến đổi đơn vị sản phẩm, lãi suất…trên cơ sở đó đánh giá mức độ ảnh hưởng của từng biến số, qua đó xem xét biến số nào có tác động mạnh nhất đối với giá trị hiện tại thuần (NPV) của dự án. Trình tự thực hiện phân tích độ nhạy bao gồm các bước sau:

- *Bước 1*: Tính giá trị hiện tại thuần (NPV) của dự án theo phương án cơ sở hay phương án gốc.

- *Bước 2*: Chọn các biến số chủ yếu có tác động đến NPV của dự án.

- *Bước 3*: Ấn định mức thay đổi của các biến số so với giá trị gốc ở phương án cơ sở.

- *Bước 4*: Tính toán sự thay đổi của NPV do sự thay đổi của một hay nhiều biến số, lưu ý khi tính toán, nếu có một biến số thay đổi thì các dữ liệu khác giữ nguyên ở mức gốc ban đầu.

- *Bước 5*: So sánh để nhận diện các biến số có tác động mạnh nhất đối với NPV của dự án.

Phương pháp phân tích độ nhạy có ưu điểm là tương đối dễ áp dụng, xem xét rủi ro của dự án một cách rõ ràng, loại bỏ phần bù đắp rủi ro trong tỷ lệ chiết khấu. Tuy nhiên, phương pháp này có hạn chế là chỉ xem xét được sự tác động thay đổi của từng biến số (phân tích độ nhạy 1 chiều) hoặc tối đa là sự thay đổi của hai biến số (phân tích độ nhạy 2 chiều) đến giá trị hiện tại thuần của dự án (NPV). Bên cạnh đó, phương pháp này xem xét sự tác động và thay đổi của các biến số là rời rạc, không có mối liên hệ với nhau.

**** Phương pháp phân tích tình huống***

Phương pháp phân tích tình huống (hay phân tích kịch bản) là phương pháp đánh giá sự thay đổi NPV của dự án trên cơ sở xem xét kết hợp các biến số chính của dự án trong một số tình huống dự kiến và ước lượng xác suất xảy ra các tình huống dự kiến này.

Trong phân tích tình huống, việc phân tích bắt đầu từ việc xác định NPV của dự án trong tình huống cơ sở, trong đó, sử dụng một tập hợp các biến số có khả năng xảy ra cao nhất, với các giá trị được cho là hợp lý nhất. Tiếp theo, xác định NPV trong các tình huống dự kiến, trong đó, bao gồm cả các tình huống *xấu nhất* và *tốt nhất*. Trên cơ sở dự đoán xác suất xảy ra của các tình huống sẽ xác định được giá trị NPV kỳ vọng của dự án và các chỉ tiêu đo lường mức độ rủi ro của dự án. Phân tích tình huống được thực hiện

qua các bước sau:

- Ước định để xác định xác suất cho các tình huống: Tình huống tốt nhất, tình huống cơ sở, tình huống xấu nhất và các tình huống khác (nếu có).
- Xác định NPV của dự án cho từng tình huống dựa trên cơ sở các biến số và xác suất tương ứng của từng tình huống.
- Xác định NPV kỳ vọng của dự án và xác định độ lệch tiêu chuẩn và hệ số biến thiên của dự án.

Phương sai của dự án được xác định theo công thức:

$$VAR = \sum_{i=1} P_i (NPV_i - NPV_m)^2$$

Và độ lệch chuẩn của dự án được xác định theo công thức:

$$\delta_{NPV} =$$

Trong đó: $P_i$ : Xác suất của trường hợp i

$NPV_i$ : Giá trị hiện tại thuần của dự án trong trường hợp i $NPV_m$ : Giá trị hiện tại thuần mong đợi (kì vọng) của dự án

$$NPV_m = \sum_{i=1} P_i (NPV_i)$$

Hệ số biến thiên của dự án được xác định theo công thức:

$$CV = \frac{\delta_{NPV}}{NPV_m}$$

Nếu hệ số biến thiên càng lớn thì rủi ro của dự án càng cao. Phương pháp này có ưu điểm là cho phép đánh giá tác động của nhiều biến số tới sự biến động NPV của dự án trong các tình huống cơ bản nhất, giúp nhà quản trị có cái nhìn tổng thể về mức độ rủi ro mà dự án có thể gặp phải. Tuy nhiên, phương pháp này có hạn chế là việc dự đoán xác suất của các tình huống rất khó khăn, phụ thuộc nhiều vào độ chủ quan của con

người.

**** Phân tích mô phỏng***

Phân tích mô phỏng có thể khắc phục được những hạn chế của các phân tích tình huống. Phương pháp phân tích mô phỏng phổ biến là phân tích mô phỏng Monte Carlo, có bản chất là phân tích tình huống nhưng có thêm các đặc điểm sau đây:

- Mỗi tình huống là độc lập và có cùng xác suất xảy ra

- Các biến số đầu vào tuân theo một phân phối xác suất bất kỳ cho trước. Có thể giả định có sự tương quan trong phân phối xác suất giữa các biến.

- Số lượng tình huống xem xét rất lớn

Để thực hiện phân tích mô phỏng, các phần mềm hỗ trợ thường được sử dụng là Crystal Ball hay @Risk.

**** Sơ đồ cây quyết định***

Sơ đồ một cây quyết định (decision tree) là một đồ thị có cấu trúc phân cấp của các nút và các nhánh, mô tả các quyết định tiềm năng và các kết quả giá trị hiện tại thuần (NPV) có thể có tương ứng với mỗi quyết định này. Các cây quyết định được dùng để hỗ trợ quá trình ra quyết định, xây dựng kế hoạch nhằm đặt được mục tiêu mong muốn.

**** Các phương pháp quản lý và hạn chế rủi ro dự án***

Để quản lý và hạn chế rủi ro của dự án, các nhà quản trị thường sử dụng các phương pháp sau đây: (1) kiểm soát tổn thất, (2) Tài trợ khi có rủi ro và (3) giảm rủi ro nội tại.

- *Kiểm soát tổn thất:* Là các hoạt động nhằm giảm tần suất tổn thất (phương pháp ngăn ngừa tổn thất) và giảm mức độ tổn thất (phương pháp giảm tổn thất).

- *Tài trợ khi có rủi ro:* Là tạo nguồn quỹ để chi trả, bồi thường khi có tổn thất xảy ra. Có 4 nhóm phương pháp thường sử dụng đó là: Tự bảo hiểm, mua hợp đồng bảo hiểm, chuyển giao rủi ro bằng hợp đồng và sử dụng chứng khoán phái sinh.

- *Giảm rủi ro nội tại:* Phương pháp thường sử dụng đó là đa dạng hóa hình thức đầu tư và đầu tư vào nguồn dữ liệu thông tin.

**1.2.3. Các nhân tố ảnh hưởng đến công tác thẩm định tài chính dự án**

Công tác thẩm định tài chính DAĐT của doanh nghiệp phụ thuộc rất nhiều nhân tố ảnh hưởng khác nhau, bao gồm cả nhân tố vĩ mô và nhân tố nội tại, đòi hỏi khi thẩm định DAĐT phải xem xét kỹ lưỡng các nhân tố này.

***1.2.3.1. Các nhân tố vĩ mô***

- *Pháp luật và chính sách của nhà nước về tài chính và đầu tư*: Chính sách

pháp lý của Nhà nước có ảnh hưởng lớn đến hoạt động thẩm định DAĐT của các doanh

nghiệp trên góc độ ảnh hưởng đến việc ước lượng các biến số cho phương án tài chính của dự án. Những chính sách quan trọng của Nhà nước ảnh hưởng lớn đến hoạt động thẩm định DAĐT bao gồm: Chính sách ưu đãi về tín dụng, đất đai và thuế đối với hoạt động đầu tư, chính sách đầu tư của nhà nước, chính sách của nhà nước với ngành kinh tế mà trong đó dự án hoạt động.

- *Môi trường kinh tế vĩ mô*: Môi trường kinh tế vĩ mô ảnh hưởng lớn đến mức độ tin cậy của các ước lượng sử dụng trong thẩm định dự án. Nền kinh tế có môi trường kinh tế vĩ mô ổn định sẽ giúp cho việc ước lượng các biến số kinh tế quan trọng sử dụng cho phương án tài chính của dự án (lãi suất, lạm phát, tỷ giá, tăng trưởng kinh tế vĩ mô và chính sách pháp luật) có mức độ dự báo chắc chắn và đáng tin cậy hơn. Nếu nền kinh tế vĩ mô biến động lớn, việc dự báo các biến số kinh tế trên sẽ có sự không chắc chắn lớn và độ tin cậy không cao.

#### *1.2.3.2. Các nhân tố nội tại doanh nghiệp*

- *Mục tiêu và chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp*: Như sơ đồ quá trình thực hiện DAĐT dài hạn đã chỉ ra, các cơ hội đầu tư và quá trình thẩm định DAĐT bị chi phối trực tiếp bởi mục tiêu và chiến lược kinh doanh của doanh nghiệp. Mục tiêu và chiến lược kinh doanh trực tiếp xác định những lĩnh vực đầu tư mà doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh và cần tập trung nguồn lực tài chính. Chính vì vậy, một doanh nghiệp không có chiến lược kinh doanh rõ ràng sẽ dẫn đến thiếu tính định hướng cho quá trình thẩm định DAĐT và có thể dẫn đến đầu tư quá dàn trải vào những lĩnh vực không có lợi thế cạnh tranh.

- *Quá trình phân cấp thẩm định và ra quyết định đầu tư*: Quy trình phân cấp thẩm định và ra quyết định đầu tư tại doanh nghiệp sẽ quy định trách nhiệm của các cá nhân và đơn vị trong quá trình thẩm định DAĐT. Tùy theo tầm quan trọng và quy mô vốn đầu tư, dự án có thể phải trình qua các cấp có thẩm quyền khác nhau để thẩm định và phê duyệt.

- *Chất lượng thông tin phục vụ thẩm định:* Thông tin là nguyên liệu cơ sở cho quá trình phân tích và thẩm định tài chính DAĐT. Để quá trình thẩm định có chất lượng

thì các thông tin, số liệu đầu vào cần phải đầy đủ, chính xác và có căn cứ tin

cậy. Để có được nguồn thông tin cần thiết cho dự án, công ty có thể dựa vào các thông tin từ nhiều nguồn khác nhau. Thông tin thu thập được cần đánh giá và tiến hành sắp xếp, sử dụng các phương pháp xử lý thông tin một cách thích hợp theo nội dung của quy trình thẩm định. Như vậy, việc thiết lập hệ thống thông tin đầy đủ, chính xác luôn được đặt ra như một nhu cầu cấp thiết đối với công tác thẩm định. Thiết lập được một hệ thống thông tin như vậy sẽ trợ giúp rất nhiều trong việc nâng cao chất lượng thẩm định tài chính DAĐT.

- *Chất lượng nguồn nhân lực làm công tác thẩm định*: Trong quá trình thẩm định dự án nói chung và thẩm định tài chính dự án nói riêng, năng lực và phẩm chất của cán bộ thẩm định luôn đóng vai trò quyết định trong việc đánh giá về chất lượng và hiệu quả của dự án. Chất lượng nguồn nhân lực làm công tác thẩm định bao hàm kiến thức và kinh nghiệm chuyên môn, phẩm chất đạo đức của cán bộ thẩm định. Thẩm định tài chính DAĐT là một nghiệp vụ chuyên sâu, đòi hỏi cán bộ thẩm định phải có kiến thức sâu về nghiệp vụ, am hiểu các lĩnh vực cho vay, đầu tư, thuế, môi trường, thị trường, khoa học công nghệ…. và các chính sách và pháp luật của nhà nước.

Năng lực của cán bộ thẩm định được hình thành từ việc tích lũy kiến thức và kinh nghiệm thông qua quá trình đào tạo, tự bồi dưỡng và hoạt động thực tiễn. Bên cạnh đó, tính kỉ luật cao và phẩm chất đạo đức tốt cũng là những yêu cầu cơ bản cho người làm công tác thẩm định. Do vậy, muốn hoàn thiện tốt công tác thẩm định tài chính DAĐT, trước hết các doanh nghiệp cần chú trọng công tác đào tạo, bồi dưỡng trình độ kiến thức, phẩm chất đạo đức của các cán bộ thẩm định.

- *Quá trình tổ chức, điều hành hoạt động thẩm định tài chính dự án:* Thẩm định tài chính DAĐT bao gồm nhiều hoạt động liên quan chặt chẽ với nhau, kết quả của nó phụ thuộc nhiều vào việc tổ chức, điều hành, phối hợp các bộ phận trong quá trình thẩm định. Việc phân công tổ chức một cách hợp lý các bộ phận trong quá trình thẩm định sẽ tránh được sự chồng chéo, phát huy được những mặt mạnh, hạn chế được những mặt yếu của mỗi cá nhân, trên cơ sở đó giảm bớt chi phí cũng như thời gian thẩm định. Do vậy, tổ chức, điều hành thẩm định hợp lý, khoa học sẽ khai thác được

các nguồn lực cho hoạt động thẩm định tài chính DAĐT, qua đó nâng cao chất lượng thẩm định tài chính DAĐT doanh nghiệp.

- *Ứng dụng công nghệ thông tin trong thẩm định:* Hiện nay, công nghệ thông tin đã ứng dụng vào tất cả các lĩnh vực của đời sống xã hội, đặc biệt là trong thẩm định dự án, đã giúp tăng khả năng thu nhập, xử lý và lưu trữ thông tin một cách hiệu quả hơn, trên cơ sở đó, cung cấp thông tin cho việc thẩm định tài chính DAĐT một cách có hiệu quả hơn. Hiện nay có rất nhiều phần mềm chuyên dùng cho công tác thẩm định DAĐT, giúp cho việc thẩm định dự án được thuận tiện hơn, tuy nhiên, phổ biến nhất là ứng dụng excel. Trong ứng dụng excel, dữ liệu các bảng tính được kết nối một cách tự động và có sẵn các hàm tài chính, do đó, rất hữu ích cho việc tính toán hiệu quả tài chính của dự án cũng như thử nghiệm sự thay đổi của các biến số tác động đến hiệu quả của dự án. Tuy nhiên, nếu máy tính hoặc các chương trình có sự cố thì sẽ cho kết quả thẩm định không chính xác, tạo ra rủi ro khi kết luận về dự án.

## 1.3. KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VỀ THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ VÀ BÀI HỌC CHO CÁC DOANH NGHIỆP VIỆT NAM

### 1.3.1. Kinh nghiệm quốc tế về thẩm định tài chính dự án đầu tư

**** Nghiên cứu của Pike (1975, 1980, 1986, 1992)***

**Bảng 1.8: Tỷ lệ công ty sử dụng phương pháp thẩm định**

| Chỉ tiêu | Năm 1975 | Năm 1980 | Năm 1986 | Năm 1992 |
|---|---|---|---|---|
| Thời gian hoàn vốn (PP) | 73 | 81 | 92 | 94 |
| Tỷ suất lợi nhuận kế toán | 51 | 49 | 56 | 50 |
| Tỷ suất doanh lợi nội bộ (IRR) | 44 | 57 | 75 | 81 |
| Giá trị hiện tại thuần (NPV) | 32 | 39 | 68 | 74 |

*Nguồn: Glen Arnold (2005), The Hanbook of Corporate Finance, Prentice Hall*

Pike đã thực hiện nghiên cứu việc ứng dụng các phương pháp thẩm định từ mẫu gồm 100 công ty lớn của Anh Quốc. Dữ liệu cho thấy, tại năm 1975, phương pháp được sử dụng phổ biến nhất là thời gian hoàn vốn và tỷ suất lợi nhuận kế toán. Các phương

pháp dựa trên dòng tiền chiết khấu (như NPV và IRR) ít được sử dụng. Tuy

nhiên, theo thời gian, tỷ trọng các công ty sử dụng phương pháp NPV và IRR ngày càng tăng. Điều này phù hợp với khuyến nghị của những nhà lý luận tài chính doanh nghiệp về việc cần ứng dụng giá trị thời gian của tiền trong thẩm định DAĐT.

***Nghiên cứu của Arnold và Hatzopoulos (2000):*** Hai tác giả đã khảo sát 300 giám đốc tài chính các công ty của Anh Quốc, phân loại theo quy mô. Quy mô công ty được phân loại dựa trên tiêu thức quy mô vốn.

**Bảng 1.9: Ngân sách vốn đầu tư đối với các công ty Anh Quốc**

| | Công ty nhỏ | Công ty vừa | Công ty lớn |
|---|---|---|---|
| | % | % | % |
| ***Phác thảo sơ lược ngân sách vốn đầu tư được chuẩn bị:*** | | | |
| Một năm tới | 18 | 8 | 0 |
| Hai năm tới | 18 | 25 | 13 |
| Ba năm tới | 35 | 50 | 18 |
| Bốn năm tới | 9 | 0 | 5 |
| Hơn bốn năm | 21 | 13 | 61 |
| Để trống | 0 | 4 | 3 |
| ***Kế hoạch ngân sách vốn đầu tư chi tiết được chuẩn bị:*** | | | |
| Một năm tới | 70 | 79 | 55 |
| Hai năm tới | 21 | 13 | 21 |
| Ba năm tới | 9 | 4 | 8 |
| Bốn năm tới | 0 | 0 | 5 |
| Hơn bốn năm | 0 | 4 | 11 |

*Nguồn: Arnold and Hatzopoulos (2000). Chỉ có 96 công ty trả lời khảo sát này*

- *Về phác thảo sơ lược ngân sách vốn đầu tư*: Nghiên cứu của hai tác giả cho thấy, các công ty nhỏ và vừa phần lớn chuẩn bị kế hoạch sơ lược cho 3 năm tới (chiếm tỷ trọng là 35% với công ty nhỏ và 50% với công ty vừa). Trong khi đó, các công ty lớn họ chuẩn bị kế hoạch sơ thảo với kỳ hạn dài hơn là *hơn bốn năm* với 61% ý kiến trả lời.
- *Về lập kế hoạch ngân sách vốn đầu tư chi tiết*: Nghiên cứu của hai tác giả cho thấy, phần lớn các công ty trong mẫu chủ yếu chuẩn bị kế hoạch chi tiết cho 01 năm

tới. Chiếm tỷ trọng lớn thứ hai là câu trả lời *hai năm tới*. Có rất ít các công ty trong mẫu lập kế hoạch ngân sách vốn đầu tư chi tiết với kỳ hạn từ ba năm trở lên.

*Về kiểm toán sau khi hoàn thành dự án đầu tư*

**Bảng 1.10: Tỷ lệ công ty trong mẫu thực hiện kiểm toán sau khi hoàn thành dự án đầu tư lớn**

| Câu trả lời | Công ty nhỏ % | Công ty vừa % | Công ty lớn % | Toàn mẫu % |
|---|---|---|---|---|
| Luôn luôn | 41 | 17 | 24 | 28 |
| Thỉnh thoảng/với các dự án lớn | 41 | 67 | 71 | 59 |
| Hiếm khi | 12 | 17 | 5 | 10 |
| Không bao giờ | 6 | 0 | 0 | 2 |
| **Tổng cộng** | **100** | **100** | **100** | **100** |

*Nguồn: Arnold and Hatzopoulos (2000). Chỉ có 96 công ty trả lời khảo sát này*

Nhìn tổng thể toàn mẫu ta thấy, các công ty đều chú trọng đến hoạt động kiểm toán sau đầu tư nhằm đánh giá lại giữa kết quả thực tế với dòng tiền kỳ vọng khi lập dự án. Chiếm tỷ trọng lớn nhất 59% các ý kiến trả lời là thỉnh thoảng và tập trung vào kiểm toán các dự án lớn, cho thấy tính chất trọng tâm, trọng điểm của hoạt động kiểm toán sau đầu tư là tập trung vào các dự án lớn. Chiếm tỷ trọng lớn thứ hai là câu trả lời "luôn luôn" với tỷ trọng 28%, các câu trả lời "hiếm khi" và "không bao giờ" chiếm tỷ trọng rất nhỏ. Điều này cho thấy các công ty rất chú trọng đến việc đánh giá hiệu quả dự án trên thực tế so với khi lập dự án nhằm đánh giá lại hiệu quả của công tác lập và thẩm định dự án, từ đó đúc rút kinh nghiệm cho việc triển khai các dự án trong tương lai.

*Về phân tích rủi ro trong dự án đầu tư*

**Bảng 1.11: Kỹ thuật phân tích rủi ro sử dụng tại các công ty Anh Quốc**

| | Công ty nhỏ % | Công ty vừa % | Công ty lớn % | Toàn mẫu % |
|---|---|---|---|---|
| Phân tích độ nhạy/viễn cảnh | 82 | 83 | 89 | 85 |
| Rút ngắn thời gian hoàn vốn | 15 | 42 | 11 | 20 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| mong đợi | | | | |
| Tăng tỷ suất sinh lời đòi | 42 | 71 | 50 | 52 |
| hỏi Phân tích xác suất | 27 | 21 | 42 | 31 |
| Phân tích hệ số beta (dựa trên | 3 | 0 | 5 | 3 |
| mô hình CAPM) | | | | |
| Đánh giá chủ quan | 44 | 33 | 55 | 46 |

*Source: Arnold and Hatzopoulos (2000), sample of 96 firms: 34 small, 24 medium, 38 large. Survey date July 1997.*

Số liệu cho thấy, các công ty Anh Quốc ngày càng coi trọng phân tích rủi ro trong thẩm định DAĐT vì những lợi ích to lớn mang lại cũng như sự hỗ trợ ngày càng tích cực của máy tính. Số liệu cho thấy các công ty sử dụng đa dạng các kỹ thuật phân tích rủi ro, tuy nhiên, phân tích độ nhạy và phân tích viễn cảnh vẫn là các cách tiếp cận được ứng dụng rộng rãi nhất. Phân tích beta (dựa trên CAPM) hiếm khi được sử dụng trong phân tích rủi ro dự án đầu tư. Bên cạnh đó, cách tiếp cận dựa trên phân tích chủ quan, kinh nghiệm vẫn được sử dụng phổ biến.

***Nghiên cứu của Martin và Scott (1976) về những hạn chế vốn đầu tư:***

Các nhà nghiên cứu đã thu thập dữ liệu để xác định nguồn gốc của những ràng buộc hạn chế ngân sách vốn đầu tư. Một cuộc khảo sát được thực hiện bởi Scott và Martin (1976) được tóm tắt trong bảng.

**Bảng 1.12: Những hạn chế ngân sách vốn đầu tư**

| Nguyên nhân | Số hãng | Tỷ lệ % |
|---|---|---|
| Giới hạn nợ bị áp đặt bởi các hợp đồng bên ngoài | 10 | 10,7 |
| Giới hạn nợ được đặt ra bởi ban quản trị bên ngoài công ty | 3 | 3,2 |
| Giới hạn được đặt ra về vay nợ bởi ban quản trị nội bộ | 65 | 69,1 |
| Chính sách hạn chế được áp đặt vào lợi nhuận giữ lại | 2 | 2,1 |
| Duy trì EPS hoặc PE mục tiêu | 14 | 14,9 |
| **Tổng cộng** | | **100%** |

*Nguồn: Martin và Scott (1976)*

Luận Văn 24 - đơn vị cung cấp Dịch vụ viết luận văn thạc sỹ uy tín, giá cả phải chăng

Cuộc khảo sát này gợi ý rằng, mặc dầu một số công ty đối mặt với ràng buộc hạn chế vốn đầu tư do các nhân tố bên ngoài vượt khỏi tầm kiểm soát của công ty, như các chi phí phát hành và vấn đề niềm tin, phần lớn các công ty đối mặt với những ràng buộc do họ tự đặt ra, như các chính sách hạn chế để tránh mở rộng đầu tư quá mức (tăng trưởng nóng) trong bất kỳ thời gian nào.

***Nghiên cứu của George Kester và cộng sự (1999):*** George Kester và cộng sự thực hiện một khảo sát các nhà quản trị tài chính tại các doanh nghiệp thuộc một số quốc gia, vùng lãnh thổ Châu Á là: Australia, Hong Kong, Indonesia, Phillipines, Malaysia và Singapore về thực tiễn quá trình ngân sách vốn đầu tư. Những kết quả của cuộc khảo sát được thể hiện chủ yếu trên 3 khía cạnh: (1) Các phương pháp thẩm định DAĐT, (2) Các kỹ thuật ước tính chi phí sử dụng vốn cổ phần và (3) Các kỹ thuật đánh giá rủi ro.

*- Các phương pháp thẩm định DAĐT:*

Kết quả khảo sát phù hợp với các nghiên cứu thực nghiệm tại Hoa Kỳ khi phần lớn các công ty trong khu vực này thẩm định dự án sử dụng tiêu chuẩn IRR, NPV và thời gian hoàn vốn. Việc sử dụng IRR dao động từ mức 86% (tại Hong Kong) đến 96% (tại Australia). Việc sử dụng NPV dao động từ mức 81% (ở Phillipines) đến 96% (ở Australia). Việc sử dụng thời gian hoàn vốn dao động từ 81% (ở Indonesia) đến 100% (ở Hong Kong và Phillipines).

*- Kỹ thuật ước tính chi phí sử dụng vốn cổ phần*

**Bảng 1.13: Các kỹ thuật ước tính chi phí sử dụng vốn cổ phần**

| Phương pháp | Australia | Hong Kong | Indonesia | Malaysia | Phillipines | Singapore |
|---|---|---|---|---|---|---|
| CAPM | 72,7% | 26,9% | 0,0% | 6,2% | 24,1% | 17,0% |
| Tỷ suất cổ tức cộng tốc độ tăng trưởng | 16,4% | 53,8% | 33,3% | 50% | 34,5% | 42,6% |
| Chi phí sử dụng vốn vay cộng mức bù rủi ro | 10,9% | 23,1% | 53,4% | 37,5% | 58,6% | 42,6% |

*Nguồn: Financial management Theory and Practice*

Số liệu cho thấy có một sự khác biệt lớn giữa các quốc gia này so với thị trường Hoa Kỳ do thị trường tài chính ở một số quốc gia Châu Á chậm phát triển hơn và có lịch sử ngắn, chỉ số chứng khoán chưa là đại diện tốt của danh mục thị trường. Chỉ có Australia có sự tương đồng với quan sát tại thị trường Mỹ do Australia có một thị trường tài chính rất phát triển và có lịch sử lâu đời.

Phương pháp đơn giản chi phí sử dụng vốn vay cộng mức bù rủi ro rất được sử dụng phổ biến vì nó có một nền tảng hợp lý là cổ đông chịu rủi ro nhiều hơn chủ nợ, trong khi lãi vay có thể được quan sát khá dễ dàng. Điều khó ước lượng và mang tính chủ quan ở phương pháp này là mức bù rủi ro được cộng thêm là bao nhiêu. Tuy nhiên, nó dễ áp dụng và phù hợp trong bối cảnh thiếu những điều kiện khả thi để áp dụng CAPM.

*Các kỹ thuật đánh giá rủi ro*

**Bảng 1.14: Các kỹ thuật đánh giá rủi ro**

| Kỹ thuật | Australia | Hong Kong | Indonesia | Malaysia | Phillipines | Singapore |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Phân tích viễn cảnh | 96% | 100% | 94% | 80% | 97% | 90% |
| Phân tích độ nhạy | 100% | 100% | 88% | 83% | 94% | 79% |
| Phân tích cây quyết định | 44% | 58% | 50% | 37% | 33% | 46% |
| Mô phỏng Monte Carlo | 38% | 35% | 25% | 9% | 24% | 35% |

*Nguồn: Financial management Theory and Practice*

Số liệu cho thấy, các doanh nghiệp trong sáu quốc gia trên phần lớn dựa vào phương pháp phân tích viễn cảnh và phân tích độ nhạy trong phân tích rủi ro dự án. Các doanh nghiệp cũng sử dụng phân tích cây quyết định và mô phỏng Monte Carlo, tuy nhiên, tần suất sử dụng là ít hơn nhiều.

***Khảo sát phương pháp thẩm định dự án của công ty đa quốc gia***

Trong giai đoạn từ 1980 đến 1994, nhiều cuộc khảo sát thực nghiệm về việc

ứng dụng các phương pháp thẩm định tài chính DAĐT tại các công ty đa quốc gia đã

được thực hiện bởi nhiều nhà nghiên cứu khác nhau. Kết quả của các khảo sát này đưa ra những kết luận phù hợp với khuyến nghị của những nhà lý luận tài chính doanh nghiệp về việc sử dụng các phương pháp thẩm định dựa trên dòng tiền chiết khấu.

**Bảng 1.15: Việc sử dụng các kỹ thuật thẩm định chủ đạo**

| Phương pháp | Oblak (1980) | Kelly (1982) | Stanley (1984) | Kim (1984) | Shao (1994) |
|---|---|---|---|---|---|
| PP | 10% | 18% | 5% | 12% | 25% |
| ARR | 14% | 27% | 11% | 14% | 14% |
| IRR | 60% | 36% | 65% | 62% | 40% |
| NPV | 10% | 14% | 16% | 9% | 17% |
| Các phương pháp khác | 6% | 5% | 3% | 3% | 4% |
| **Tổng cộng** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** |

*Nguồn: Global Corporate Finance*

Bảng số liệu chỉ ra hai kết luận quan trọng, *thứ nhất,* các phương pháp dựa trên dòng tiền chiết khấu (NPV và IRR) được sử dụng phổ biến nhất với tư cách là phương pháp chủ đạo trong thẩm định dự án và *thứ hai*, phương pháp tỷ suất doanh lợi nội bộ IRR được sử dụng phổ biến hơn giá trị hiện tại thuần NPV.

***Các nghiên cứu khác về quá trình thẩm định dự án đầu tư***

*Nghiên cứu về quá trình ngân sách vốn đầu tư*, trong một nghiên cứu về các công ty thuộc Forturne 500, Scott và Petty (1984) nhận thấy rằng quá trình này diễn ra theo trình tự *từ dưới lên* (bottom-up process). Tuy nhiên, 70% phiếu khảo sát báo cáo rằng quá trình thẩm định DAĐT được tập trung hóa. Bên cạnh đó, khi được hỏi rằng giai đoạn nào là khó khăn nhất trong việc thực hiện quá trình ngân sách vốn đầu tư thì phần lớn các câu trả lời cho thấy, giai đoạn xác định dự án và ước lượng dòng tiền là giai đoạn khó khăn nhất, tiếp theo là giai đoạn thực hiện dự án và kiểm toán dự án sau đầu tư.

***Nghiên cứu của Kamal Haddad và cộng sự về thẩm định dự án đầu tư tại Trung Quốc:*** Kamal Haddad và các cộng sự đã thực hiện một cuộc khảo sát về thẩm

định dự án đầu tư tại Trung Quốc trên một mẫu nghiên cứu 54 công ty. Những công ty

trong mẫu nghiên cứu có tổng tài sản dao động từ 100 triệu nhân dân tệ (RMB) tới trên 1 tỷ nhân dân tệ, và sử dụng lực lượng lao động toàn thời gian từ 100 đến 1.000 lao động. Những công ty này thuộc nhiều ngành khác nhau, nhưng tỷ lệ lớn nhất tập trung vào ngành điện tử, viễn thông, chế tạo, bất động sản và sản xuất hàng tiêu dùng.

*Về quá trình hoạch định ngân sách vốn đầu tư*

**Bảng 1.16: Quá trình ngân sách vốn đầu tư**

| TT | Vấn đề | Tỷ lệ |
|---|---|---|
| **A** | **Những yêu cầu cho việc chấp thuận dự án** | |
| 1 | Sự phê duyệt của một hội đồng chính thức | 66,7% |
| 2 | Sự phê duyệt của nhà quản trị có thẩm quyền | 63,0% |
| 3 | Phụ thuộc vào quy mô vốn đầu tư | 59,3% |
| **B** | **Bộ phận/phòng ban chịu trách nhiệm phân tích** | |
| 1 | Tài chính | 77,8% |
| 2 | Vận hành | 13,0% |
| 3 | Kế hoạch | 7,4% |
| 4 | Sản xuất | 1,9% |
| | **Tổng** | **100,0%** |
| **C** | **Giai đoạn khó khăn nhất của quá trình** | |
| 1 | Xác định dự án và ước tính dòng tiền | 50,0% |
| 2 | Thẩm định tài chính và lựa chọn dự án | 42,6% |
| 3 | Thực hiện dự án | 7,4% |
| 4 | Kiểm toán sau đầu tư | 0% |
| | **Tổng** | **100,0%** |

*Nguồn: Kamal Haddad và cộng sự*

Bảng số liệu cho thấy, việc đề xuất dự án đặc trưng theo quy trình *từ dưới lên*, và dự án chỉ được thông qua sau khi được nhà quản trị có thẩm quyền hoặc một hội đồng chính thức phê duyệt. Kết quả cũng cho thấy rằng có một sự phân cấp đầu tư trong các doanh nghiệp Trung Quốc, nếu mức đầu tư ở dưới một mức nhất định, thì dự án sẽ chỉ

cần sự thông qua của nhà quản trị là sẽ có thể được triển khai, tuy nhiên, nếu quy mô

đầu tư ở trên mức này, dự án sẽ cần phải thông qua một hội đồng chính thức xem xét và phê duyệt.

Bảng số liệu cũng cho thấy phòng tài chính là phòng chịu trách nhiệm chính, là đơn vị đầu mối chủ trì trong việc thẩm định dự án đầu tư. Giai đoạn được xác định là khó khăn nhất trong quá trình ngân sách vốn đầu tư là giai đoạn xác định dự án và ước lượng dòng tiền (50,0%) và tiếp theo là thẩm định và lựa chọn dự án (42,6%). Kết quả của khảo sát phù hợp với những kết luận của các khảo sát thực nghiệm tại Hoa Kỳ.

***Nghiên cứu về phương pháp thẩm định dự án đầu tư tại Nhật Bản***

**Bảng 1.17: Phương pháp thẩm định dự án đầu tư tại Nhật Bản**

| Phương pháp | Tsumagari và Masumoto (1972) | Kato (1989) | Takahashi (2003) |
|---|---|---|---|
| SPP | 50,5% | 83,6% | 45,19% |
| ARR | 32,8% | 35,2% | 18,52% |
| NPV | 8,9% | 15,7% | 11,85% |
| IRR | 7,9% | 14,5% | 8,15% |

*Nguồn: Tomonari Shinoda (2010), Capital Budgeting Management Practices in Japan*

Sử dụng các khảo sát sử dụng mẫu câu hỏi kiểu có/không (yes/no question), các nghiên cứu của Tsumagari và Masumoto (1972), Kato (1989) và Takahashi (2003) cho thấy, tại Nhật Bản, các doanh nghiệp đặc trưng sử dụng thường xuyên phương pháp thời gian hoàn vốn giản đơn (SPP – Simple Payback Period) trong thẩm định DAĐT. Phương pháp có tần suất sử dụng thường xuyên thứ hai là phương pháp tỷ suất lợi nhuận bình quân vốn đầu tư (ARR), trong khi đó, các phương pháp dựa trên dòng tiền chiết khấu (NPV và IRR) lại ít được sử dụng.

*Nghiên cứu của Yamamoto (1998)*

**Bảng 1.18: Tóm tắt kết quả nghiên cứu của Yamamoto**

| Phương pháp | Chưa bao Thường giờ (%) | Hiếm khi (%) | Thường xuyên hoặc luôn sử dụng (%) |
|---|---|---|---|
| NPV | 54,1% | 15,5% 11,6% | 18,8% |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| IRR | 46,8% | 16,8% | 11,1% | 25,3% |
| SPP | 3,5% | 7,0% | 8,5% | 81,0% |
| ARR | 21,2% | 16,6% | 18,7% | 43,5% |

*Nguồn: Tomonari Shinoda (2010), Capital Budgeting Management Practices in Japan*

Bảng số liệu chỉ ra rằng, các công ty Nhật cũng sử dụng kết hợp các phương pháp thẩm định khác nhau trong đánh giá dự án. Xét về mức độ thường xuyên sử dụng, 81% các câu trả lời thường xuyên hoặc luôn sử dụng phương pháp thời gian hoàn vốn giản đơn (SPP). Trong khi đó, phương pháp NPV và IRR ít được sử dụng so với phương pháp SPP hay ARR.

Nghiên cứu của Shinoda (2010) phát hiện ra rằng, các nhà quản trị Nhật Bản thường sử dụng phương pháp SPP khi ra quyết định liên quan đến các kế hoạch đầu tư đơn giản (như đầu tư thiết bị) hoặc các chương trình đầu tư vào R&D và hệ thống công nghệ thông tin. Điều này chỉ ra rằng, khi các doanh nghiệp Nhật Bản đầu tư vào các tài sản cần thu hồi vốn nhanh, họ rất coi trọng tiêu chuẩn SPP. Thứ hai, các nhà quản trị có xu hướng coi trọng phương pháp NPV trong trường hợp họ phải thẩm định các kế hoạch đầu tư dài hạn và chiến lược quan trọng như: các thương vụ M&A hay đầu tư ra nước ngoài. Trong khi đó, phương pháp ARR cũng được coi trọng sử dụng trong trường hợp đầu tư vào các sản phẩm và dịch vụ mới. Điều này có thể là ARR được sử dụng cho các khoản đầu tư liên quan trực tiếp đến chu kỳ hoạt động của doanh nghiệp.

***Các nghiên cứu về ứng dụng quyền chọn thực trong thẩm định dự án***

Do các tác phẩm lý thuyết về tài chính doanh nghiệp hiện đại khuyến khích việc sử dụng cách tiếp cận quyền chọn thực (Real Option – RO) trong việc hoạch định ngân sách vốn đầu tư, cách tiếp cận này đã thu hút được sự quan tâm chú ý ứng dụng trong thực tế. RO thường được các nhà quản trị sử dụng trong tình huống liên quan đến các quyền chọn chiến lược trong tương lai và do đó, phải thực hiện việc ra quyết định dưới những điều kiện không chắc chắn. Bởi vì RO áp dụng các mô hình định giá quyền chọn (bao gồm các kỹ thuật định giá quyền chọn mua và quyền chọn bán) đối với việc

ra quyết định ngân sách vốn đầu tư, đây là các kỹ thuật rất phức tạp và tiên tiến trong lý thuyết tài chính doanh nghiệp, do đó, gặp nhiều khó khăn khi áp dụng vào thực tiễn.

Khảo sát của Ryan (2002) tại các doanh nghiệp Hoa Kỳ đã chỉ ra tần suất thấp của việc sử dụng quyền chọn thực RO với chỉ 1,6% các mẫu trả lời có sử dụng RO. Dựa trên khảo sát này, có thể kết luận rằng, kỹ thuật RO vẫn chưa phổ biến tại Hoa Kỳ cho tới năm 2000. Nghiên cứu của Brook (2007) 14,3% các câu trả lời báo cáo có sử dụng RO trong quá trình ngân sách vốn đầu tư. Điều này chỉ ra xu hướng tăng lên gần đây của các doanh nghiệp Hoa Kỳ trong việc ứng dụng kỹ thuật RO trong quá trình ngân sách vốn đầu tư, tuy nhiên, mức độ phổ biến của việc áp dụng kỹ thuật này hiện vẫn còn thấp.

Nghiên cứu của Tomonari Shinoda (2010) tại Nhật Bản trên một mẫu 225 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Tokyo cho thấy, có tới 93,2% câu trả lời rằng chưa bao giờ sử dụng RO trong thẩm định dự án, chỉ có 0,5% số lượng các câu trả lời rằng thường sử dụng RO.

### 1.3.2. Bài học kinh nghiệm cho các doanh nghiệp Việt Nam

Từ những kinh nghiệm quốc tế đa dạng ở phần trên về quá trình thẩm định tài chính DAĐT của doanh nghiệp, chúng ta có thể rút ra những bài học kinh nghiệm cho các doanh nghiệp Việt Nam trong quá trình thẩm định dự án, nhằm đảm bảo quá trình này hiệu quả và lựa chọn được dự án tốt, đó là:

*Thứ nhất,* việc thẩm định DAĐT nên sử dụng kết hợp nhiều chỉ tiêu thẩm định tài chính nhằm đánh giá được toàn diện các khía cạnh tài chính của dự án, tuy nhiên, với các công ty lớn, những tiêu chuẩn chủ đạo trong thẩm định là những tiêu chuẩn dựa trên giá trị thời gian của tiền như NPV và IRR. Kết quả các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy, các công ty hiếm khi chỉ sử dụng một tiêu chuẩn thẩm định duy nhất.

*Thứ hai,* nhiều nghiên cứu xác nhận rằng, giai đoạn xác định dự án và ước lượng dòng tiền là giai đoạn khó khăn nhất của tiến trình thẩm định. Điều này cho thấy, việc thực hiện xác định dự án căn cứ vào chiến lược và những dự báo dòng tiền của dự án sẽ cần được chú trọng. Điều này cũng đòi hỏi các doanh nghiệp cần xây dựng được cơ sở dữ liệu thông tin đáng tin cậy phục vụ cho việc thẩm định DAĐT.

*Thứ ba,* Để tránh rơi vào tình trạng đầu tư quá mức và tăng trưởng quá nóng, doanh nghiệp cần đặt ra những ràng buộc ngân sách vốn đầu tư. Bên cạnh đó, việc kiểm toán sau khi dự án đi vào vận hành là rất quan trọng, đặc biệt là với những DAĐT lớn và trọng điểm, nhằm đánh giá chất lượng của công tác thẩm định và rút kinh nghiệm cho việc thẩm định dự án trong tương lai.

*Thứ tư,* phân tích rủi ro DAĐT rất cần được chú trọng, đặc biệt là phân tích độ nhạy/ phân tích viễn cảnh. Những phân tích định tính về rủi ro cũng đóng một vai trò quan trọng bên cạnh những phân tích định lượng.

*Thứ năm,* với những công ty lớn, việc xây dựng kế hoạch ngân sách vốn đầu tư dài hạn là rất quan trọng. Nghiên cứu của *Arnold and Hatzopoulos (2000)* cho thấy có tới 61% các công ty lớn xây dựng kế hoạch ngân sách vốn đầu tư cho thời gian hơn 4 năm sắp tới. Kế hoạch này nhằm cân nhắc tiến độ thực hiện các dự án và cân đối giữa dòng tiền với các nhu cầu đầu tư.

*Thứ sáu,* phương pháp ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần thông qua mô hình tăng trưởng cổ tức và phương pháp sử dụng lãi suất nợ vay cộng mức bù rủi ro là một phương pháp phù hợp trong bối cảnh các quốc gia có thị trường tài chính chậm phát triển, đặc biệt là Việt Nam.

# CHƯƠNG 2
# THỰC TRẠNG CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN TẠI TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ

## 2.1. TỔNG QUAN VỀ TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ

### 2.1.1. Quá trình hình thành và phát triển Tổng Công ty Sông Đà

- Ngày 01/06/1961, Thủ tướng Chính phủ đã ký quyết định số 214/TTg về việc thành lập Ban Chỉ huy công trường Thủy điện Thác Bà, sau đổi tên thành Công ty xây dựng Thủy điện Thác Bà, tiền thân của TCT Sông Đà. Trong giai đoạn này, Công ty xây dựng thuỷ điện Thác Bà đã hình thành nên lực lượng xây dựng chuyên ngành: Công trường 1 chuyên thi công đập đá (đập chính), Công trường 2 chuyên thi công đập đất (các đập phụ), Công trường bê tông, Công trường thủy công chuyên ngành (xử lý nền móng), Xí nghiệp cơ giới, Xí nghiệp cơ điện,... với lực lực lượng cán bộ nhân viên ban đầu khoảng vài trăm người, sau đó tăng lên khoảng 2 ngàn người, cùng với lực lượng máy móc, thiết bị thi công do Liên Xô giúp đỡ.

- Năm 1975 khi đất nước thống nhất, Công ty xây dựng thủy điện Thác Bà được Nhà nước giao nhiệm vụ xây dựng nhà máy thuỷ điện lớn nhất Đông Nam Á trong thời kỳ này là thuỷ điện Hoà Bình, công suất 1.920MW với 8 tổ máy. Trong thời gian này, Công ty đổi tên thành Công ty xây dựng thủy điện Sông Đà và năm 1979 được nâng lên thành TCT xây dựng thủy điện Sông Đà.

- Ngày 15/11/1995, theo Quyết định số 966/BXD-TCLĐ của Bộ trưởng Bộ Xây dựng, TCT xây dựng thủy điện Sông Đà được thành lập lại theo mô hình TCT 90 với tên gọi là TCT xây dựng Sông Đà. Ngày 11/3/2002, theo Quyết định số 285/QĐ-BXD của Bộ trưởng Bộ Xây dựng, TCT xây dựng Sông Đà tiếp tục được đổi tên thành TCT Sông Đà.

- Ngày 12/01/2010, Thủ tướng Chính phủ đã ký quyết định số 52/QĐ-TTg phê duyệt Đề án thí điểm thành lập Tập đoàn CNXD Việt Nam do TCT Sông Đà làm nòng cốt, với sự tham gia của các TCT: TCT Lắp máy Việt Nam (LILAMA), TCT xây dựng

và Phát triển Hạ tầng (LICOGI), TCT Cơ khí Xây dựng (COMA), TCT cổ phần Sông

Hồng, TCT cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng (DIC); Đồng thời Thủ tướng Chính phủ ký Quyết định số 53/QĐ-TTg thành lập Công ty mẹ - Tập đoàn Sông Đà.

- Ngày 02/10/2012, Thủ tướng Chính phủ đã ký quyết định số 1428/QĐ-TTg về việc kết thúc thí điểm hình thành Tập đoàn CNXD Việt Nam và Tập đoàn Phát triển nhà và Đô thị Việt Nam. Ngày 24/10/2012, Bộ trưởng Bộ Xây dựng ban hành quyết định số 937/QĐ-BXD về việc thành lập TCT Sông Đà.
- Ngày 15/01/2013, Bộ trưởng Bộ Xây dựng đã ban hành quyết định số 50/QĐ-BXD phê duyệt đề án tái cấu trúc TCT Sông Đà giai đoạn 2012 – 2015, tầm nhìn đến 2020.

Đến thời điểm hiện nay, TCT đã thực hiện việc cổ phần hóa và niêm yết cổ phiếu của phần lớn các công ty thành viên, tiến tới cổ phần hóa công ty mẹ trong năm 2015. Việc cổ phần hóa giúp tạo ra tín hiệu thị trường cho việc đánh giá giá trị doanh nghiệp, tăng tính công khai, minh bạch trong hoạt động SXKD, tạo thuận lợi cho việc huy động vốn đáp ứng nhu cầu đầu tư tăng trưởng của các công ty thành viên.

**2.1.2. Cơ cấu tổ chức của Tổng Công ty Sông Đà**

Cơ cấu tổ chức của TCT hiện tại khá phức tạp và gồm nhiều đầu mối, nhiều ban chức năng và các công ty thành viên. Bao gồm:

- **Hội đồng thành viên TCT:** HĐTV của TCT có các nhiệm vụ chủ yếu sau: Chỉ định ứng viên phù hợp cho các vị trí quan trọng (Tổng giám đốc, Phó Tổng giám đốc, Giám đốc tài chính, Giám đốc nhân sự...) và đánh giá kế hoạch nhân sự kế nhiệm; giám sát hành vi và đặt ra mức lương thưởng cho quản lý cấp cao; Giám sát tuân thủ pháp luật của TCT và từng Công ty cấp II; phê chuẩn chiến lược TCT, tài khoản, ngân sách, các dự án và đầu tư có giá trị cao; xem xét báo cáo tài chính và hệ thống kiểm soát nội bộ của TCT.
- **Ban Kiểm soát TCT:** Ban Kiểm soát có nhiệm vụ: Hỗ trợ HĐTV giám sát hiệu suất hoạt động của TCT; giám sát và đánh giá quy trình báo cáo tài chính, lịch kiểm toán; giám sát việc tuân thủ chính sách, quy trình của các công ty cấp II và các ban chức năng; giám sát tính chính xác của các báo cáo gửi HĐTV TCT; phát hiện dấu hiệu cảnh

báo sớm từ kiểm toán thử và giảm thiểu rủi ro bằng các hành động phù hợp.

- **Ban Tổng Giám đốc:** Ban Tổng giám đốc có các nhiệm vụ chủ yếu sau: Xem xét và kiểm soát tổ chức thực hiện chiến lược của các công ty cấp II; giám sát và định hướng triển khai triển lược; xem xét, thực hiện và giám sát hoạt động hàng ngày của các công ty cấp II và các ban chức năng của TCT; phê duyệt các dự án, đầu tư và phân bổ vốn theo thẩm quyền; chỉ định các ứng viên cho các vị trí quản lý.

(Cơ cấu tổ chức của TCT xem tại ***Sơ đồ 2.1: Cơ cấu tổ chức của TCT Sông Đà)***

**Tình hình lao động của TCT:** Tình hình lao động của TCT, bao gồm: Cơ quan TCT, các đơn vị trực thuộc, các công ty con, công ty liên kết của TCT được thể hiện tại ***Bảng 2.1: Tình hình lao động của TCT Sông Đà.***

Bảng số liệu cho thấy, tại thời điểm cuối năm 2014, tổng số lao động của TCT là 21.010 người, so với cuối năm 2013 giảm 259 người. Điều này cho thấy, việc nền kinh tế gặp khó khăn và các hợp đồng xây dựng đầu ra giảm xuống, TCT đã thực hiện cắt giảm nhân sự nhằm tiết giảm chi phí và hợp lý hóa quy mô lao động. TCT có đội ngũ nhân sự có trình độ chuyên môn tốt, lành nghề. Thợ bậc cao (từ bậc 5 trở lên) tại thời điểm cuối năm 2014 là 1.478 người, chiếm tỷ trọng 7,0% tổng số lao động; số lao động có trình độ đại học và trên đại học là 4.801 người, chiếm 22,8% tổng số lao động.

### 2.1.3. Đặc điểm quá trình kinh doanh của Tổng Công ty Sông Đà

**** Ngành nghề kinh doanh của TCT***

TCT Sông Đà là một TCT kinh doanh đa ngành với 4 ngành kinh doanh chính như sau:

- *Tổng thầu* xây dựng *và tổng thầu EPC (thiết kế, mua sắm, xây lắp)*: Ngành XD là ngành kinh doanh lớn nhất, đóng góp hơn 50% vào tổng doanh thu của TCT. Hiện nay, TCT là doanh nghiệp dẫn đầu cả nước trong lĩnh vực xây dựng dự án thủy điện, công trình ngầm và có vị thế cạnh tranh trong phân khúc hạ tầng giao thông, công trình công nghiệp, dân dụng.
- *Sản xuất điện năng*: TCT là một nhà đầu tư lớn trong lĩnh vực đầu tư thủy điện với một danh mục nhiều nhà máy điện. Việc đầu tư vào lĩnh vực sản xuất điện năng thành công cho thấy năng lực quản lý dự án và năng lực tài chính tốt của TCT.

- *Phát triển nhà ở và đô thị (kinh doanh bất động sản)*: TCT đã xây dựng được vị thế trong lĩnh vực này với sự tham gia của công ty con là CTCP Đầu tư Đô thị và Khu Công nghiệp Sông Đà (SUDICO). TCT xác định mở rộng đầu tư vào lĩnh vực khu đô thị, trong khi đó, sẽ giảm đầu tư vào khu công nghiệp do hiện trạng cung vượt cầu trong phân khúc khu công nghiệp và lợi nhuận ở phân khúc này hiện ở mức thấp.
- *Sản xuất vật liệu xây dựng*: TCT hiện đầu tư một lượng vốn lớn vào sản xuất xi măng và sản xuất thép. Với gánh nặng nợ vay cao và thị trường đầu ra tăng trưởng thấp, tình trạng cung vượt cầu, lĩnh vực này đang gây nhiều khó khăn cho TCT. Hiện nay, TCT đang có định hướng cắt giảm đầu tư vào lĩnh vực này theo hướng cắt giảm lĩnh vực sản xuất xi măng. Đối với ngành sản xuất thép, tùy theo tình hình cụ thể của thị trường sẽ tiến hành thoái vốn dần.

Bên cạnh đó, TCT hiện đang kinh doanh một số ngành nghề bổ trợ và đa dạng hóa, có đóng góp đáng kể vào tổng lợi nhuận của TCT (xấp xỉ mức 20% tổng lợi nhuận hàng năm) và có liên quan chặt chẽ với ngành kinh doanh chính như: kinh doanh giáo dục đào tạo, kinh doanh thiết bị xây dựng, vận tải hàng hóa đường thủy, đường bộ…

### 2.1.4. Tình hình tài chính của Tổng Công ty Sông Đà

#### *2.1.4.1. Tổng quan về tình hình tài chính của TCT Tình hình tài sản và nguồn vốn*

Tổng tài sản hợp nhất của TCT tại thời điểm cuối năm 2014 là 45.692 tỷ đồng cho thấy TCT là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong ngành xây dựng nếu xét theo tiêu chí tổng tài sản. Trong giai đoạn 2012 – 2014, tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của TCT có sự giảm xuống so với giai đoạn 2010 – 2011 là do chủ trương của Chính phủ không tiếp tục duy trì mô hình Tập đoàn CNXD Việt Nam mà chuyển 04 TCT trước đây được đưa vào cơ cấu Tập đoàn về bộ chủ quản.

Số liệu cho thấy, TCT sử dụng một nguồn lực tài chính lớn để hình thành nên lượng tài sản rất lớn. Tuy nhiên, tình trạng mất cân đối tài chính đang diễn ra ngày càng nghiêm trọng. Nguồn vốn lưu động thường xuyên (NWC) từ mức dương 145 tỷ cuối năm 2010 giảm xuống mức - 1.783 tỷ đồng cuối năm 2011 và – 3.850 tỷ đồng

năm 2014 cho thấy tổng công ty thiếu hụt các nguồn vốn dài hạn, khả năng thanh toán gặp khó khăn.

***Tổng quan về kết quả kinh doanh***

Trong giai đoạn 2011 – 2013, doanh thu hợp nhất có sự tăng trưởng cho thấy sự mở rộng quy mô củaTCT. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế trong giai đoạn 2010 – 2013 của TCT đã suy giảm mạnh và liên tục thua lỗ trong giai đoạn 2011 – 2013 phản ánh hiệu quả kinh doanh thấp của TCT. Bên cạnh việc kết quả suy giảm là xuất phát từ những khó khăn khách quan của nền kinh tế và mặt bằng lãi suất tăng cao trong giai đoạn này, kết quả kinh doanh thấp phần lớn xuất phát từ những yếu kém nội tại, đặc biệt là từ việc thẩm định và triển khai các dự án đầu tư trong quá khứ. Trong khi chiến lược tích hợp dọc và mở rộng các phân khúc xây dựng là một định hướng chiến lược đúng đắn, tiến trình lựa chọn và triển khai nhiều dự án đã mắc nhiều sai lầm và dẫn đến kết quả kinh doanh suy giảm mạnh trong giai đoạn này. Đến năm 2014, mặc dù doanh thu hợp nhất có sự suy giảm nhưng lợi nhuận của TCT đã có sự chuyển biến tốt khi đưa lợi nhuận sau thuế dương 156 tỷ đồng. Điều này chứng tỏ quá trình tái cấu trúc TCT đã phát huy hiệu quả. (Số liệu xem tại ***Bảng 2.2: Tổng quan về tình hình tài chính Tổng công ty Sông Đà).***

***2.1.4.2. Phân tích các tỷ số tài chính***

Từ số liệu tại ***Bảng 2.3: Các tỷ số tài chính của Tổng công ty Sông Đà*** chúng ta thấy với kết quả kinh doanh nghèo nàn và tình trạng mất cân đối tài chính nặng nề diễn ra trong giai đoạn 2010 – 2014 là minh chứng rõ nhất về tính hiệu quả của hoạt động đầu tư thực sự của TCT. Khả năng thanh toán hiện hành cuối năm 2014 chỉ đạt 0,77 lần, thấp hơn 1 khá nhiều, khả năng thanh toán lãi vay là 1,13 lần, là một mức khá thấp cho thấy TCT gặp khó khăn trong khả năng thanh toán. Trong giai đoạn 2011 – 2013, lợi nhuận sau thuế âm cho thấy hoạt động kinh doanh kém hiệu quả. Có thể nói, hoạt động đầu tư của TCT đã đạt hiệu quả thấp và nhiều dự án lớn kém hiệu quả, thua lỗ kéo dài là nguyên nhân quan trọng dẫn đến kết quả kinh doanh chung rất thấp.

Kết quả kinh doanh thấp cho thấy một vấn đề rất lớn: Hoạt động thẩm định

DAĐT của TCT trong thời gian qua đã không hiệu quả, không thể đảm nhận được

chức năng lựa chọn các dự án tốt và loại bỏ dự án xấu. Kết quả kinh doanh nghèo nàn không chỉ xảy ra ở một dự án mà ở nhiều dự án khác nhau của TCT: Dự án Xi măng Hạ Long, Dự án sản xuất phôi thép, kinh doanh bất động sản và thậm chí là ở lĩnh vực đầu tư có thế mạnh là thủy điện.

***Phân tích tình hình lưu chuyển tiền tệ:*** Qua số liệu tại ***Bảng 2.4: Phân tích báo cáo lưu chuyển tiền tệ của Tổng công ty Sông Đà*** chúng ta thấy:

- *Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh thâm hụt lớn trong giai đoạn 2010 – 2012 tuy nhiên, đã bắt đầu được cải thiện trong năm 2013:* Trong bối cảnh kinh tế vĩ mô gặp nhiều khó khăn, cùng với việc nhiều dự án của TCT đạt hiệu quả thấp hơn so với dự tính, điều này đã đưa đến hoạt động kinh doanh không hiệu quả và thâm hụt tiền mặt lớn. Một tín hiệu tích cực là bước sang năm 2013 lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh đã chuyển sang dương 1.451 tỷ đồng và năm 2014 dương 1.064 tỷ đồng.

- *Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư hàng năm thâm hụt lớn cho thấy tốc độ tăng trưởng nóng*: Trong điều kiện tiềm lực vốn chủ sở hữu còn hạn chế và không được bổ sung, việc liên tục đầu tư với quy mô lớn khiến dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư hàng năm thâm hụt lớn, là biểu hiện của sự tăng trưởng quá nóng, thiếu bền vững.

- *Dòng tiền thuần từ hoạt động tài chính*: Vì dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh thâm hụt trong giai đoạn 2010 – 2012 cũng như mới bắt đầu được cải thiện trong năm 2013 và năm 2014 cùng với việc liên tục đầu tư với quy mô lớn, điều này đã gây sức ép lớn cho hoạt động tài chính. Trong điều kiện công ty mẹ không được bổ sung tăng vốn điều lệ, điều này đã dẫn đến hoạt động đầu tư phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn vốn vay và đẩy hệ số nợ tăng cao.

**2.1.5. Tình hình đầu tư dự án của Tổng Công ty Sông Đà**

TCT và các ĐVTV đã làm Chủ đầu tư và tự thực hiện (từ công tác tư vấn, đến thi công xây lắp) nhiều dự án trong các lĩnh vực:

a) *Thủy điện:* Đã nghiên cứu, thực hiện đầu tư dự án BOT thủy điện Cần Đơn (77,6MW). Tiếp theo đó, TCT tiếp tục nghiên cứu và thực hiện đầu tư nhiều dự án

thủy điện như: Ry Ninh 2, Nà Lơi, Thác Trắng, Sê San 3A, Nậm Mu, Nậm Chiến, Sử Pán 2... Đặc biệt, TCT còn là doanh nghiệp đầu tiên được Chính phủ hai nước Việt Nam và Lào giao cho nghiên cứu và thực hiện đầu tư các dự án thủy điện tại Lào (Xêkaman 3, Xêkaman 1, Sê Kông 3, Xêkaman 4...), với tổng công suất khoảng 1.300MW, để nhập khẩu điện về Việt Nam.

Đến năm 2012, TCT đã có 15 dự án đi vào vận hành, điện lượng hàng tỷ KWh/năm, góp phần bù đắp vào sự thiếu hụt điện năng phục vụ phát triển kinh tế - xã hội của đất nước, các nhà máy thủy điện bao gồm: Cần Đơn (77,6MW), Nà Lơi (9,3MW), KrongKmar (12MW), Iagrai 3 (7,5MW), Nậm Mu (12MW), Nậm Ngần (13,5MW), Nậm Khánh (12MW), Thác Trắng (6MW), RyNinh II (8,1MW), Sêsan 3A (108MW), Bình Điền (44MW), Eakrong rou (28MW), Hương Sơn (33MW), Sử Pán 2 (34,5MW), Sông Chảy 5 (16MW) với tổng công suất 421,5MW. Trong năm 2013, dự án thủy điện Nậm Chiến (200MW) đã phát điện thương mại TM1 vào tháng 3/2013 và phát điện thương mại TM2 trong tháng 7/2013, dự án Xekaman 3 (250MW) đã phát điện thương mại TM1 ngày trong tháng 6/2013 và phát điện thương mại TM2 đầu tháng 7/2013. Như vậy, đến hết năm 2013, TCT đã đưa thêm vào phát điện 2 nhà máy Nậm Chiến và Xêkaman 3 nâng tổng số lên 17 nhà máy phát điện với tổng công suất 871,5MW.

Hiện nay, các ĐVTV TCT đang thực hiện đầu tư 13 dự án thủy điện: Xekaman 1 (322MW), Nậm Thi 2 (8MW), Nậm Củn (40MW), Nậm An (6,5MW), Bắc Giang (16MW), Nậm Ly 1 (5,6MW), Yantansien (19,5MW), Nậm He (16MW), Tiên Thành (16,5MW), Sập Việt (21MW), Trà Xom (20MW), Đăklo (22MW), Hà Tây (9MW) với tổng công suất 522,1MW; Đồng thời nghiên cứu và chuẩn bị đầu tư các dự án thủy điện: Sekong 3 (205MW), Xekaman 4 (80MW), ĐăkYmơn (130MW), Bảo Lâm 3 (46MW), Nậm Thi 1 (12MW), Nậm Thi 2 (8MW), Sì Lường 3 (17,4MW), Sì Lường 4 (15,6MW), Sử Pán 1 (18MW), Hòm Dưới Lán Bò (7,8MW) với tổng công suất 539,8MW.

Đối với các dự án đang chuẩn bị và thực hiện đầu tư: việc thu xếp, huy động vốn đầu tư gặp rất nhiều khó khăn nên một số dự án phải thi công cầm chừng hoặc tạm

dừng thi công như: Thủy điện Xêkaman 1, Trà Xom, Yatansien, Bắc Giang, Đắk Lô, Hà Tây, Nậm Ly 1,...Một số dự án do không thu xếp được vốn, nên TCT đã chuyển nhượng cho đơn vị khác thực hiện như dự án thủy điện Trà Xom, TCT đã có nghị quyết chuyển nhượng phần góp vốn của TCT tại CTCP thủy điện Trà Xom cho CTCP Đầu tư & phát triển điện Miền Trung; chuyển nhượng dự án Bảo Lâm 3 cho CTCP xây lắp điện 1; Hoặc cơ cấu lại vốn góp tại một số Công ty dự án để đẩy nhanh tiến độ như thủy điện Nậm He, thủy điện Yantansien; Do chậm tiến độ, không có vốn triển khai nên một số dự án bị thu hồi như dự án Sử Pán 1, hay dự án ĐăkYmơn phía Lào đã có văn bản không gia hạn MOU cho dự án.

Mặt khác thiếu sự chỉ đạo quyết liệt từ Chủ đầu tư đến các đơn vị thi công ngay từ khi triển khai thực hiện đầu tư, nên 2 dự án trọng điểm thủy điện Xekaman3, Nậm Chiến không đạt được mục tiêu đề ra, liên tục phải điều chỉnh lại tiến độ.

b) *Sản xuất công nghiệp*: Các dự án sản xuất công nghiệp (xi măng, sắt thép) của các đơn vị thuộc TCT đã thực hiện đầu tư và hoàn thành đưa vào vận hành sản xuất gồm: nhà máy xi măng Sông Đà Yaly (182.000 tấn/năm), nhà máy xi măng Hòa Bình (82.000 tấn/năm), xi măng Hạ Long (2,07 triệu tấn/năm), nhà máy thép Việt Ý (200.000 tấn/năm) nhà máy sản xuất phôi thép Hải Phòng (400.000 tấn/năm). Các sản phẩm xi măng, sắt thép đã khẳng định được thương hiệu và dần chiếm lĩnh thị trường trong nước và xuất khẩu.

Tuy nhiên, do sự suy giảm của nền kinh tế trong nước và thế giới, sức tiêu thụ của thị trường giảm, các sản phẩm như: xi măng, phôi thép, thép,... sức tiêu thụ của thị trường yếu, đồng thời phải cạnh tranh gay gắt với các thương hiệu mạnh khác trên thị trường, nên tiêu thụ đạt thấp, lượng tồn kho lớn, sản lượng sản xuất và tiêu thụ năm 2012 giảm so với cùng kỳ năm 2011 (xi măng giảm 54%, phôi thép giảm 22%). Một số dự án sản xuất công nghiệp mới đi vào sản xuất gặp khó khăn về thị trường và chi phí tài chính cao, dẫn đến kết quả SXKD thua lỗ như xi măng Hạ Long, phôi thép Hải Phòng. Hiện TCT Sông Đà đã có nghị quyết thông qua phương án chuyển giao CTCP xi măng Hạ Long cho TCT xi măng Việt Nam.

c) *Hạ tầng giao thông:* hoàn thành đầu tư 3 dự án theo hình thức BOT: Hầm đường bộ qua đèo Ngang, Đường QL2 đoạn Hà Nội - Vĩnh Phúc, Đường QL 1A đoạn tránh thành phố Hà Tĩnh, hiện đang nghiên cứu đầu tư đề xuất thực hiện dự án QL6 đoạn Hà Nội - Xuân Mai theo hình thức BOT kết hợp BT và giai đoạn 2 dự án Hầm đường bộ qua đèo Ngang theo hình thức BOT.

Dự án đường QL 1A đoạn tránh thành phố Hà Tĩnh do Cty TNHH 1 thành viên Hạ Tầng Sông Đà đầu tư, tuyến chính dự án mặc dù mới đi vào sử dụng từ 2009 nhưng đã hư hỏng, xuống cấp, phải sửa chữa nhiều lần dẫn đến chi phí tăng đáng kể (đang đề nghị điều chỉnh TMĐT lên 874 tỷ đồng tăng 416 tỷ đồng). Đây là dự kém hiệu quả, thời gian hoàn vốn dài, khả năng huy động vốn khó. Dự án ít nhiều đã gây ảnh hưởng đến uy tín TCT trong việc đầu tư dự án giao thông

Dự án đầu tư cải tạo, nâng cấp Quốc lộ 6 đoạn Ba La – Xuân Mai do CTCP Sông Đà Hà Nội lập và trình UBND thành phố Hà Nội từ năm 2011 nhưng đến nay vẫn chưa được phê duyệt để tiếp tục triển khai các công việc tiếp theo của dự án. Tuy nhiên, từ khi thực hiện nghiên cứu lập đề xuất dự án đến nay, thị trường bất động sản đã rơi vào suy thoái và không có thanh khoản, giá đất tại khu vực dự án xuống thấp trong khi giá cả nguyên vật liệu tăng cao do vậy quỹ đất tại Chương Mỹ và Hà Đông là không đủ để đầu tư và kinh doanh nhằm hoàn vốn cho chi phí xây dựng tuyến đường theo đề xuất của dự án đầu tư đã trình năm 2011. Dự án đang trong giai đoạn nghiên cứu đề xuất thực hiện, chưa triển khai lập dự án đầu tư nên việc tính toán chi phí, hiệu quả đầu tư dự án còn ở mức sơ bộ, vị trí các quỹ đất đầu tư khu đô thị vẫn chưa được UBND Thành phố Hà Nội đồng ý chính thức. Hồ sơ đề xuất được lập và trình từ 2011 vẫn chưa được phê duyệt, hiện tại thị trường bất động sản đang trong giai đoạn suy giảm sâu, nên hồ sơ đề xuất dự án đã lập không còn phù hợp trong điều kiện hiện nay.

d) *Nhà và đô thị:* Thành công đầu tiên của TCT là thực hiện dự án Mỹ Đình - Mễ Trì. Hoàn thành đưa vào sử dụng kinh doanh dự án tòa nhà văn phòng HH4-Hà Nội (82.529m2 sàn), Tòa nhà Sông Đà Hà Đông. Hiện tại, trong lĩnh vực bất động sản, toàn tổ hợp Sông Đà đang có 7 doanh nghiệp đang hoạt động đầu tư kinh doanh bất động sản,

với 32 dự án, qui mô sử dụng đất khoảng 2.013,01 ha. Trong đó, 8 dự án

đang trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư, 18 dự án đang thực hiện đầu tư (với TMĐT tư dự kiến khoảng 16,65 nghìn tỷ đồng - chỉ tính riêng cho các dự án đang thực hiện đầu tư), 5 dự án góp vốn hợp tác đầu tư và 1 dự án nhận chuyển nhượng lại (dự án Khu đô thị Hòa Hải, Ngũ Hành Sơn, Đà Nẵng của SUDICO).

Các dự án bất động sản trong tổ hợp tập trung nhiều tại các thành phố lớn trong nước như dự án Khu đô thị mới Nam An Khánh –Hà Nội (189 ha), Khu đô thị mới Tiến Xuân – Hòa Bình (1.253ha), Khách sạn Sông Đà – Hạ Long (1,8ha), Hạ tầng kỹ thuật Khu nhà ở Văn La – Văn Khê –Hà Đông (12ha), Khu dịch vụ thương mại văn phòng và nhà ở 25 Tân Mai-Hà Nội (tòa 17 tầng, 1.320m2), Tổ hợp căn hộ Sông Đà Riveside

– Thành phố Hồ Chí Minh (24.644m2, 5 tòa 25 tầng), Nhà hỗn hợp cao tầng 143 Trần Phú Hà Đông (35 tầng), Khu nhà ở liền kề phường Hữu Nghị-Hòa Bình (1,5ha), Khu đô thị Hồ Xương Rồng – Thành phố Thái Nguyên (45ha), Khu dân cư phía Bắc Phường Vĩnh Hải Thành phố Nha Trang (11,7ha), Khu dân cư thu nhập thấp An Thịnh phường Vĩnh Hải Thành phố Nha Trang (2.496m2)...

Trong 2 năm trở lại đây, các hoạt động đầu tư và kinh doanh bất động sản gặp rất nhiều khó khăn. Hầu hết các dự án đều phải dừng, giãn tiến độ đầu tư, gây ảnh hưởng lớn đến kế hoạch SXKD của các đơn vị. Để tháo gỡ khó khăn, các đơn vị như SUDICO, SURICOS đã và đang tiến hành các thủ tục để xin chuyển đổi mục đích đầu tư từ nhà ở thương mại sang nhà ở xã hội (Dự án nhà ở xã hội tại lô đất CT8, thuộc Khu đô thị Nam An Khánh; Dự án nhà ở thương mại Khu nhà ở cao tầng Đô thị Sông Đà tại 143 Trần Phú – Hà Đông giai đoạn 1). Hiện nay, dự án Tòa nhà SDU – 143 Trần Phú, Hà Đông đã được UBND TP Hà Nội chấp thuận chuyển đổi và đầu tư dự án từ nhà ở thương mại sang nhà ở xã hội. Đến thời điểm này, toàn tổ hợp đang triển khai 2 dự án nhà ở xã hội là dự án Chung cư thu nhập thấp An Thịnh (Vĩnh Hải, Nha Trang) của Công ty TNHH một thành viên phát triển nhà Khánh Hòa và Dự án Tòa nhà SDU – 143 Trần Phú, Hà Đông của SURICOS.

Chúng ta có thể thấy tình hình ***thực hiện dự án đầu tư giai đoạn 2011 – 2015 của TCT Sông Đà tại Bảng 2.5.***

## 2.2.THỰC TRẠNG CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN CỦA TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ

### 2.2.1. Các nhân tố ảnh hưởng đến công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư của Tổng Công ty Sông Đà

#### *2.2.1.1. Các nhân tố ảnh hưởng vĩ mô*

**Bảng 2.6: Số liệu kinh tế vĩ mô giai đoạn 2009 – 2014**

| Khoản mục | Năm 2009 | Năm 2010 | Năm 2011 | Năm 2012 | Năm 2013 | Năm 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Tăng trưởng kinh tế | 5,23% | 6,78% | 5,89% | 5,25% | 5,42% | 5,98% |
| Tỷ lệ lạm phát (tốc độ tăng CPI) | 6,52% | 11,75% | 18,13% | 6,81% | 6,04% | 4,09% |
| Chỉ số VN – Index cuối năm | 494,8 | 484,7 | 351,6 | 399,7 | 504,63 | 544,23 |
| % thay đổi VN –Index hàng năm | 56,8% | -2% | -27,5% | +13,7% | +26,25% | +7,84% |

*Nguồn: Tổng cục thống kê và Quỹ tiền tệ quốc tế*

- *Tăng trưởng của nền kinh tế*: Tăng trưởng kinh tế của Việt Nam trong thời gian qua có xu hướng suy giảm do chịu ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính toàn cầu cũng như dư địa cho tăng trưởng theo chiều rộng đã cơ bản không còn, đặt ra yêu cầu bức thiết phải tái cấu trúc nền kinh tế hướng đến sự tăng trưởng theo chiều sâu, gia tăng giá trị. Bên cạnh đó, đầu tư và đầu tư công trong những năm qua có xu hướng thắt chặt và kiểm soát, trong đó có chi tiêu công cho xây dựng cơ bản. Điều này ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động xây dựng của nền kinh tế, là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của TCT Sông Đà.

- *Nền kinh tế vĩ mô có biến động lớn qua các năm gây khó khăn cho công tác dự báo và thẩm định DAĐT*: Việc nền kinh tế vĩ mô có biến động lớn qua các năm khiến rủi ro vĩ mô trở nên rất lớn và khiến các doanh nghiệp hạn chế đầu tư dài hạn, chú trọng hơn tới các hoạt động mang tính chất ngắn hạn hoặc khuyến khích các hoạt động đầu cơ. Việc dự báo các biến số kinh tế vĩ mô gặp khó khăn khiến cho việc lập và thẩm định tài chính dự án đầu tư của nhiều doanh nghiệp trở nên có độ không chắc chắn cao, gây ra tâm lý e ngại và trì hoãn đầu tư của doanh nghiệp.

- *Lạm phát và lãi suất*: Lạm phát tại Việt Nam biến động bất thường và nhiều năm ở mức cao đã khiến cho việc dự báo các thông số đầu vào và dự kiến giá bán đầu ra của các dự án đầu tư kém tính chính xác, gây rủi ro cao đối với các dự án đầu tư của TCT. Bên cạnh đó, lãi suất biến động lớn qua các năm và có thời điểm lên rất cao, việc tiếp cận vốn gặp khó khăn khiến cho việc dự báo lãi suất trong dự án đầu tư trở nên khó khăn. Hệ thống ngân hàng trong giai đoạn này tích tụ nhiều nợ xấu, tiềm ẩn nguy cơ mất ổn định cho nền kinh tế.
- *Các chính sách của Nhà nước*: Các chính sách của Nhà nước liên quan đến kinh doanh như chính sách thuế, chính sách đầu tư…thay đổi thường xuyên và thiếu tính dự báo, các thủ tục hành chính trải qua nhiều khâu, nhiều bước khiến cho tiến độ dự án của nhiều doanh nghiệp bị kéo dài.

Như vậy, môi trường vĩ mô nhìn chung còn thiếu tính ổn định, gây rủi ro lớn cho các doanh nghiệp nói chung và không khuyến khích các hoạt động đầu tư dài hạn, thay vào đó, khuyến khích các hoạt động đầu cơ mang tính chất ngắn hạn hoặc việc quản trị tập trung vào các quyết định mang tính ngắn hạn.

#### *2.2.1.2. Chiến lược kinh doanh của Tổng Công ty Sông Đà*

Bước khởi đầu trong việc thẩm định dự án đầu tư là cần đánh giá về sự phù hợp của dự án đầu tư với chiến lược kinh doanh của TCT. Chính vì vậy, để đánh giá được sự cần thiết phải đầu tư của một dự án cụ thể, nhà phân tích cần nắm rõ chiến lược của TCT.

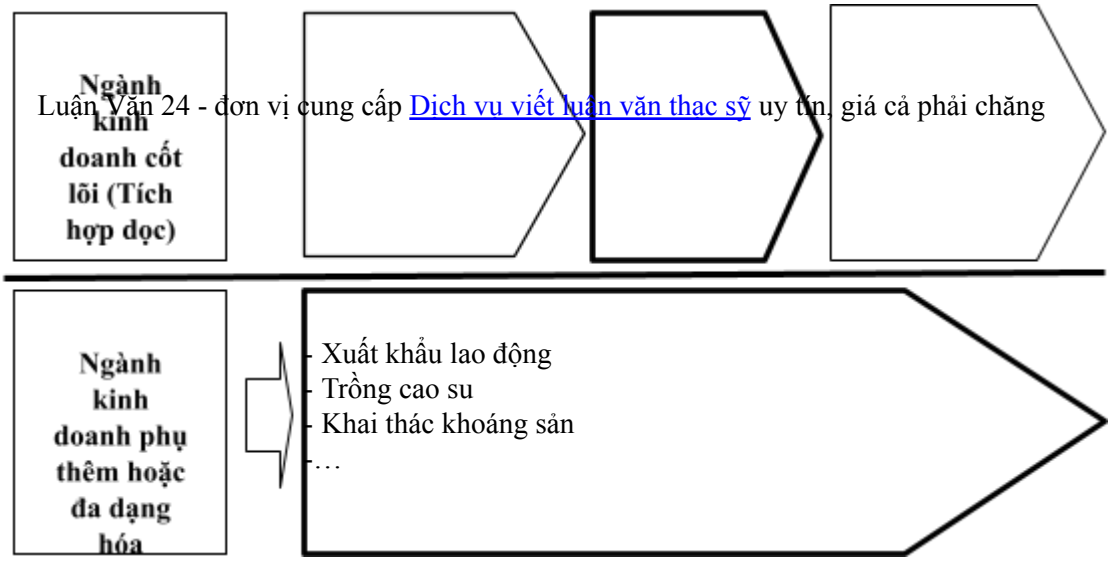
Chiến lược đầu tư tăng trưởng của TCT trong thời gian qua có thể khái quát đó là: Khép kín chuỗi giá trị thông qua tích hợp dọc kết hợp với kinh doanh đa dạng hóa, từng bước nâng cao năng lực thi công để có thể đảm nhận các dự án tổng thầu lớn, mở rộng độ bao phủ chiếm lĩnh thị trường trên toàn quốc và tiến ra thị trường nước ngoài.

Sản xuất vật liệu xây dựng và các đầu vào khác (thép, xi măng, kết cấu thép…)

**XÂY DỰNG**

Đầu ra của xây dựng (bất động sản, thủy điện, cầu đường)

- Kinh doanh tài chính




**Sơ đồ 2.2: Chuỗi giá trị của Tổng Công ty Sông Đà**

- Đầu tư tăng trưởng nhằm hoàn chỉnh chuỗi giá trị thông qua chiến lược tích hợp dọc: Chiến lược tích hợp dọc bao gồm chiến lược tích hợp tiến và chiến lược tích hợp ngược với mục đích tiết giảm chi phí và gia tăng tốc độ tăng trưởng, cung cấp các giải pháp trọn gói từ vật liệu xây dựng – thi công – vận hành các công trình xây dựng (đặc biệt là các dự án thủy điện). Sau một quá trình phát triển và tích tụ vốn, TCT thực hiện tích hợp ngược đầu tư vào lĩnh vực sản xuất vật liệu xây dựng nhằm tự chủ cung ứng những vật tư chủ yếu cho hoạt động xây dựng, tiết kiệm chi phí (ví dụ như đầu tư vào thép và xi măng) và tiếp đó, tích hợp tiến đầu tư vào sản phẩm đầu ra của hoạt động xây dựng, đặc biệt là đầu tư các nhà máy thủy điện và đầu tư bất động sản.

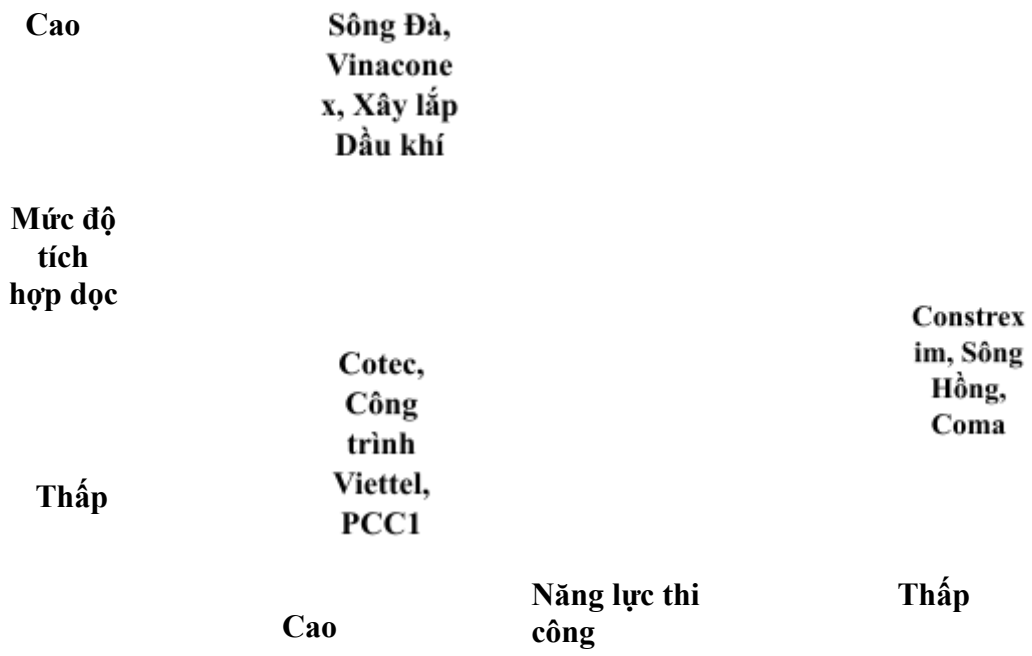
- Chú trọng đầu tư nâng cao năng lực thi công, phục vụ cho chiến lược thâm nhập vào nhiều phân khúc trong ngành xây dựng và đảm nhận tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC: Việc đa dạng hóa các phân khúc xây dựng nhằm giúp TCT có thể tận dụng và phát huy tối đa kinh nghiệm và thế mạnh xây dựng, tăng doanh thu và giảm rủi ro kinh doanh. Bên cạnh đó, phân khúc tổng thầu thường có biên lợi nhuận tốt, đảm bảo nguồn đầu ra lớn và lâu dài cho doanh nghiệp. Điều này đòi hỏi TCT phải có được nguồn tài chính tốt để tập trung đầu tư cho thiết bị thi công hiện đại, có công nghệ thi công tiên tiến và năng lực quản lý và giám sát tốt ***(Bảng 2.7: Các phân khúc xây dựng của Tổng Công ty Sông Đà).***

- Đầu tư nhằm mở rộng độ bao phủ thị trường trên toàn quốc và mở rộng ra thị trường nước ngoài: Cùng với quá trình tăng trưởng, TCT từng bước mở rộng phạm vi hoạt động ra toàn quốc và hiện nay đã bắt đầu mở rộng ra thị trường nước ngoài. TCT Sông Đà đã mở rộng đầu tư thủy điện và xây dựng công trình điện sang Lào (Thành lập CTCP Điện Việt Lào làm chủ đầu tư các dự án thủy điện Xekaman 3, Xekaman 1… tại Lào).

- *Đầu tư kinh doanh đa dạng hóa ngành nghề*: Bên cạnh ngành kinh doanh cốt lõi là XD, TCT có xu hướng đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh khi nhận thấy những cơ hội kinh doanh hấp dẫn ở những ngành nghề khác, ví dụ như đầu tư vào kinh doanh tài chính (thành lập Công ty Tài chính Sông Đà), trồng cao su và xuất khẩu lao động.

***Định vị nhóm chiến lược của Tổng Công ty***

Dựa trên hai yếu tố mang tính đặc trưng quyết định đến chiến lược cạnh tranh của ngành xây dựng là: (1) mức độ tích hợp dọc và (2) năng lực thi công, chúng ta có thể phác thảo sơ đồ các nhóm chiến lược trong ngành xây dựng.



**Sơ đồ 2.3: Các nhóm chiến lược trong ngành xây dựng**

*Diện tích hình tròn tượng trưng cho thị phần của nhóm*

TCT Sông Đà thuộc nhóm các công ty có năng lực thi công cao (năng lực tổng thầu), và theo đuổi mô hình tích hợp dọc, tham gia nhiều phân khúc xây dựng đang sở hữu những thị phần lớn trong ngành. Việc lựa chọn khôn ngoan các vật liệu xây dựng để thực hiện tích hợp ngược và thực hiện chiến lược tích hợp dọc thận trọng sẽ đem lại lợi thế cạnh tranh cao hơn so với các công ty chỉ thuần túy tập trung vào lĩnh vực xây dựng mà không tích hợp dọc.

***Các khoản đầu tư điển hình để thực hiện chiến lược kinh doanh***

Nhằm thực hiện chiến lược phát triển trên, trong giai đoạn vừa qua, hoạt động đầu tư vốn của TCT được thực hiện trong các lĩnh vực sau:

- *Đầu tư vào các nhà máy thủy điện:* Đây là hoạt động đầu tư thuộc chiến lược tích hợp tiến và là lĩnh vực mà TCT đã có nhiều kinh nghiệm lâu năm trong việc thi công xây dựng và đầu tư sở hữu các nhà máy điện. Chính vì vậy, việc lập và thẩm định dự án trong lĩnh vực này thường có độ chính xác khá cao. Bên cạnh đó, nhu cầu điện năng của nền kinh tế hiện có xu hướng tăng mạnh qua các năm và giá bán điện đầu ra có xu hướng điều chỉnh tăng. Chính vì vậy, việc đầu tư vào lĩnh vực thủy điện được đánh giá là phù hợp với lợi thế của TCT và có độ rủi ro thấp. Vấn đề lớn nhất trong việc đầu tư vào lĩnh vực này là cần vốn đầu tư lớn, đòi hỏi phải có năng lực huy động vốn tốt và phải dự báo được tương đối chính xác công suất vận hành hàng năm của dự án.
- *Đầu tư vào dự án bất động sản:* Đây là lĩnh vực đầu tư theo chiến lược tích hợp tiến, tuy nhiên, đầu tư bất động sản là một lĩnh vực mà hiện nay TCT chưa thực sự có được sự chuyên nghiệp. Đặc trưng của lĩnh vực này là có độ rủi ro cao, do nhu cầu phụ thuộc lớn vào biến động vĩ mô của nền kinh tế.
- *Đầu tư vào các dự án vật liệu xây dựng:* Đây là việc thực hiện chiến lược tích hợp ngược nhằm tự chủ về sản xuất nguyên vật liệu và thâm nhập vào ngành kinh doanh vật liệu xây dựng. Hai loại vật liệu xây dựng được TCT đầu tư lớn đó là xi măng và thép. Đặc trưng của lĩnh vực này là nó được thống trị bởi một TCT nhà nước và một số công ty tư nhân lớn trong và ngoài nước, đòi hỏi vốn đầu tư lớn.

- *Đầu tư nâng cao năng lực thiết bị thi công:* Đây là những khoản đầu tư nhằm đáp ứng nhu cầu thiết bị của các công trình xây dựng là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của TCT, quyết định đến chất lượng và tiến độ công trình, uy tín thi công do đó, đây thường là khoản đầu tư quan trọng và được ưu tiên trong việc phân bổ ngân sách đầu tư. Đặc thù của những khoản đầu tư này là không đòi hỏi vốn đầu tư quá lớn như các lĩnh vực đầu tư điện hay bất động sản, xi măng và thường xuất phát từ những đòi hỏi thực tại mang tính chất cấp thiết.

***Các loại hình đầu tư dài hạn của Tổng Công ty***

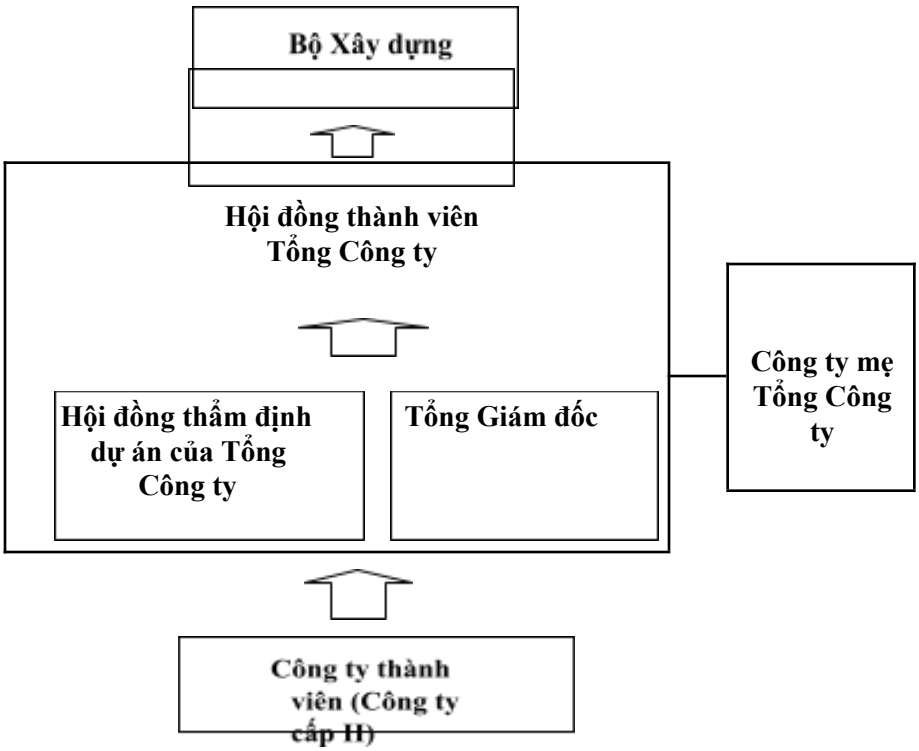
Các DAĐT của TCT chủ yếu là các dự án đầu tư phát triển nội bộ vào những ngành kinh doanh mới, TCT đặc trưng không thực hiện mở rộng kinh doanh thông qua sáp nhập và mua lại. Đối với các dự án nhỏ, việc thực hiện dự án thường được thực hiện qua hình thức tài trợ trực tiếp và không thành lập pháp nhân mới. Đối với các dự án đầu tư lớn, đặc trưng là TCT thường áp dụng hình thức tài trợ dự án thay vì tài trợ trực tiếp: Tài trợ dự án (project financing) là việc thực hiện dự án đầu tư gắn với việc thành lập một công ty thành viên chuyên biệt để thực hiện dự án. Hình thức tài trợ dự án so với tài trợ trực tiếp có những ưu điểm sau:

*Thứ nhất,* trong điều kiện tiềm lực tài chính còn hạn chế, hình thức tài trợ dự án có thể giúp TCT kêu gọi vốn góp từ nhiều nhà đầu tư khác nhau. Nếu thực hiện phát triển dự án trong nội bộ TCT thì áp lực về vốn đầu tư sẽ hoàn toàn do TCT phải gánh chịu.

*Thứ hai,* các tài sản và dòng tiền liên quan đến dự án được tách biệt khỏi những hoạt động khác của nhà tài trợ. Việc tách riêng tài sản và dòng tiền làm tăng trách nhiệm giải trình trước các nhà đầu tư. Bên cạnh đó, các chủ nợ thường có quyền truy đòi có giới hạn và trong một số trường hợp là không có quyền truy đòi đối với nhà tài trợ dự án.

***2.2.1.3. Phân cấp ra quyết định đầu tư của Tổng Công ty Sông Đà***

**** Thực trạng phân cấp ra quyết định đầu tư của Tổng Công ty***




**Sơ đồ 2.4: Phân cấp trong hoạt động đầu tư của Tổng Công ty**

Cơ chế thẩm định dự án đầu tư của công ty mẹ là cơ chế thông qua hội đồng và kiểm soát tập trung tại công ty mẹ của TCT. Sự phân cấp này về cơ bản liên quan đến ba đơn vị chính: Bộ Xây dựng, HĐTV viên công ty mẹ và công ty thành viên. Phân cấp hoạt động đầu tư của TCT hiện được quy định tại Quyết định số 392/TCT-HĐTV ngày 26/08/2013 của ĐTV Tổng Công ty về việc phê duyệt và ban hành *Quy chế phân cấp quản lý hoạt động đầu tư và đấu thầu lựa chọn nhà thầu thực hiện DAĐT của TCT Sông Đà*. Thẩm quyền của các cấp có liên quan trong quá trình đầu tư các dự án được quy định như sau:

**** Hội đồng thành viên Tổng công ty***

HĐTV TCT quyết định chiến lược đầu tư của TCT sau khi được Bộ Xây dựng phê duyệt; phê duyệt chiến lược đầu tư của các công ty cấp II do TCT nắm giữ 100% vốn điều lệ; thông qua chiến lược đầu tư của các công ty cấp II (trừ các công ty cấp II do TCT nắm giữ 100% vốn điều lệ) và các công ty cấp III.

Về kế hoạch đầu tư, HĐTV TCT quyết định kế hoạch đầu tư dài hạn, kế hoạch đầu tư 5 năm và hàng năm của TCT sau khi được Bộ Xây dựng phê duyệt kế hoạch

đầu tư dài hạn, kế hoạch đầu tư 5 năm và danh mục các dự án nhóm A, nhóm B hàng năm.

**** Hội đồng thẩm định dự án đầu tư của Tổng Công ty***

Tại Công ty mẹ, TCT thành lập Hội đồng thẩm định DAĐT. Theo quy chế hoạt động của Hội đồng thẩm định, chức năng của Hội đồng thẩm định được quy định như sau:

- Thẩm định các DAĐT do TCT Sông Đà làm chủ đầu tư hoặc được ủy quyền quyết định đầu tư, các dự án do đơn vị trực thuộc làm chủ đầu tư hoặc các dự án do Công ty con mà TCT Sông Đà nắm giữ 100% vốn điều lệ làm chủ đầu tư trình phê duyệt theo phân cấp quản lý đầu tư của TCT.
- Xem xét các dự án do Người đại diện phần vốn của TCT ở các công ty con, công ty liên kết báo cáo TCT thông qua theo phân cấp quản lý đầu tư của TCT.
- Phạm vi thực hiện: Hội đồng thẩm định thực hiện chức năng thẩm định, xem xét các dự án đầu tư trong giai đoạn nghiên cứu, chuẩn bị đầu tư dự án hoặc điều chỉnh dự án đầu tư (nếu có).

***Nhiệm vụ của Hội đồng thẩm định***

*Đối với các dự án phải báo cáo thông qua của Bộ Xây dựng:*

- Tổ chức thẩm định dự án đầu tư, báo cáo Tổng giám đốc trình HĐTV TCT để HĐTV xem xét, trình Bộ Xây dựng thông qua; giải trình với các cấp có thẩm quyền các vấn đề liên quan đến dự án khi có yêu cầu trong quá trình xem xét quyết định dự án.
- Đối với các dự án đầu tư thuộc thẩm quyền quyết định của TCT Sông Đà thì Hội đồng thẩm định tổ chức thẩm định DAĐT, báo cáo để Tổng giám đốc xem xét quyết định theo thẩm quyền được phân cấp hoặc trình HĐTV TCT xem xét quyết định.

*Đối với các dự án đầu tư do Người đại diện phần vốn của TCT Sông Đà tại các công ty con, công ty liên kết báo cáo TCT thông qua:*

- Hội đồng thẩm định xem xét các dự án đầu tư từ nhóm B trở lên và các dự án đầu tư nâng cao năng lực có tổng mức đầu tư trên 75 tỷ đồng, báo cáo Tổng giám đốc thông qua theo thẩm quyền được phân cấp hoặc trình HĐTV TCT thông qua.

- Ban Chiến lược và Đầu tư chủ trì xem xét, lấy ý kiến các Ban chức năng đối với các dự án đầu tư nhóm C và các dự án đầu tư nâng cao năng lực có TMĐT đến 75 tỷ đồng, báo cáo Tổng giám đốc TCT thông qua theo thẩm quyền được phân cấp hoặc trình Hội đồng thành viên Tổng công ty thông qua. Trong trường hợp Ban Chiến lược và Đầu tư xét thấy cần thiết thì báo cáo Tổng giám đốc TCT giao Hội đồng thẩm định tổ chức xem xét dự án.

**** Công ty cấp II do Tổng Công ty nắm giữ 100% vốn điều lệ***

- Xây dựng kế hoạch đầu tư dài hạn, 5 năm, hàng năm; chỉ đạo các công ty con ở các cấp tiếp theo của doanh nghiệp mình xây dựng kế hoạch đầu tư dài hạn, 5 năm, hàng năm; trình TCT phê duyệt kế hoạch đầu tư dài hạn, 5 năm và hàng năm của doanh nghiệp mình và toàn tổ hợp.

- Người đại diện phần vốn góp tại các công ty cấp II của TCT (không bao gồm công ty con cấp II do TCT nắm giữ 100% vốn điều lệ) chỉ đạo đơn vị xây dựng và báo cáo TCT thông qua kế hoạch đầu tư dài hạn, 5 năm, hàng năm của các công ty cấp II và các công ty cấp III trước khi quyết định.

- Tổng Giám đốc TCT tổ chức kiểm tra kế hoạch đầu tư dài hạn, 5 năm, hàng năm của các công ty cấp II và cấp III do Người đại diện phần vốn báo cáo, trình HĐTV TCT phê duyệt hoặc thông qua.

**** Công ty cấp II là công ty cổ phần hoặc công ty TNHH do TCT nắm quyền sở hữu chi phối***

Việc thực hiện các dự án đầu tư về cơ bản sẽ cần thông qua đại hội đồng cổ đông hoặc HĐTV quyết định, tuy nhiên, trước khi được trình đại hội đồng cổ đông thì người đại diện vốn có trách nhiệm trình cơ quan có thẩm quyền xem xét quyết định trước khi có ý kiến chính thức tại cuộc họp.

**** Đánh giá hệ thống phân cấp ra quyết định đầu tư của TCT***

- Một ưu điểm nổi bật đó là TCT đã ban hành tương đối hoàn chỉnh các quy định, quy trình hướng dẫn công tác thẩm định và triển khai DAĐT trong toàn TCT. Việc hoàn thiện các quy định tạo cơ sở pháp lý và hướng dẫn quá trình thẩm định và triển khai dự án đầu tư trên thực tế.

- Điểm đặc trưng của hệ thống phân cấp là các chiến lược và kế hoạch đầu tư của toàn hệ thống được kiểm soát và phê duyệt tập trung ở cấp độ HĐTV của TCT. Điều này cho phép HĐTV TCT có thể kiểm soát việc thực hiện các dự án phù hợp với chiến lược kinh doanh đã hoạch định.

- Tuy nhiên, sự phân cấp này vẫn có hạn chế là tập trung quá nhiều các hoạt động tác nghiệp vào quyền hạn của HĐTV trong khi vai trò phù hợp nên tập trung vào hoạch định chiến lược và kiểm soát tiến độ và kết quả triển khai, vai trò của Tổng Giám đốc TCT và người đại diện vốn tại doanh nghiệp khá hạn chế. Điều này có thể khiến HĐTV có thể trở nên quá tải trong khi không phát huy tốt vai trò của Ban Giám đốc TCT và người đại diện vốn tại ĐVTV. Bên cạnh đó, cơ chế thẩm định và ra quyết định dựa trên quyết định tập thể, chưa thực sự gắn với trách nhiệm cá nhân và chế độ khen thưởng rõ ràng. Vì vậy, điều này không khuyến khích sự thẩm định dự án thận trọng và hiệu quả.

#### *2.2.1.4. Cơ chế quản lý tài chính và quản lý đầu tư của nhà nước*

Là một TCT nhà nước, hoạt động đầu tư của TCT chịu ảnh hưởng lớn bởi những quy định của nhà nước về hoạt động của các công ty nhà nước, được thể hiện trên các khía cạnh chính như sau:

- *Giới hạn về việc huy động nợ cho đầu tư và kinh doanh*: Nhằm hạn chế rủi ro tài chính và tránh việc các công ty nhà nước đầu tư quá mức bằng vay nợ nhưng kém hiệu quả, Chính phủ đặt ra những giới hạn về việc huy động nợ vay cho kinh doanh và đầu tư dài hạn, đó là, nợ phải trả không quá 3 lần vốn điều lệ.

- *Giới hạn về lĩnh vực đầu tư*: Một trong những quy định có tác động lớn đến hoạt động đầu tư của các công ty nhà nước là giới hạn những ngành nghề công ty nhà nước được phép đầu tư nhằm tránh việc các công ty nhà nước đầu tư tràn lan sang

những lĩnh vực ngoài ngành kinh doanh chính có độ rủi ro cao như tài chính, chứng khoán, ngân hàng.

- *Ảnh hưởng đến thẩm quyền thẩm định và ra quyết định*: TCT chịu sự điều chỉnh của các quy định của nhà nước liên quan đến phâp cấp thẩm định và ra quyết định đầu tư. Bên cạnh đó, nguồn vốn có sử dụng ngân sách nhà nước sẽ ảnh hưởng đến quá trình triển khai dự án.

- *Những hỗ trợ lớn về nguồn vốn tín dụng, đất đai và nguồn dự án của Nhà nước*: Thông qua các ngân hàng thương mại nhà nước, chính phủ đã hỗ trợ lớn cho TCT về nguồn vốn tín dụng, bên cạnh đó là nhiều ưu đãi trong đẩy nhanh thủ tục triển khai dự án, đất đai, nguồn hợp đồng xây dựng các dự án lớn. Đây là một trong những yếu tố mang tính quyết định cho sự triển khai thành công của các dự án lớn của TCT.

- *Những đòi hỏi về chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu không rõ ràng*: Tính hiệu quả của DAĐT của TCT chịu ảnh hưởng rất lớn bởi chi phí sử dụng vốn. Tuy nhiên, với vốn chủ sở hữu được đầu tư bằng nguồn vốn nhà nước, sự thể hiện đòi hỏi đối với chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là không rõ ràng như một doanh nghiệp sở hữu tư nhân. Thậm chí, nhiều dự án có thể sử dụng sự biện hộ là nhằm những mục đích kinh tế xã hội vĩ mô, do vậy, ấn định một chi phí sử dụng vốn chủ rất thấp.

***2.2.1.5. Trình độ nguồn nhân lực thẩm định dự án đầu tư***

Nhờ chính sách đãi ngộ và đào tạo tốt cùng với bề dày kinh nghiệm trong quá trình phát triển, TCT đã xây dựng được nguồn nhân lực dồi dào, có trình độ cao và nhiều kinh nghiệm trong hoạt động thực tiễn và trong thẩm định các DAĐT của TCT. Những giải pháp của TCT liên quan đến nhân lực thẩm định tài chính dự án đầu tư nhằm tăng tính hiệu quả của quá trình này bao gồm:

- Các dự án của TCT thường là các DAĐT quy mô lớn và thường triển khai cùng lúc nhiều dự án: Các dự án có quy mô lớn và nhiều tính toán phức tạp đòi hỏi đội ngũ thẩm định phải có trình độ chuyên môn tốt nhằm hạn chế xảy ra các sai sót hoặc bỏ sót hoặc không tính toán hết các mức đầu tư. Bên cạnh đó, TCT thường sử dụng dịch vụ tư vấn thẩm định chuyên nghiệp nhằm nâng cao chất lượng các hoạt động thẩm định.

- Nhân lực thẩm định có trình độ tốt nghiệp đại học trở nên và thường xuyên được đào tạo nâng cao trình độ: Các nhân lực làm công tác thẩm định của TCT phần lớn được đào tạo từ các trường đại học chính quy theo đúng chuyên ngành và thường được TCT cử đi đào tạo sau đại học hoặc các lớp bồi dưỡng kiến thức chuyên sâu. Điều này đảm bảo cho nhân lực làm công tác thẩm định có đủ năng lực đáp ứng được yêu cầu công việc.
- TCT đã hình thành một công ty thành viên chủ lực chuyên về tư vấn các dự án đầu tư là CTCP Tư vấn Sông Đà. CTCP Tư vấn Sông Đà là nơi lưu trữ các dữ liệu thẩm định và kinh nghiệm của TCT về dự án đầu tư, đặc biệt có thế mạnh về tư vấn thẩm định các dự án thủy điện.
- Tích cực sử dụng tham vấn ý kiến chuyên gia cho các dự án quan trọng: TCT tích cực sử dụng tư vấn chuyên gia cho nhiều dự án trọng điểm của mình nhằm tận dụng kinh nghiệm chuyên sâu của các chuyên gia, phản biện độc lập các dự án, từ đó đem lại cái nhìn khách quan và đa chiều về dự án, góp phần nâng cao chất lượng công tác thẩm định dự án.
- Sự hỗ trợ tích cực của công nghệ thông tin: Hiện nay việc lập và thẩm định các DAĐT của TCT được hỗ trợ mạnh bởi công nghệ thông tin, sử dụng vi tính hóa và excel trong thiết lập phương án tài chính. Bên cạnh đó, việc tiêu chuẩn hóa quy trình và mẫu biểu sẵn có trên máy vi tính giúp cho công tác lập và thẩm định dự án đầu tư chuyên nghiệp hóa và tăng độ chính xác.

### 2.2.2. Quy trình thẩm định tài chính dự án đầu tư của Tổng công ty

Thẩm định tài chính dự án là một trong những phân hệ thẩm định rất quan trọng của hoạt động thẩm định DAĐT. Công tác thẩm định tài chính DAĐT tại TCT được chia làm nhiều phần hành khác nhau, được phối hợp bởi nhiều bộ phận khác nhau, tuân theo một quy trình khá bài bản, việc khảo sát và lập DAĐT thường có sự tham gia của công ty tư vấn. Thực tiễn quá trình thẩm định tài chính DAĐT tại TCT được thực hiện thông qua các phần hành thẩm định sau:

(1) Thẩm định về tổng mức đầu tư và nguồn tài trợ của dự án

(2) Thẩm định việc tính dòng tiền thuần khi đi dự án vào vận hành

(3) Thẩm định chi phí sử dụng vốn của dự án

(4) Thẩm định việc tính các chỉ tiêu tài chính của dự án

(5) Thẩm định rủi ro của dự án đầu tư

Khi xây dựng phương án tài chính cho các DAĐT, TCT xây dựng một hệ thống các bảng biểu được thiết kế khoa học dựa trên phần mềm excel, trong đó có những bảng chủ yếu sau:

- *Bảng thông số:* Đây là bảng thiết lập các dữ liệu gốc làm cơ sở để tính toán trong quá trình thẩm định tài chính dự án. Những thông số này có được từ những phân tích thị trường, phân tích nhân lực, phân tích kỹ thuật…của dự án và dựa trên những dự báo về kinh tế vĩ mô trong tương lai (ví dụ như thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp, lãi suất thị trường hay tỷ lệ lạm phát).

- *Lịch khấu hao:* Chi phí khấu hao được tính toán nhằm phục vụ cho việc lập báo cáo kết quả kinh doanh của dự án, xác định thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp và dòng tiền nộp thuế.

- *Lịch vay và trả nợ:* Lịch vay và trả nợ nhằm xác định dòng tiền đi vay và dòng tiền trả nợ, bên cạnh đó, giúp xác định chi phí lãi vay trên báo cáo kết quả kinh doanh của dự án. Lịch vay và trả nợ là cơ sở để chủ đầu tư theo dõi kế hoạch vay và trả nợ, là cơ sở để tính toán dòng tiền thuần theo quan điểm chủ sở hữu.

- *Bảng chi phí hoạt động:* Đây là bảng nhằm xác định và tính toán các chi phí hoạt động thường xuyên của dự án, làm cơ sở để xác định lợi nhuận hàng năm của dự án.

- *Bảng doanh thu:* Doanh thu là lợi ích kinh tế chủ yếu của dự án, chịu ảnh hưởng của sản lượng tiêu thụ và giá bán dự kiến. Doanh thu của dự án là một trong những cơ sở để xác định lợi nhuận sau thuế hàng năm của dự án.

- *Bảng báo cáo kết quả kinh doanh:* Sau khi tính toán đầy đủ các yếu tố doanh thu và chi phí, TCT sẽ xây dựng lên báo cáo kết quả kinh doanh của dự án, phản ánh những dự kiến về tình hình lãi lỗ hàng năm của dự án.

- *Bảng dòng tiền của dự án:* Đây là bảng xác định dòng tiền thu vào, dòng tiền chi ra và dòng tiền thuần hàng năm của dự án. Dòng tiền thuần là cơ sở quan trọng để tính toán các chỉ tiêu thẩm định tài chính dự án.
- *Bảng tổng hợp chỉ tiêu tài chính của dự án:* Đây là bảng tổng kết tóm tắt kết quả tính toán các chỉ tiêu thẩm định tài chính dự án đầu tư và các phân tích rủi ro của dự án.

**2.2.3. Chọn mẫu nghiên cứu dự án thủy điện Xekaman 3**

Chủ đầu tư Dự án thủy điện Xekaman 3 là CTCP Điện Việt Lào, một công ty thành viên chủ lực của TCT Sông Đà hoạt động đầu tư ở nước ngoài tại Cộng hòa Dân chủ Nhân dân Lào. Dự án thủy điện Xekaman 3 khởi đầu cho chương trình hợp tác năng lượng điện giữa Chính phủ hai nước Việt Nam - Lào. Dự án được khởi công xây dựng vào ngày 05/4/2006, theo hình thức B.O.T (Xây dựng - Vận hành - Chuyển giao) với thời hạn 30 năm. CTCP Điện Việt Lào góp 100% vốn trong giai đoạn XD, Chính phủ Lào sẽ tham gia góp 15% vốn bắt đầu từ khi dự án đi vào vận hành thương mại.

Dự án có TMĐT 258,49 triệu USD, với công suất lắp máy 250 MW, bao gồm 02 tổ máy. Nhà máy sử dụng tuốc bin Francis trục đứng; Mực nước dâng bình thường 960m; Mực nước chết 925m; Diện tích lưu vực 712 km2; Diện tích lòng hồ 5,13 km2; Chiều dài đường dây 86 km, điện thế 230 KV, điểm đấu nối với lưới điểm phía Nam. Thời gian xây dựng 5 năm; Sản lượng điện hàng năm đạt 1,1 tỷ kWh. Dự án được xây dựng trên dòng Nậm-pa-nu - nhánh chính của Sông Xekaman – chi lưu của sông Sê Kông, thuộc địa phận huyện Đắc-Chưng, tỉnh Sê-Kông, Lào, cách biên giới Việt - Lào (cặp cửa khẩu Nam Giang - Đăk Ta Oóc) khoảng 40 km.

Công trình được ngăn sông đợt 1 ngày 20/12/2007, dự kiến phát điện tổ máy số 1 và hoàn thành toàn bộ nhà máy: Quý II/2011

**** Những căn cứ để lập dự án đầu tư***

Để dự án có cơ sở khoa học, làm căn cứ xem xét hiệu quả tài chính, hiệu quả kinh tế xã hội và dựa vào đó để các cấp có thẩm quyền phê duyệt, dự án cần phải dựa trên những căn cứ pháp lý nhất định. Dự án thủy điện Xekaman 3 được lập dựa trên

những căn cứ chủ yếu sau:

- Công văn số 1477/CP-QHQT ngày 19/11/2002 của Thủ tướng Chính Phủ về việc giao TCT Sông Đà chủ trì thành lập tổ hợp đầu tư thuỷ điện Xê Kaman 3 - Lào và cho phép lập Báo cáo nghiên cứu khả thi dự án.

- Biên bản họp Đại hội cổ đông CTCP Điện Việt Lào lần thứ nhất ngày 19 tháng 02 năm 2003 về việc thống nhất giao cho CTCP Tư vấn Sông Đà khảo sát và lập Báo cáo nghiên cứu khả thi dự án thuỷ điện Xê Kaman 3.

- Biên bản ghi nhớ cuộc họp giữa kỳ của Chính phủ 2 nước, phân ban hợp tác Việt - Lào ngày 26 tháng 06 năm 2003 cho phép CTCP Điện Việt Lào đầu tư và thực hiện trước một số công việc của dự án thuỷ điện Xê Kaman 3.

- Biên bản ghi nhớ dự án thuỷ điện Xê Kaman 3 (MOU) giữa Chính phủ nước Cộng hòa dân chủ nhân dân Lào và CTCP Điện Việt Lào ngày 25/07/2003 về việc thực hiện dự án thuỷ điện Xê Kaman 3.

- Biên bản họp triển khai dự án thuỷ điện Xê Kaman 3 của CTCP Điện Việt Lào ngày 11/07/2003 về việc giao cho CTCP Tư vấn Sông Đà thiết kế một số hạng mục công trình của dự án.

- Hợp đồng tư vấn số 05XEKAMAN3/HĐKT/2003 ngày 15/08/2003 giữa CTCP Điện Việt Lào và CTCP Tư vấn Sông Đà về việc khảo sát và lập báo cáo nghiên cứu khả thi dự án Thuỷ điện Xê Kaman 3.

**2.2.4. Thực trạng công tác thẩm định tài chính DAĐT dài hạn tại Tổng công ty Sông Đà**

Để làm rõ thực trạng công tác tẩm định tài chính dự án đầu tư của TCT Sông Đà, tôi xây dựng mỗi mục trong phần này theo hai nội dung chính: (1) đánh giá chung đối với TCT Sông Đà và (2) minh họa với một dự án cụ thể mà TCT đã triển khai thẩm định và thực hiện là Dự án Thủy điện Xekaman 3 nhằm minh họa rõ quá trình thẩm định của TCT với một dự án cụ thể.

***2.2.4.1. Thực trạng thẩm định TMĐT và nguồn tài trợ của dự án***

**** Đánh giá chung về quá trình thẩm định TMĐT và nguồn tài trợ cho dự án của TCT***

- *Thẩm định quá trình lập kế hoạch chiến lược tổng thể chưa thực sự hiệu quả:* Một trong những căn cứ quan trọng để đánh giá và lựa chọn DAĐT là cần xem xét sự phù hợp của dự án với chiến lược phát triển và phù hợp với lợi thế cạnh tranh của TCT. Việc đánh giá các dự án đầu tư xét trên góc độ chiến lược cần dựa trên các tiêu chí:

+ Sự phù hợp với chiến lược phát triển và lợi thế cạnh tranh

+ Sự phù hợp với tiềm lực tài chính của TCT

+ Đem lại lợi ích kinh tế, tức là dự án phải hiệu quả

Có thể nói, với từng DAĐT, TCT đã thực hiện thẩm định khá bài bản, tuy nhiên, điểm hạn chế là khả năng cân đối tổng thể các DAĐT trong quá trình lập kế hoạch chiến lược. Trên thực tế, quá trình lập kế hoạch chiến lược yếu kém là nguyên nhân lớn nhất dẫn đến tình trạng đầu tư dàn trải quá mức, tăng trưởng nóng, nhiều dự án chậm tiến độ so với dự kiến và sự kém hiệu quả và mất cân đối tài chính của TCT, đẩy hệ số nợ tăng cao và khả năng thanh toán suy giảm.

- *Chưa sử dụng các kỹ thuật dự báo để ước lượng ngân sách đầu tư tối đa hàng năm và ứng dụng các kỹ thuật hoạch định ngân sách trong ràng buộc ngân sách vốn đầu tư:* TCT chưa ứng dụng các kỹ thuật dự báo để ước lượng tổng ngân sách đầu tư tối đa hàng năm và áp dụng kỹ thuật hoạch định ngân sách trong ràng buộc ngân sách vốn đầu tư tối đa này. Điều này khiến cho việc chấp thuận quá nhiều dự án vượt khỏi năng lực huy động vốn của TCT.

- *TCT chưa ứng dụng công cụ quản trị hiện đại là thẻ điểm cân bằng (Balanced Scorecard) trong việc đo lường chiến lược và triển khai chiến lược*. Bên cạnh đó, việc thiếu khảo sát thường xuyên đánh giá của khách hàng, người lao động và các quy trình nội bộ khiến TCT không nhận thức được rõ ràng những điểm yếu chiến lược cần tập trung cải thiện. Mô hình kinh doanh quá nhiều công ty thành viên và các công ty thành viên phần lớn đều kinh doanh đa ngành, chưa hình thành các đơn vị kinh doanh chiến lược (SBU) theo từng ngành chuyên môn hóa. Chính vì vậy, TCT không thể kiểm soát chính xác được vốn đầu tư phân bổ cho từng lĩnh vực kinh doanh.

- *Danh mục DAĐT quá dàn trải và có tổng nhu cầu đầu tư vượt quá tiềm lực tài chính của TCT*: Trong giai đoạn 2009 – 2013, TCT đã chấp thuận triển khai đồng loạt nhiều DAĐT trên nhiều lĩnh vực, trong đó nhiều DAĐT có quy mô lớn nhưng lại không có lợi thế cạnh tranh rõ ràng, không gắn với những lợi thế cạnh tranh cốt lõi của TCT, ví dụ dự án Xi măng Hạ Long, DAĐT trồng cao su. Điều này đã dẫn đến việc các dự án dàn trải và chậm tiến độ khi thực sự được triển khai, bỏ lỡ cơ hội kinh doanh thuận lợi, xảy ra tình trạng mất cân đối dòng tiền lớn.
- *Kế hoạch tài chính hợp nhất chưa được sử dụng như một công cụ kiểm soát tiến độ các dự án*: TCT chưa thực sự chú trọng sử dụng kế hoạch tài chính hợp nhất để kiểm soát tình hình đầu tư đã dẫn đến việc cho phép đầu tư dàn trải quy mô lớn và không cảnh báo sớm được những nguy cơ từ xu hướng đầu tư quá mức. Điều này dẫn đến việc căng thẳng trong hoạt động huy động vốn, cạn kiệt dòng tiền và có những giai đoạn lâm vào khủng hoảng thanh khoản, nhiều dự án chậm tiến độ do thiếu vốn, quy mô vay nợ vượt quá mức quy định của Chính phủ với công ty nhà nước là mức độ nợ phải trả không được quá 3 lần vốn điều lệ.

**** Đánh giá cơ chế thẩm định với từng dự án***

- *Tiến độ góp vốn tại nhiều DAĐT chưa tính đến đầy đủ rủi ro chậm góp vốn từ các cổ đông*: Các dự án của TCT phần lớn là các DAĐT quy mô lớn và được thực hiện dưới hình thức thành lập CTCP, huy động nhiều cổ đông tham gia. Tuy nhiên, trong nhiều dự án, do các cổ đông khác có tiềm lực tài chính yếu nên đã ảnh hưởng lớn đến tiến độ góp vốn và triển khai dự án. Bên cạnh đó, việc dự kiến tỷ lệ vốn tự có trong nhiều dự án lớn của TCT là khá thấp dẫn đến khó khăn trong việc triển khai dự án. Ví dụ, dự án Thủy điện Nậm Chiến huy động vốn theo kết cấu nợ vay 80% và vốn chủ sở hữu 20% là mức tối thiểu theo quy định của Nhà nước, điều này khiến cho dự án gặp nhiều khó khăn, đặc biệt là do cơ cấu cổ đông bị phân tán và nhiều cổ đông thường xuyên góp vốn chậm so với tiến độ.
- *Thẩm định DAĐT vẫn chưa đánh giá đủ những khó khăn khi triển khai trên thực tế*: Nhiều DAĐT của TCT trong quá trình triển khai trên thực tế đã chậm hơn nhiều

so với tiến độ dự kiến do vấp phải những khó khăn mà đã không được đánh giá

đầy đủ khi thẩm định. Ví dụ, dự án Xi măng Hạ Long có TMĐT ban đầu khoảng 4.000 tỷ đồng, nhưng do thời gian thi công chậm 45 tháng, TMĐT của dự án đã đội lên thêm 2.776 tỷ đồng. Dự án Thủy điện Nậm Chiến có quy mô lớn cũng đã bị chậm tiến độ nhiều năm so với dự kiến do thiếu vốn và do thiết bị cung cấp không đạt yêu cầu, mất thời gian xử lý.

- *Thời hạn vay nợ của nhiều thường ngắn hơn nhiều so với thời gian hoàn vốn của dự án*: Điều này tiềm ẩn nguy cơ dẫn đến mất cân đối tài chính trong tương lai. Đây chính là một trong những nguyên nhân đã dẫn đến tình trạng mất cân đối tài chính nghiêm trọng của TCT trong giai đoạn 2011 – 2013 mà hiện nay TCT đang phải xử lý rất khó khăn.

- *Một phần đáng kể nguồn vốn vay được tiếp cận từ nguồn vốn của Ngân hàng Phát triển Việt Nam*: Đặc trưng các dự án của TCT thường nằm trong danh mục các dự án ưu tiên của Chính phủ, do đó, được tiếp cận từ vốn vay của Ngân hàng Phát triển Việt Nam. Đây là nguồn vốn vay ưu đãi và có lãi suất thấp hơn lãi suất thị trường.

Số liệu tại ***Bảng 2.8: Đánh giá chất lượng thẩm định tổng vốn đầu tư các dự án của Tổng công ty Sông Đà*** cho thấy, đa số các dự án nghiên cứu có TMĐT vượt dự kiến ban đầu (7/11 dự án), chỉ có 4 dự án có TMĐT thấp hơn dự kiến. Trong đó, có 2 dự án có TMĐT vượt rất lớn so với dự kiến ban đầu và dẫn đến dự án sau khi triển khai đã không còn mang lại hiệu quả so với dự kiến đó là Thủy điện Hương Sơn (vượt 50,8% so với TMĐT dự kiến), Thủy điện Sử Pán 2 (vượt 85,35% so với TMĐT dự kiến). Điều này cho thấy việc hoạch định mức đầu tư khi xây dựng phương án tài chính vẫn chưa là một chỉ dẫn tốt cho quá trình triển khai trên thực tế.

**** Đặc điểm của các dự án thủy điện của Tổng Công ty***

*Thứ nhất*, các dự án thủy điện của TCT phần lớn thuộc loại dự án thủy điện có quy mô vốn đầu tư vừa và lớn. Theo hướng dẫn của Quyết định số 709/QĐ-NLDK của Bộ trưởng Bộ Công nghiệp hướng dẫn nội dung phân tích kinh tế, tài chính đầu tư và khung giá mua bán điện các dự án nguồn điện thì đời sống của dự án thuỷ điện được quy định như sau:

| Loại nhà máy | Công suất | Thời gian vận hành |
|---|---|---|
| Loại lớn | ≥ 30 MW | 40 năm |
| Loại vừa | 3 – 30 MW | 30 - 40 năm |
| Loại nhỏ | 200 KW – 3 MW | 20 - 25 năm |

- *Thứ hai,* TMĐT của dự án thủy điện chỉ bao gồm chi hình thành nên tài sản cố định mà không có khoản chi hình thành vốn lưu động. Khác với các dự án trong lĩnh vực sản xuất, thường đòi hỏi cả việc đầu tư vào tài sản cố định và đầu tư vào vốn lưu động thường xuyên, TMĐT vào dự án thủy điện chỉ bao gồm phần vốn đầu tư hình thành nên tài sản cố định. Các khoản mục chính trong TMĐT của các dự án thủy điện bao gồm: Chi phí xây dựng, chi phí thiết bị, chi phí khác, chi phí dự phòng và chi phí lãi vay trong thời gian thi công.

- *Thứ ba,* thời gian thi công và vận hành kéo dài. Điều này cho thấy DAĐT thủy điện bị ứ đọng vốn rất lớn, chi phí cơ hội của đồng vốn bỏ ra trong thời gian thi công là rất lớn. Chính vì vậy, trong việc triển khai dự án, việc đảm bảo đúng tiến độ và đẩy nhanh tiến độ thi công bằng những sáng kiến thi công được coi là một trong những biện pháp quan trọng giúp cho dự án sớm đi vào hoạt động, phát huy hiệu quả kinh tế.

Dữ liệu tại ***Bảng 2.9: Thời gian thi công và vận hành các dự án của Tổng công ty*** cho thấy, có một số lượng lớn các dự án của TCT bị chậm tiến độ so với dự kiến ban đầu. Việc chậm tiến độ so với dự kiến là một trong những nguyên nhân làm tăng TMĐT so với dự kiến ban đầu và làm cho dự án giảm đi tính hiệu quả. Một trong những nguyên nhân quan trọng nhất ảnh hưởng đến tiến độ đầu tư chậm so với dự kiến là do những hạn chế trong hoạt động huy động vốn, bắt nguồn từ nguyên nhân sâu xa của việc đầu tư quá dàn trải và gây căng thẳng cho hoạt động huy động vốn.

**** Thực trạng thẩm định tổng mức đầu tư và nguồn tài trợ tại Dự án Thủy điện Xekaman 3***

Chủ sở hữu của dự án là CTCP Điện Việt Lào, sau này được chuyển giao cho công ty con là Công ty TNHH Điện Xekaman 3. CTCP Điện Việt Lào được thành lập bởi các cổ đông là những tập đoàn, TCT của Việt Nam có tiềm lực tài chính mạnh và

có nhiều kinh nghiệm trong việc triển khai các dự án điện có quy mô lớn. Như vậy, dự án là khả thi xét trên khía cạnh năng lực của chủ đầu tư dự án.

***- Cơ sở tính tổng mức đầu tư***

Vốn đầu tư của dự án là toàn bộ chi phí cần thiết đầu tư vào công trình, bao gồm các khoản chi phí cho xây dựng, mua sắm thiết bị, chi phí môi trường, đền bù, tái định cư…TMĐT được tính toán tại thời điểm quý IV/2003, dựa trên tỷ giá hối đoái 1USD = 15.600 VND. Khối lượng và khoản mục để tính TMĐT được tính toán dựa trên cơ sở bản vẽ thiết kế sơ bộ do CTCP Tư vấn Sông Đà lập tháng 12/2003. Việc tính toán TMĐT được dựa trên những căn cứ sau:

**** Về định mức khối lượng thi công***

- Sử dụng định mức dự toán XDCB số 1242/1998/QĐ-BXD ngày 25/11/1998 của Bộ Xây dựng. Công tác khoan nổ hố móng, khoan néo anke và công tác hầm sử dụng định mức công trình thuỷ điện Yaly, định mức công trình thuỷ điện Nà Lơi.
- Tổng hợp dự toán theo Thông tư số 07/2003/TT-BXD ngày 17/06/2003 của Bộ Xây dựng.

**** Về đơn giá vật liệu xây dựng***

Vật liệu xây dựng công trình sẽ được vận chuyển từ Việt Nam sang Lào bằng ô tô. Riêng đá sẽ được khai thác tại mỏ ở khu vực công trình. Đá đắp đập, đá hộc và đá dăm các loại được khai thác tại mỏ với cự ly vận chuyển 3 - 4 km. Đá từ đào hố móng được tận dụng để đắp đê quây và đập vận chuyển cự ly 2km.

- Chi phí vận chuyển vật liệu theo Quyết định số 89/2000/QĐ-BVGCP ngày 13/11/2000 về cước vận tải hàng hoá bằng ôtô của Ban vật giá Chính phủ.
- Thuế suất thuế giá trị gia tăng bằng 0% đối với hàng hoá xuất khẩu theo Thông tư số 122/2000/TT-BTC ngày 29/12/2000 của Bộ Tài chính hướng dẫn thi hành Nghị định số 79/2000/NĐ-CP ngày 29/12/2000 của Chính phủ quy định chi tiết thi hành Luật thuế giá trị gia tăng.
- Thuế xuất khẩu vật liệu tính theo Quyết định số 193/2000/QĐ-BTC ngày 5/12/2000 của Bộ Tài chính về việc thay thế biểu thuế thuế xuất khẩu; sửa đổi đổi, bổ

sung tên và thuế suất của một số nhóm mặt hàng trong biểu thuế thuế nhập khẩu ưu đãi.

- Lệ phí hải quan theo Thông tư liên tịch số 45/2000/TTLT/BTC-TCHQ ngày 23/5/2000 của Bộ Tài chính và Tổng cục Hải quan hướng dẫn chế độ thu, nộp và quản lý sử dụng lệ phí hải quan. Thuế nhập khẩu vật liệu là 1% theo luật khuyến khích và quản lý đầu tư nước ngoài tại Cộng hoà dân chủ nhân dân Lào.

**** Nhân công***

Theo công văn số 68CT/KTKH ngày 16/10/2003 của CTCP Điện Việt Lào về việc thống nhất thông số đầu vào để lập TMĐT nhà máy thuỷ điện Xê Kaman 3 tại Lào, áp dụng bảng lương A6 nhóm IV cho công nhân xây dựng ngoài hở, A5 cho công nhân xây dựng công trình ngầm, A6 nhóm II cho thợ điều khiển máy xây dựng, bảng lương B15 cho lái xe ô tô các loại. Lương tối thiểu là 290.000 đồng/tháng

**** Giá ca máy***

- Giá ca máy được tính trên cơ sở bảng giá ca máy số 1260/1998/QĐ-BXD ngày 28/11/1998 của Bộ Xây dựng đã điều chỉnh lương thợ và tính bù nhiên liệu, năng lượng. Một số máy không có trong bảng giá ca máy số 1260 tạm tính theo giá ca máy công trình thuỷ điện Yaly.

**** Biện pháp thi công chủ yếu***

Công tác đào, đắp đất đá thi công bằng dây chuyền máy đào, máy ủi, ô tô vận chuyển. Đào hầm bằng tổ hợp TBM, máy khoan Boomer, máy khoan Robbin D=2,44m và đào mở rộng hầm bằng máy khoan SIG. Công tác thi công bê tông bằng trạm trộn cố định, đổ chủ yếu bằng cẩu, một số kết cấu phức tạp khác và bê tông hầm thi công bằng máy bơm. Bê tông bản mặt đổ bằng máy bơm. Công tác đắp đất đá chủ yếu thi công bằng máy.

**** Chi phí thiết bị***

Giá thiết bị tham khảo giá thiết bị một số công trình đã, đang thi công và giá đấu thầu thiết bị của T CT Sông Đà.

- Giá thiết bị tổ máy tính 170.000 USD/MW
- Giá thiết bị thuỷ công tính 2.400 USD/T

- Giá thiết bị đường ống tính 2.000 USD/T

- Chi phí vận chuyển, bảo quản, bảo hiểm thiết bị từ cảng Việt Nam đến kho công trình tạm tính bằng 8% chi phí thiết bị.

- Chi phí lắp đặt thiết bị: Gồm phần lắp đặt, vận chuyển thiết bị từ kho công trình đến vị trí lắp đặt, tạm tính bằng 10% chi phí mua sắm thiết bị.

**** Chi phí khác***

Gồm các chi phí ở giai đoạn chuẩn bị đầu tư, giai đoạn thực hiện đầu tư và giai đoạn kết thúc xây dựng. Một số chi phí khác tạm tính hoặc theo tỷ lệ thực tế của một số công trình đã và đang thi công.

**-** Kết quả tính toán tổng mức đầu tư (số liệu *xem tại* ***Phụ lục 2.1: Tổng mức đầu tư vốn cho dự án thủy điện Xê Ka Man 3).***

Dựa vào kết quả tính TMĐT của dự án, ta rút ra những nhận xét sau đây:

- *Thứ nhất*, dự án thủy điện Xekaman 3 thuộc loại dự án thủy điện lớn và có quy mô vốn đầu tư lớn. Theo hướng dẫn của Quyết định số 709/QĐ-NLDK của Bộ trưởng Bộ Công nghiệp, Dự án thủy điện Xekaman 3 có tổng công suất thiết kế là 250 MW là một dự án thủy điện có công suất lớn. Điều này cho thấy, khi dự án đi vào phát điện sẽ có đóng góp to lớn vào việc cung cấp nguồn điện năng phục vụ cho đất nước Việt Nam và Lào.

- *Thứ hai,* thời gian thi công kéo dài. Điều này cho thấy dự án đầu tư thủy điện bị ứ đọng vốn rất lớn. Đối với dự án thủy điện Xekaman 3, dự kiến thời gian thi công là 06 năm. Như vậy, chi phí cơ hội của đồng vốn bỏ ra trong 06 năm này là rất lớn. Chính vì vậy, trong việc triển khai dự án, việc đảm bảo đúng tiến độ và đẩy nhanh tiến độ thi công bằng những sáng kiến thi công được coi là một trong những biện pháp quan trọng giúp cho dự án sớm đi vào hoạt động, phát huy hiệu quả kinh tế.

*- Thứ ba, các khoản chi phí đầu tư của dự án:*

Mặc dù dự án thủy điện có rất nhiều hạng mục chi phí đầu tư và việc tính toán rất phức tạp, tuy nhiên, có thể phân loại chi phí đầu tư thành ba nhóm cơ bản là chi phí xây lắp, chi phí thiết bị, chi phí khác và dự phòng.

+ Thứ nhất là chi phí xây lắp: TMĐT của dự án cho hạng mục chi phí này là 155,75 (triệu USD). Khoản chi này phát sinh đều đặn từ khi khởi công cho đến năm cuối của giai đoạn thi công, từ năm 2006 đến 2011.

+ Thứ hai là chi phí thiết bị: Đây là khoản chi phí cho việc lắp đặt các thiết bị và máy móc phục vụ cho việc phát điện. Khoản chi này bắt đầu phát sinh từ năm 2009 cho đến 2011.

+ Thứ ba là chi phí khác và dự phòng: Bao gồm các chi phí đầu tư khác ngoài hai khoản mục trên.

- *Thứ tư, nguồn tài trợ cho dự án:* Dự án được tài trợ bằng hai nguồn tài trợ: (1) Vốn chủ sở hữu hay vốn đối ứng do các cổ đông chi ra và (2) nguồn vốn vay. Trong tổng chi phí đầu tư của dự án 258,49 triệu USD, nguồn vốn chủ sở hữu chiếm tỷ trọng 28%, trong khi nguồn vốn vay chiếm tỷ trọng 72%. Đối với một dự án đầu tư thủy điện, khi doanh thu tương đối ổn định và rủi ro kinh doanh thấp thì việc lựa chọn một cơ cấu tài trợ thiên về sử dụng nợ vay như trên được xem là phù hợp.

*Như vậy, TMĐT của dự án được tính toán dựa trên cơ sở khoa học và có tính thực tiễn, theo đúng các quy định của Nhà nước về đầu tư và xây dựng công trình điện. Việc DAĐT một dự án thủy điện lớn được thi công trong thời gian 06 năm được xem là tiến độ phù hợp. Nguồn tài trợ của dự án về cơ bản là có kết cấu hợp lý, đảm bảo nhu cầu vốn cho dự án.*

#### *2.2.4.2.* Thực trạng thẩm định dòng tiền của các dự án đầu tư

*** Đánh giá chung về thực trạng thẩm định dòng tiền DAĐT của TCT**

***- TCT về cơ bản tuân thủ các nguyên tắc khi xác định dòng tiền của DAĐT***

Trong quá trình thẩm định dự án, các dự án của TCT đặc trưng xác định dòng tiền theo phương pháp gián tiếp. TCT thường sử dụng song song việc thẩm định dự án theo quan điểm tổng đầu tư và thẩm định dự án theo quan điểm chủ sở hữu. TCT đã cơ bản tuân thủ các nguyên tắc khi xác định dòng tiền đó là:

*Thứ nhất, các dự án được thẩm định dựa trên nguyên lý giá trị thời gian của tiền*: Các phương pháp chủ đạo được sử dụng khi thẩm định tài chính dự án là các

phương pháp dòng tiền chiết khấu, dựa trên kỹ thuật tính giá trị hiện tại của tiền, thực hiện quy đổi dòng tiền của dự án về thời điểm hiện tại trước khi đánh giá về dự án.

*Thứ hai, các dự án được thẩm định dựa trên dòng tiền sau thuế*: Việc thẩm định tài chính dự án đã tuân thủ nguyên tắc thẩm định dựa trên dòng tiền sau thuế mà không phải dựa trên lợi nhuận kế toán, trên cơ sở đã tính đến đầy đủ các nghĩa vụ thuế với nhà nước.

*Thứ ba, các dự án đều tính đến sự tác động của yếu tố lạm phát*: Giá sản phẩm đầu ra và các yếu tố chi phí đầu vào, lãi suất chiết khấu đều tính đến yếu tố trượt giá do lạm phát. Dòng tiền của các dự án do đó là dòng tiền danh nghĩa và được chiết khấu bởi một lãi suất danh nghĩa, do đó, đảm bảo tính nhất quán khi tính các chỉ tiêu thẩm định tài chính dự án như NPV, IRR.

***- Dự báo doanh thu của dự án***

Phương pháp đặc trưng mà TCT sử dụng khi dự báo doanh thu của dự án được xem là phù hợp khi sử dụng cách tiếp cận từ trên xuống (top – down): Phân tích vĩ mô – phân tích ngành – đánh giá khả năng chiếm lĩnh thị phần của dự án. Quá trình này thường trải qua ba giai đoạn:

- *Thứ nhất*, đưa ra dự báo về triển vọng nền kinh tế vĩ mô trong tương lai, từ đó, dự báo các biến số kinh tế vĩ mô để tạo dữ liệu cho phương án tài chính của dự án như: tốc độ tăng trưởng kinh tế, tỷ lệ lạm phát kỳ vọng, lãi suất thị trường, tỷ giá hối đoái kỳ vọng. Quá trình dự báo triển vọng nền kinh tế cũng giúp đưa ra những cơ sở đáng tin cậy cho sự dự báo tăng trưởng của ngành kinh doanh mà dự án hoạt động.
- *Thứ hai,* đưa ra dự báo triển vọng ngành trên cơ sở tình hình vĩ mô: Các dự báo triển vọng ngành kinh doanh cho phép ước lượng được dung lượng thị trường tổng thể và tốc độ tăng trưởng dung lượng thị trường theo thời gian. Phân tích về triển vọng ngành cũng thực hiện nhận diện các đối thủ cạnh tranh chính, trên cơ sở đó, cho phép đưa ra những dự báo về thị phần của dự án và doanh thu của dự án hàng năm.
- *Thứ ba,* đưa ra dự báo về triển vọng thị phần của dự án: Dự báo về doanh thu của dự án sẽ dựa trên hai cơ sở (1) tổng dung lượng thị trường của ngành và (2) thị

phần mà dự án chiếm lĩnh được trên cơ sở chiến lược kinh doanh của dự án trong tương quan so sánh với các đối thủ cạnh tranh.

Cách tiếp cận này có ưu điểm là giúp cho dự báo doanh thu tính đến đầy đủ triển vọng vĩ mô và triển vọng chung của ngành, trên cơ sở sự cạnh tranh trong ngành dự báo về triển vọng của dự án. Mặc dù cách tiếp cận trong dự báo doanh thu là phù hợp, quá trình dự báo doanh thu nhiều DAĐT của TCT đã gặp phải nhiều hạn chế quan trọng khiến quá trình dự báo doanh thu thiếu đi tính khả thi. Có ba hạn chế lớn trong quá trình dự báo này đó là:

- *Thứ nhất, dự báo không tính đến đầy đủ các hành vi của đối thủ cạnh tranh*: Hạn chế lớn nhất trong dự báo doanh thu của các dự án đó là việc dự báo được giả định rằng TCT đầu tư mở rộng công suất thì các đối thủ cạnh tranh sẽ không chạy đua đầu tư mở rộng công suất. Tuy nhiên, giả định này thường không đúng trên thực tế. Điều này dẫn đến một thực tế là công suất của ngành thường vượt quá so với dự tính của TCT và dẫn đến cạnh tranh giá trong ngành khốc liệt hơn dự tính dẫn đến thua lỗ lớn so với khi thẩm định. Hai hạn chế này bộc lộ rõ nhất trong dự án xi măng Hạ Long và dự án sản xuất phôi thép.
- *Thứ hai, các dự báo doanh thu quá lạc quan khi giả định đầu ra sẽ được tiêu thụ tốt*: Đây là điển hình của việc lập DAĐT của TCT ở lĩnh vực bất động sản. Ở các nước trên thế giới, khi thực hiện dự án bất động sản thường tính toán dòng tiền thu về trong 20 năm hay thời gian dài hơn. Tuy nhiên, các dự án bất động sản của TCT được lập với dự kiến quá lạc quan và rất ngắn hạn, vòng đời dự án ngắn, dựa trên lượng cung ảo, tỷ suất hoàn vốn nội bộ rất cao với kỳ vọng thời gian thu hồi vốn ngắn ngay sau khi hoàn thành dự án. Thực tế lúc lập dự án là thời điểm thị trường đang tăng nóng do đầu cơ, người mua một phần đáng kể là các nhà đầu cơ để bán lại chứ không phải nhu cầu để ở thật sự. Chính vì vậy, khi thị trường suy thoái, dòng tiền đầu cơ suy giảm thì các dự án đầu tư bất động sản của TCT lâm vào khó khăn.
- *Thứ ba, phân tích lợi thế cạnh tranh của dự án là không rõ ràng*: Đây là điều thấy rõ tại dự án nhà máy Xi măng Hạ Long. Việc đầu tư một nhà máy xi măng quy mô

lớn trong điều kiện TCT không có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực này, không có

lợi thế về mạng lưới phân phối và thương hiệu so với những công ty lớn trong ngành như TCT Xi măng Việt Nam và bối cảnh ngành đã rơi vào trạng thái dư thừa công suất, sự chạy đua đầu tư xi măng trong ngành, khả năng tiêu thụ xi măng trong nội bộ TCT thấp cho thấy việc đầu tư dự án được xem là không có lợi thế cạnh tranh rõ ràng.

*- Dự báo doanh thu đối với các dự án thủy điện*

Các công thức tính toán doanh thu của các dự án đa số được xem là chính xác. Tuy nhiên, điều cần xem xét kỹ lưỡng hơn là ở giả định về giá bán điện thương phẩm của dự án. Thông thường giá bán điện cho EVN được tính theo đồng USD, tuy nhiên, trong các hợp đồng bán điện thường quy định giá bán điện ổn định sau một thời gian nhất định mới thực hiện đàm phán lại giá điện mới. Một đặc trưng của dự án thủy điện đó là giá bán điện được ký với Tập đoàn Điện lực Việt Nam là tính bằng đồng đô la Mỹ, do đó, dự báo về doanh thu chịu ảnh hưởng lớn của những giả định về tỷ giá hối đoái trong tương lai.

Số liệu tại ***Bảng 2.10: Đánh giá chất lượng công tác dự báo doanh thu các dự án của Tổng công ty Sông Đà*** cho thấy, việc dự báo về giá bán điện của các dự án thủy điện của TCT thường đảm bảo độ chính xác cao hơn so với việc dự báo về sản lượng điện bình quân năm. Điều này là bởi vì sản lượng điện bình quân năm của nhà máy thủy điện phụ thuộc lớn vào điều kiện thời tiết, lượng mưa và lưu lượng nước về hồ chứa của nhà máy hàng năm và việc điều tiết mua điện của nhà máy từ Tập đoàn Điện lực Việt Nam. Việc dự báo sản lượng điện bình quân năm cao hơn rất nhiều so với thực tế đạt được trong trường hợp Thủy điện Nậm An và Nậm Khánh là nguyên nhân chính dẫn đến việc dự án hoạt động kém hiệu quả trên thực tế so với dự kiến tại phương án tài chính ban đầu.

***- Dự báo chi phí của dự án:***

Về cơ bản các định mức chi phí trong các DAĐT của TCT bám sát các quy định của nhà nước cũng như có tham khảo các dự án tương đồng đã được triển khai trong quá khứ.

*Đối với dự án thủy điện*

Việc dự báo chi phí dự án thủy điện được xem là có độ chuẩn xác khá cao khi Nhà nước đã ban hành những quy định hướng dẫn rõ ràng về các định mức cho việc thẩm định DAĐT. Dự án thủy điện khi đi vào vận hành sẽ phát sinh nhiều khoản mục chi phí khác nhau. Tuy nhiên, nói chung có các chi phí hoạt động thường xuyên sau:

(1) Chi phí vận hành và bảo dưỡng (O&M Expense);

(2) Chi phí khấu hao TSCĐ;

(3) Chi phí lãi vay;

(4) Chi phí bảo hiểm vận hành;

(5) Thuế tài nguyên.

Trong đó, những khoản chi phí trọng yếu và có quy mô lớn là chi phí vận hành và bảo dưỡng, chi phí khấu hao và chi phí lãi vay. Sự chính xác của phương án tài chính sẽ phụ thuộc vào việc tính toán hợp lý các chi phí này.

- *Chi phí khấu hao:* Về cơ bản được xác định phù hợp quy định của Bộ Tài chính về trích khấu hao và sử dụng phương pháp khấu hao đường thẳng. Chi phí khấu hao cho các dự án thủy điện trước đây áp dụng theo quyết định 206/2003/QĐ-BTC, và sau này là thông tư 203/2009/TT-BTC của Bộ trưởng Bộ Tài chính để tính khấu hao TSCĐ.

*Đối với chi phí vận hành và bảo dưỡng:* Căn cứ vào Phụ lục 1 của Quyết định số 709/QĐ-NLĐK, ta có định mức chi phí vận hành và bảo dưỡng như sau:

| **Nhà máy thuỷ điện** | | **Tỷ lệ chi phí O&M** |
|---|---|---|
| Loại lớn | ≥ 30 MW | 0,5% vốn đầu tư |
| Loại vừa | 3 – 30 MW | 1 – 1,5 % vốn đầu tư |
| Loại nhỏ | 200 KW – 3 MW | 1,5 – 2% vốn đầu tư |

**** Minh họa thẩm định dòng tiền tại dự án thủy điện Xê Ka Man 3***

- *Các thông số tham gia tính toán*

+ Đơn vị tiền tệ áp dụng trong tính toán là VNĐ (đối với chi phí xây lắp) và USD (đối với mua sắm thiết bị), sau đó được quy đổi ra USD. Tỷ giá hối đoái sử dụng là 15.600 VNĐ/USD.

+ Chi phí vận hành và bảo dưỡng (O&M): 1,0% tổng vốn đầu tư công trình.

+ Thời gian vận hành: Dự án dự kiến vận hành trong thời gian 25 năm.

+ Tổng giá trị điện năng thương mại bằng tổng giá trị điện năng mùa lũ và mùa kiệt sau khi trừ đi 1,5% điện tự dùng.

Thông số quan trọng nhất trong phần này theo quan điểm của chúng tôi xác định chưa hợp lý đó là thời gian vận hành. Theo quy định của Việt Nam, đối với các nhà máy thủy điện được xếp vào loại lớn, thời gian vận hành thường có thể đến 40 năm. Tuy nhiên, đối với dự án thủy điện Xekaman 3, dự án này giả định thời gian vận hành chỉ là 25 năm. Điều này là không hợp lý vì dự án này thuộc loại nhà máy thủy điện có quy mô lớn.

| **Loại nhà máy** | **Công suất** | **Thời gian vận hành** |
|---|---|---|
| Loại lớn | ≥ 30 MW | 40 năm |
| Loại vừa | 3 – 30 MW | 30 - 40 năm |
| Loại nhỏ | 200 KW – 3 MW | 20 - 25 năm |

*- Xác định doanh thu của dự án*

Doanh thu của dự án thủy điện chủ yếu thu được từ việc bán điện năng thương mại. Theo phương án tài chính xây dựng cho dự án thủy điện Xekaman 3 thì doanh thu được tính toán như sau: (số liệu *xem tại* ***Phụ lục 2.2: Bảng dự báo doanh thu của dự án thủy điện Xê Ka Man 3).***

Điện năng thương mại của dự án được dự kiến phục vụ lợi ích của cả hai quốc gia là Việt Nam và Lào, tuy nhiên, chủ yếu vẫn là phục vụ nhu cầu điện năng của Việt Nam. Doanh thu bán điện được tính bằng điện lượng nhân với giá bán điện chưa bao gồm thuế giá trị gia tăng. Từ bảng số liệu ta rút ra những nhận xét sau:

- *Thứ nhất*, giá bán điện được giả định tăng 1% hàng năm. Đây là tốc độ tăng giá bán bình quân hàng năm được tính theo tốc độ lạm phát 1% tính theo đồng USD. Và giá bán điện cho Công ty Điện lực Lào giả định bằng 95% giá bán điện bậc 1 cho EVN. Dự án cũng giả định doanh thu trên được thu toàn bộ trong năm.
- *Thứ hai,* Doanh thu bán điện cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam EVN dự kiến

chiếm tỷ trọng 90% tổng doanh thu của dự án. Trong đó, doanh thu được chia thành

hai phần: Doanh thu bán điện bậc 1 và doanh thu bán điện bậc 2. Doanh thu bán điện cho Công ty điện lực Lào EDL chỉ chiếm tỷ trọng 10% trong tổng doanh thu của dự án. Như vậy, dự án chủ yếu đem lại nguồn điện năng cho quốc gia Việt Nam.

- *Thứ ba,* dự án giả định rằng doanh thu sẽ được thu 100% bằng tiền trong năm, do đó, doanh thu cũng chính bằng tiền thu từ việc bán hàng.

Các công thức tính toán doanh thu của dự án được xem là chính xác. Tuy nhiên, điều cần xem xét kỹ lưỡng hơn là ở giả định về giá bán điện thương phẩm của Dự án. Thông thường giá bán điện cho EVN được tính theo đồng USD, tuy nhiên, trong các hợp đồng bán điện thường quy định giá bán điện ổn định sau một thời gian nhất định mới thực hiện đàm phán lại giá điện mới. Việc Dự án giả định giá bán điện điều chỉnh hàng năm và mỗi năm tăng thêm 1% so với năm trước là chưa thực sự phù hợp với tình hình thực tiễn.

*Một ví dụ để đối chiếu là về giả định giá bán điện của Dự án Thủy điện Thái An tại Hà Giang*, dựa trên khung giá mua bán điện quy định tại quyết định số 2014/QĐ - BCN, Phương án tài chính của dự án này dự kiến giá bán điện là 4,2 Uscent/Kwh. Việc điều chỉnh giá bán điện được thực hiện định kỳ 10 năm một lần, điều chỉnh giá bán điện tăng 5%. Có nghĩa là trong những định kỳ 10 năm đó, giá bán điện sẽ không thay đổi tính theo Uscent/Kwh.

***- Thẩm định tổng chi phí hoạt động trong giai đoạn vận hành***

Dự án thủy điện khi đi vào vận hành sẽ phát sinh nhiều khoản mục chi phí khác nhau. Trong đó, những khoản chi phí trọng yếu và có quy mô lớn là chi phí vận hành và bảo dưỡng, chi phí khấu hao và chi phí lãi vay. Chúng ta sẽ đi vào thẩm định việc tính toán các chi phí này của dự án (số liệu *xem tại* ***Phụ lục 2.3: Chi phí hoạt động trong giai đoạn vận hành của dự án thủy điện Xê Ka Man 3***).

*- Đối với chi phí vận hành và bảo dưỡng*

Chi phí vận hành và bảo dưỡng của dự án khi đi vào vận hành được xác định theo định mức, bằng 1% trên tổng giá trị xây lắp và giá trị thiết bị. Như phần thẩm định tổng mức đầu tư đã đề cập, tổng giá trị xây lắp được xác định là 155,75 (triệu USD), tổng giá

trị thiết bị là 45,75 triệu USD. Do đó, chi phí vận hành và bảo dưỡng

(Operating and Mantainance Expense – O&M) hàng năm được xác định bằng: 1% (155,75 + 45,05) = 2,01 (triệu USD).

*Tuy nhiên, cần đánh giá rằng, định mức chi phí vận hành và bảo dưỡng của dự án chưa thực sự hợp lý*.

Căn cứ vào Phụ lục 1 của Quyết định số 709/QĐ-NLĐK, ta có định mức chi phí vận hành và bảo dưỡng như sau:

| **Nhà máy thuỷ điện** | | **Tỷ lệ chi phí O&M** |
|---|---|---|
| Loại lớn | ≥ 30 MW | 0,5% vốn đầu tư |
| Loại vừa | 3 – 30 MW | 1 – 1,5 % vốn đầu tư |
| Loại nhỏ | 200 KW – 3 MW | 1,5 – 2% vốn đầu tư |

Vậy việc dự án thuộc loại có quy mô lớn, trong khi đó lại chọn chi phí vận hành và bảo dưỡng (Operating and Maintanance – O&M) là 1% tổng chi phí xây lắp + thiết bị. Điều này dường như là việc tính chi phí này quá lớn so với định mức Nhà nước quy định cho dự án loại lớn là 0,5% và Phương án tài chính cũng chưa nêu rõ cơ sở chọn một tỷ lệ chi phí cao hơn mức quy định này.

*- Phí dự án:*

Khoản chi phí này được xác định theo định mức, từ năm thứ 1 – 9 khi đi vào vận hành được xác định bằng 5,2% doanh thu bán điện. Trong giai đoạn từ năm thứ 10 – 25, được xác định bằng 10% doanh thu bán điện. Tuy nhiên, phương án tài chính chưa giải thích rõ, phí dự án ở đây cụ thể là những khoản phí nào và cơ sở nào đưa ra định mức tính như vậy.

*- Chi phí khấu hao*

Phương án tài chính của dự án giả định toàn bộ TMĐT sẽ được khấu hao theo phương pháp đường thẳng trong thời gian là 25 năm. Việc giả định toàn bộ chi phí đầu tư được khấu hao đường thẳng trong 25 năm được xem là đơn giản, tuy nhiên, lại chưa thực sự hợp lý vì hai lý do:

+ *Thứ nhất*, trong phương án tài chính dự án, Công ty chưa nêu rõ căn cứ sử

dụng phương pháp khấu hao đường thẳng và thời gian khấu hao là 25 năm.

+ *Thứ hai*, cơ sở tính khấu hao chưa rõ ràng. Trong dòng tiền của phương án tài chính, TMĐT được xác định bằng 258,48 (triệu USD) và đây là cơ sở để xây dựng phương án tài trợ. Tuy nhiên, tổng mức đầu tư được sử dụng để xác định khấu hao lại bằng 273,11 (triệu USD). Sự khác biệt này cho thấy sự thiếu rõ ràng và không nhất quán của số liệu trong phương án tài chính.

+ *Thứ ba*, trong TMĐT của Công ty, có nhiều nhóm hạng mục đầu tư khác nhau và có mức độ hao mòn trong quá trình sử dụng không giống nhau. Do đó, việc đồng nhất và sử dụng chung thời gian khấu hao cho các nhóm hạng mục đầu tư được xem là không hợp lý.

Công ty cần nêu rõ căn cứ lựa chọn thời gian khấu hao khi xây dựng phương án tài chính. Căn cứ phù hợp là quy định của nước sở tại về việc tính khấu hao cho mục đích tính thuế thu nhập doanh nghiệp. Ví dụ, tại Việt Nam, các dự án thủy điện khi lập phải căn cứ vào Quyết định 206/2003/QĐ-BTC trước đây, và sau này là Thông tư 203/2009/TT-BTC để xác định thời hạn khấu hao cho từng nhóm TSCĐ khác nhau. Ví dụ tại Việt Nam, trên cơ sở quyết định 206/2003/QĐ-BTC của Bộ Tài chính, dự án thủy điện Thái An tại tỉnh Hà Giang có công suất 85 MW xác định thời gian khấu hao: (số liệu xem tại ***Bảng 2.11: Xác định thời gian khấu hao của thủy điện Thái An).***

Tuy nhiên, việc tính toán chi phí vận hành của dự án chưa thực sự rõ ràng và đầy đủ khi chưa giải trình rõ hai khoản mục chi phí sau đây:

- *Thứ nhất, chi phí bảo hiểm hàng năm*. Trong báo cáo tóm tắt có nêu lên định mức chi phí bảo hiểm vận hành là 0,1% tổng vốn đầu tư cho công trình. Tuy nhiên, trong phương án tài chính không đề cập đưa chi phí này vào dòng chi thường xuyên của dự án. Mặc dù khoản mục này có quy mô nhỏ, tuy nhiên, việc không đưa khoản chi này vào chi thường xuyên được xem là một thiếu sót và việc khoản chi này phát sinh trong một thời gian dài sẽ có ảnh hưởng đáng kể đến kết quả của các chỉ tiêu tài chính của dự án.

- *Thứ hai, phương án tài chính chưa làm rõ thuế tài nguyên*. Thuế tài nguyên là một khoản chi phí đáng kể đối với dự án thủy điện. Tuy nhiên, phương án tài chính

của dự án Xekaman 3 không đưa ra những căn cứ để ước lượng thuế tài nguyên và

cũng không tách cụ thể mục này riêng ra để tính toán. Tuy nhiên, theo phương án tài chính thì thuế tài nguyên đã được tính gộp chung trong khoản mục phí dự án. Điều này khiến cho khoản mục phí dự án khá khó hiểu và không rõ ràng.

***- Thẩm định kế hoạch vay và trả nợ***

Riêng đối với chi phí lãi vay, đây là chi phí liên quan đến kế hoạch vay và trả nợ của dự án, do đó chúng tôi lập thành một mục thẩm định riêng (số liệu xem tại ***Phụ lục 2.4: Kế hoạch vay và trả nợ dự án thủy điện Xê Ka Man 3*****).**

Theo phương án tài chính của Thủy điện Xekaman 3, chủ đầu tư dự kiến huy động nguồn vốn vay từ hai ngân hàng: (1) Ngân hàng Phát triển Việt Nam VDB, quốc tịch Việt Nam và (2) Ngân hàng Natixis, có trụ sở chính tại Cộng hòa Pháp. Trong thời gian xây dựng, chủ đầu tư được hưởng và chỉ phải trả lãi vay. Khi dự án đi vào vận hành, chủ đầu tư phải thực hiện hoàn trả nợ gốc và lãi vay. Thời hạn của các khoản vay rất dài, từ 13 – 14 năm, trong đó, thời gian ân hạn là 6 năm và thời gian trả nợ gốc là 7 – 8 năm.

***- Thẩm định báo cáo kết quả kinh doanh***

Dựa trên việc tính toán các chỉ tiêu về doanh thu và tổng chi phí kinh doanh. Phương án tài chính đưa ra những dự kiến về quy mô lợi nhuận dự án đem lại hàng năm thông qua việc lập báo cáo kết quả kinh doanh (số liệu *xem tại* ***Phụ lục 2.5: Báo cáo kế quả kinh doanh dự án thủy điện Xê Ka Man 3).***

Các công thức sử dụng trong việc tính toán chỉ tiêu lợi nhuận trong báo cáo kết quả kinh doanh là chính xác. Theo báo cáo này, ngay trong năm đầu tiên đi vào vận hành, dự án sẽ đem lại lợi nhuận sau thuế dương là 9,13 (triệu USD). Những năm sau đó, lợi nhuận sau thuế sẽ tăng dần lên nhờ sự tăng lên của doanh thu và sự giảm dần của một số khoản mục chi phí như: chi phí lãi vay, chi phí khấu hao…

***- Thẩm định cách tính dòng tiền thuần của dự án***

Nhìn vào bảng số liệu tính hiệu quả tài chính dự án, ở dòng chi phí đầu tư, công ty chỉ coi phần chi của chủ sở hữu dự án là chi phí đầu tư. ***Như vậy công ty đang tính dòng tiền của dự án theo quan điểm chủ sở hữu mà không phải quan điểm tổng đầu***

***tư***. Đối với việc tính toán dòng tiền theo quan điểm của chủ sở hữu, khoản tiền chi trả

nợ gốc vay và chi trả lãi vay được coi là dòng tiền chi ra đối với chủ sở hữu và được đưa vào xem xét. Để tính toán và sử dụng đúng đắn các chỉ tiêu thẩm định dự án như NPV, IRR, PI thì tỷ lệ chiết khấu sử dụng phải là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (số liệu xem tại ***Phụ lục 2.6: Dòng tiền của dự án thủy điện Xê Ka Man 3 theo quan điểm chủ sở hữu).***

Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp của dự án được quy định như sau, từ năm 1- 4 được hưởng thuế suất ưu đãi 0%/năm, giai đoạn năm 5- 12 chịu thuế suất 5%/năm, giai đoạn năm 13 – 14 chịu thuế suất 15%/năm và giai đoạn 15- 25 năm chịu thuế suất 20%/năm. Thuế thu nhập doanh nghiệp được đánh trên thu nhập trước thuế. Từ dòng tiền thuần của chủ sở hữu FCFE, chúng ta rút ra những nhận xét như sau:

- *Thứ nhất*, kế hoạch vay và trả nợ được lập chưa thật sự phù hợp. Với phương án trả nợ như trên, dòng tiền thuần của chủ sở hữu FCFE của dự án sẽ tiếp tục bị âm trong vòng 5 năm sau khi đi vào vận hành. Điều này có nghĩa là, 5 năm vận hành đầu tiên, chủ sở hữu phải tiếp tục góp vốn cổ phần hoặc phải huy động nguồn vốn vay từ bên ngoài để trả được nợ cho các khoản vay để đầu tư dự án. Điều này sẽ gây nhiều khó khăn cho việc vận hành dự án. Nguyên nhân dẫn đến tình huống này là do kế hoạch trả nợ không được lập dựa trên dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF), hay dòng tiền theo quan điểm tổng đầu tư.
- *Thứ hai*, chủ đầu tư nếu đầu tư dài hạn vào dự án thì sau khoảng thời gian 11 năm chủ đầu tư bắt đầu mới nhận được dòng tiền dương. Thời gian này bao gồm thời gian thi công là 06 năm và thời gian vận hành 05 năm đầu.

#### *2.2.4.3. Thực trạng thẩm định chi phí sử dụng vốn của dự án đầu tư*

**** Đánh giá chung về thẩm định chi phí sử dụng vốn các dự án đầu tư của Tổng Công ty***

Qua xem xét tính toán tại ***Bảng 2.12: Tính chi phí sử dụng vốn bình quân dự ánThủy điện Hương Sơn*** chúng ta thấy:

- *Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu trong nhiều dự án thiếu cơ sở ước lượng rõ ràng và không hợp lý*: Trong rất nhiều dự án được khảo sát, phương án tài chính đều ước

lượng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (vốn tự có) ở mức 10% mà không có luận

chứng rõ ràng cho việc lựa chọn lãi suất chiết khấu này. Sự lựa chọn chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu này thường được dựa trên lãi suất vay dài hạn ngân hàng. Tuy nhiên, khi mặt bằng lãi suất của nền kinh tế tăng cao, việc tiếp tục sử dụng mức chi phí sử dụng vốn chủ này rõ ràng là không hợp lý khi thấp hơn lãi suất vay vốn ngân hàng. Một lý do cơ bản đó là chủ sở hữu luôn gánh chịu rủi ro cao hơn chủ nợ khi đầu tư vào dự án và vì vậy sẽ yêu cầu một lãi suất cao hơn lãi suất vay vốn của dự án để bù đắp cho rủi ro cao hơn này. Ví dụ minh họa dưới đây là Dự án Thủy điện Hương Sơn, trong khi dự kiến lãi suất vay vốn của dự án là 12% thì chỉ dự tính chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là 10% là quá thấp. *Như vậy, chúng ta có thể thấy rằng: Lãi suất chiết khấu ước lượng đặt ra trong nhiều trường hợp là quá thấp so với thực tế. Điều này dẫn đến hậu quả là TCT đã chấp nhận thông qua nhiều dự án mà thực chất là kém hiệu quả.*

- *Khi xác định chi phí sử dụng vốn bình quân, nhiều dự án không đưa chi phí sử dụng vốn vay về sau thuế*. Giải thích cho vấn đề này là do các doanh nghiệp khi tính thuế thu nhập đều đã trừ cả lãi vay nên khoản tiết kiệm thuế đã được tính vào trong dòng tiền, tuy nhiên, một điều thật không hợp lý khi tính bình quân mà chi phí sử dụng vốn lại không có sự đồng nhất.

- *Đặc trưng của lãi suất vay vốn là lãi suất thả nổi do đó, nó có đặc trưng biến động trong suốt vòng đời của dự án:* Đặc trưng của các hợp đồng vay vốn tài trợ dự án tại Việt Nam là theo lãi suất thả nổi, bên cạnh đó, thị trường tài chính của Việt Nam có tính ổn định thấp, do vậy, lãi suất là một biến số biến động lớn qua các năm do đó, việc ước lượng chuẩn xác biến số này là rất khó khăn.

- *Chưa ứng dụng những kỹ thuật tiên tiến và dữ liệu thị trường trong việc ước lượng chi phí sử dụng vốn***:** Các dự án đầu tư của TCT đều nằm trong những lĩnh vực mà hiện có nhiều công ty thành viên của TCT đã niêm yết. Do đó, dữ liệu giá và tình hình kinh doanh của các công ty niêm yết sẽ tạo ra dữ liệu phù hợp cho việc ước lượng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu theo các mô hình tiên tiến như: Mô hình tăng trưởng cổ tức và mô hình định giá tài sản vốn. Tuy nhiên, các dự án đầu tư hiện nay của TCT đã không thực hiện ước lượng chi phí sử dụng vốn tận dụng các dữ liệu ước tính này.

- *Việc ước lượng chi phí sử dụng vốn cho dự án còn mang nặng tính cảm tính của nhà quản lý, chưa phản ánh đúng mức rủi ro của dự án và đòi hỏi sinh lời của thị trường:* Đối với dự án thủy điện, TCT chưa giải thích rõ cơ sở tính toán việc lựa chọn chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là 10%. Bên cạnh đó, TCT đã áp dụng sai tỷ lệ chiết khấu cho dòng tiền thuần của chủ sở hữu (FCFE – Free Cash Flow to Equity). Điều này đã dẫn đến các chỉ tiêu tài chính của dự án bị tính toán chưa chính xác như: Chỉ tiêu NPV bị đánh giá quá cao, chỉ tiêu thời gian hoàn vốn có chiết khấu bị sai lệch…Còn đối với dự án sản xuất công nghiệp khác, thì lại áp đặt chi phí vốn chủ sở hữu theo lãi suất vay vốn, như vậy là chưa phản ánh được đúng và đủ rủi ro đối với vốn chủ sở hữu.

* ***Minh họa thực trạng thẩm định chi phí sử dụng vốn tại Dự án Thủy điện Xekaman 3***

Theo phương án tài chính của dự án thủy điện Xekaman3 thì chi phí sử dụng vốn bình quân WACC được tính toán: (số liệu xem tại ***Phụ lục 2.7: Tính WACC theo phương án tài chính dự án thủy điện Xê Ka Man 3).***

Như vậy sự hợp lý trong việc tính WACC là WACC được tính bằng bình quân gia quyền chi phí của các nguồn tài trợ thành phần. Tuy nhiên, việc tính toán chi phí sử dụng vốn bình quân theo phương án tài chính chưa đảm bảo tính hợp lý và chính xác vì những lý do sau đây:

- Chưa thuyết minh rõ về việc lựa chọn lãi suất của vốn tự có (chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu) là 10% tính theo đồng USD.
- Các lãi suất vay vốn từ Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB), vay ngân hàng Natixis là các lãi suất trước thuế. Trong khi đó, do chi phí đi vay là một khoản chi phí hợp lý được khấu trừ khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp nên chi phí sau thuế từ việc đi vay sẽ thấp hơn. Việc sử dụng lãi suất trước thuế để tính WACC là không hợp lý.

WACC là một biến số quan trọng khi thẩm định dự án và kết quả của các chỉ tiêu thẩm định như NPV rất nhạy cảm với WACC. Do đó, việc ước lượng không hợp lý chỉ tiêu này sẽ dẫn đến kết quả tính NPV thiếu tính chính xác. Một điều quan trọng

phải nhấn mạnh là, WACC chỉ được sử dụng để chiết khấu dòng tiền của dự án theo quan điểm tổng đầu tư.

#### *2.2.4.4. Thực trạng thẩm định các phương pháp đánh giá hiệu quả DAĐT*

*** Đánh giá chung về thực trạng thẩm định các phương pháp đánh giá hiệu quả dự án đầu tư của Tổng Công ty**

Nhằm khảo sát thực tiễn sử dụng các phương pháp thẩm định DAĐT, tác giả đã thực hiện khảo sát phương án tài chính của 18 dự án đã thực hiện trong hệ thống của TCT. Kết quả khảo sát được thể hiện tại ***Bảng 2.13: Khảo sát phương pháp thẩm định dự án của Tổng công ty.***

Bảng số liệu cho thấy, trong việc thẩm định các DAĐT, TCT sử dụng kết hợp tương đối toàn diện và đầy đủ các phương pháp đánh giá hiệu quả tài chính dự án đầu tư theo thông lệ quốc tế nhằm đánh giá dự án một cách toàn diện trên nhiều khía cạnh khác nhau, được xem là một ưu điểm phù hợp với bài học kinh nghiệm được chỉ ra tại Chương I. Kết quả khảo sát cho thấy, 100% các dự án được khảo sát sử dụng các phương pháp NPV, IRR và B/C. Đối với việc tính thời gian hoàn vốn, phương pháp thời gian hoàn vốn có chiết khấu DPP được sử dụng thường xuyên hơn (83,3% dự án trong mẫu sử dụng phương pháp này) so với phương pháp thời gian hoàn vốn giản đơn (66,7% dự án có sử dụng). TCT đặc biệt không sử dụng phương pháp tỷ suất lợi nhuận bình quân vốn đầu tư (ARR) trong thẩm định dự án.

Mặc dù tính toán nhiều chỉ tiêu thẩm định, TCT vẫn chủ yếu dựa vào phương pháp NPV và IRR làm cơ sở chủ đạo cho việc ra quyết định. Điều này là một lựa chọn hợp lý và phù hợp với bài học kinh nghiệm đã được tổng kết, phù hợp với mục tiêu tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Bên cạnh đó, việc thẩm định tuân thủ nguyên lý giá trị thời gian của tiền, các phương pháp chính được TCT sử dụng đều quy đổi dòng tiền về thời điểm hiện tại thông qua một lãi suất chiết khấu, điều này phù hợp với lý thuyết tài chính doanh nghiệp hiện đại về thẩm định tài chính DAĐT.

**** Minh họa thẩm định các phương pháp đánh giá dự án đầu tư tại Dự án Thủy điện Xekaman 3***

Việc tính toán dòng tiền theo quan điểm chủ sở hữu của Dự án Thủy điện Xekaman 3 là hoàn toàn phù hợp và dòng tiền này cần được chiết khấu bằng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là 10%. Tuy nhiên, trong bảng kết quả hiệu quả tài chính dự án, các nhà phân tích đã sử dụng chi phí sử dụng vốn bình quân 8,56% để chiết khấu cho dòng tiền này. Sự sai sót này đã khiến cho việc tính toán các chỉ tiêu NPV, DPP, thời điểm hòa vốn, chỉ số PI trở nên thiếu tính chính xác. Nhằm đánh giá đúng hơn hiệu quả tài chính của dự án đứng trên góc độ chủ sở hữu, chúng tôi sử dụng kết quả của việc tính toán lại bên cạnh cột giá trị trích từ phương án của dự án nhằm đối chiếu so sánh (số liệu xem tại ***Phụ lục 2.8: Chỉ tiêu tài chính dự án thủy điện Xê Ka Man 3 ).***

Như vậy việc sử dụng nhầm tỷ lệ chiết khấu đã dẫn đến đánh giá quá cao hiệu quả của dự án. Điều này được thể hiện qua việc NPV theo phương án là 42,07 triệu USD, trong khi NPV được tính toán lại là 20,95 triệu USD, có nghĩa là đã đánh giá tăng lên 21,12 (triệu USD).

Đối với chỉ tiêu thời gian hoàn vốn có chiết khấu, theo phương án tài chính của dự án là 14,4 năm. Tuy nhiên, đây là DPP được tính dựa trên tỷ lệ chiết khấu là 8,56%. Để tính toán lại DPP, chúng ta lập một bảng tính như sau: (số liệu xem tại ***Phụ lục 2.9: Tính thời gian hoàn vốn có chiết khấu dự án thủy điện Xê Ka Man 3*)**.

Như vậy, thời gian hòan vốn có chiết khấu DPP sau khi tính toán lại là 12,28 năm, ngắn hơn so với tính toán của phương án tài chính ban đầu là 2,12 (năm). Dựa vào kết quả tính toán lại các chỉ tiêu tài chính của dự án, chúng ta rút ra nhận xét như sau:

- *Về mức sinh lời của dự án*: Theo kết quả tính toán của phương án tài chính, tỷ suất doanh lợi nội bộ của dự án tính theo đồng USD là 12,12%. Đây được xem là mức sinh lời tính theo đồng USD ở mức khá.

- *Về thời gian hòa vốn có chiết khấu*: Đây là dự án có thời gian hoàn vốn rất dài, mất 12,28 năm. Trong khi đó, dự án này đòi hỏi vốn đầu tư lớn, do đó, dự án chỉ phù hợp với những nhà đầu tư có tiềm lực tài chính mạnh và có kinh nghiệm trong việc triển khai các dự án điện có quy mô lớn. Như vậy, việc TCT Sông Đà và các cổ

đông khác là những tập đoàn và TCT lớn của Việt Nam đầu tư vào dự án được xem là nhân tố quyết định đến thành công của dự án.

- *Về giá trị gia tăng của dự án*: Dự án đem lại giá trị gia tăng đáng kể cho chủ đầu tư. NPV sau khi tính toán lại có giá trị là 20,95 (triệu USD), nếu tính theo giá trị quy đổi VND theo tỷ giá 1USD = 20.000 VND thì có giá trị trên 400 (tỷ đ). Đây chính là mức đóng góp của dự án vào giá trị doanh nghiệp của CTCP Điện Việt Lào.

- ***Thẩm định việc tính điểm hòa vốn của dự án*** (số liệu xem tại ***Phụ lục 2.10: Tính điểm hoà vốn, minh họa giai đoạn vận hành từ năm thứ 1-6 dự án thủy điện Xê Ka Man 3).***

Bảng tính điểm hòa vốn thực chất là đề cập đến chỉ tiêu *công suất hòa vốn tài chính*. Chỉ tiêu này cho biết, trong năm, dự án cần huy động bao nhiêu phần trăm công suất thiết kế thì mới đạt hòa vốn. Qua bảng số liệu ta thấy, khi dự án đi vào vận hành, thời gian đầu phát điện, dự án phải huy động phần lớn công suất trong năm mới đạt được hòa vốn. Trong năm thứ nhất vận hành, công suất hòa vốn tài chính là 73%, năm thứ hai vận hành công suất hòa vốn tài chính giảm chỉ còn 67%. Sự giảm dần của công suất hòa vốn xuất phát từ những nguyên nhân là chi phí cố định giảm dần theo thời gian. Trong khi chi phí khấu hao cố định hàng năm theo phương pháp đường thẳng là 10,92 (triệu USD) thì việc chi phí cố định giảm là do chi phí lãi vay giảm dần qua các năm vận hành. Năm thứ 6 vận hành, công suất hòa vốn đã giảm xuống chỉ còn 41%. Việc công suất hòa vốn tài chính giảm dần là điều kiện thuận lợi để Công ty có thể huy động phần công suất còn lại ngày càng tăng để tạo ra lãi cho cổ đông.

- ***Thẩm định hiệu quả tài chính so với các dự án thủy điện khác*** (số liệu xem tại ***Phụ lục 2.11: So sánh hiệu quả tài chính các dự án thuỷ điện).***

Xét về mặt quy mô, dự án thủy điện Xekaman 3 có quy mô tương đối tương đồng với dự án Thủy điện Nậm Chiến. Các chỉ tiêu hiệu quả tài chính của dự án Xekaman 3 cũng xấp xỉ bằng các chỉ tiêu tài chính của dự án Thủy điện Nậm Chiến. Điều này cho thấy, dự án thủy điện Xekaman 3 có hiệu quả tương đồng với dự án thủy điện Nậm Chiến của TCT.

#### *2.2.4.5.* Thực trạng thẩm định phương pháp đánh giá rủi ro của DAĐT

Trong hoạt động thẩm định dự án đầu tư tại Việt Nam, phân tích rủi ro dự án là một trong những công cụ quan trọng, giúp chủ đầu tư có thể tiên liệu và hoạch định các kịch bản ứng phó với rủi ro trong quá trình triển khai DAĐT. Điều này xuất phát từ các lý do cơ bản sau:

- *Thứ nhất*, môi trường kinh tế vĩ mô của Việt Nam kém ổn định và có dao động lớn qua các năm, đặc biệt là các biến số như lạm phát và lãi suất, tỷ giá hối đoái. Môi trường vĩ mô kém ổn định còn thể hiện ở việc các quy định pháp luật thường xuyên thay đổi và thiếu tính dự báo. Điều này khiến cho việc lập phương án tài chính của dự án gặp rủi ro cao và tính không chắc chắn lớn.
- *Thứ hai*, một số ngành nghề kinh doanh của TCT có mức độ cạnh tranh thay đổi mạnh qua các năm, ví dụ rõ ràng nhất là ngành thép và ngành xi măng. Điều này dẫn đến những thay đổi lớn về giá bán và sản lượng tiêu thụ khi hàng loạt các đối thủ cạnh tranh liên tục gia nhập ngành.
- *Thứ ba*, xu hướng hội nhập ngày càng sâu vào nền kinh tế toàn cầu của Việt Nam thông qua việc đàm phán và ký kết hàng loạt hiệp định thương mại như: Hiệp định thương mại song phương Việt Nam – Hoa Kỳ, gia nhập Tổ chức Thương mại Thế giới (WTO), Hiệp định Đối tác Kinh tế Xuyên Thái Bình Dương (TPP) …đã và đang tạo ra những áp lực cạnh tranh và những rủi ro nhiều hơn với các doanh nghiệp của Việt Nam.

*Trong phân tích rủi ro của dự án, các dự án đặc trưng sử dụng phân tích độ nhạy, chưa áp dụng phương pháp phân tích tình huống. Phân tích độ nhạy bao gồm cả phân tích độ nhạy một chiều và phân tích độ nhạy hai chiều.* Đây là nội dung phân tích được chú trọng, tuy nhiên, các mức độ biến động của các biến số chủ chốt chỉ được ước tính dao động trong biên độ vừa phải.

Số liệu tại ***Bảng 2.14: Các kỹ thuật sử dụng trong đánh giá rủi ro các dự án của Tổng công ty Sông Đà*** cho thấy, các dự án của TCT 100% sử dụng phân tích độ nhạy làm kỹ thuật duy nhất trong đánh giá rủi ro của dự án. Lý giải cho vấn đề này đó là kỹ thuật này đơn giản, dễ áp dụng. Các dự án đều kết hợp linh hoạt cả phân tích độ nhạy 1 chiều và phân tích độ nhạy 2 chiều. Một trong những hạn chế của phân tích rủi

ro dự án là TCT chưa sử dụng kỹ thuật phân tích viễn cảnh khi đánh giá về rủi ro của dự án và chưa tích cực áp dụng các phương pháp khác trong phân tích rủi ro của dự án.

Số liệu tại ***Bảng 2.15: Các biến số được sử dụng phổ biến trong phân tích độ nhạy*** cho thấy, các biến số phổ biến được sử dụng trong phân tích độ nhạy là sản lượng tiêu thụ (100%), giá bán sản phẩm (100%) và tỷ giá hối đoái (45%), các dự án chưa tiến hành phân tích độ nhạy với biến số lãi suất. Thẩm định rủi ro các dự án vẫn còn những hạn chế sau đây:

- *Các rủi ro chưa được đánh giá một cách đầy đủ và chưa phân tích rõ ràng các giải pháp ứng phó cho nhiều rủi ro trọng yếu*: Phần phân tích rủi ro trong các DAĐT khá sơ lược, không được chú trọng và không có nhiều phương án được đặt ra cho các kịch bản khác nhau. Chính vì vậy, trong nhiều trường hợp, TCT đã chậm ứng phó khi những rủi ro xảy ra trong quá trình triển khai dự án.
- *Đa số các dự án đầu tư của TCT đều không thực hiện phân tích độ nhạy đối với lãi suất chiết khấu*, trong khi đây là một biến số rất quan trọng và có sự biến động lớn trong môi trường kinh doanh tại Việt Nam. Điều này cho thấy, phân tích rủi ro của dự án đã bỏ qua một trong những biến số trọng yếu của dự án.
- *Dãy biến động của các biến trong phân tích độ nhạy khá hẹp*: Trên thực tế, nhiều biến số của dự án có thể có sự dao động lớn so với phương án cơ sở, tuy nhiên, các phân tích độ nhạy thường chỉ cho phép các biến số có một sự dao động nhỏ so với phương án cơ sở. Điều này khiến cho phân tích rủi ro không bao quát được những tình huống xảy ra những sự kiện có mức độ rủi ro lớn và các biến số dao động mạnh so với phương án cơ sở.

**2.2.5. Đánh giá hiệu quả dự án đầu tư dài hạn khi vận hành của TCT**

Việc đánh giá lại hiệu quả của các dự án sau khi đi vào vận hành được TCT rất coi trọng nhằm đúc rút những kinh nghiệm, những thành công và hạn chế trong quá trình thẩm định và triển khai dự án đầu tư, qua đó phát hiện những điểm bất hợp lý trong quy trình thẩm định và cải thiện chất lượng công tác thẩm định dự án đầu tư. Hoạt động đánh giá lại dự án sau khi đầu tư được thực hiện tập trung tại Ban Chiến lược Đầu tư của

TCT, báo cáo đánh giá sau đó được trình lên Ban Tổng Giám đốc và

HĐTV của TCT. Tại báo cáo được thực hiện tháng 05/2014, TCT đã thực hiện đánh giá lại hiệu quả đầu tư của các dự án điện được triển khai, các dự án được báo cáo đánh giá tổng thể sau đầu tư bao gồm:

| | | |
|---|---|---|
| 1. | Thủy điện Nà Lơi | CTCP Thủy điện Nà Lơi. |
| 2. | Thủy điện Thác trắng | CTCP Sông Đà 11. |
| 3. | Thủy điện Nậm Mu | CTCP Sông Đà 9. |
| 4. | Thủy điện Nậm Ngần | CTCP Sông Đà 9. |
| 5. | Thủy điện Nậm Khánh | CTCP Sông Đà 9. |
| 6. | Thủy điện Nậm An | CTCP Sông Đà 9. |
| 7. | Thủy điện Sử Pán 2 | CTCP Thủy điện Sông Đà Hoàng Liên. |
| 8. | Thủy điện Sông Chảy 5 | CTCP Sông Đà 5. |
| 9. | Thủy điện Hương Sơn | CTCP Thủy điện Hương Sơn. |
| 10. | Thủy điện Ry Ninh 2 | CTCP Thủy điện Ry Ninh 2. |
| 11. | Thủy điện Cần Đơn | CTCP Thủy điện Cần Đơn. |
| 12. | Thủy điện Sê San 3A | CTCP điện Sê San 3A. |
| 13. | Thủy điện Krông Kma | CTCP đầu tư phát triển Sông Đà. |

Tại bản báo cáo này, TCT đã thực hiện đánh giá khách quan và chỉ ra khá sát những nhân tố tác động đến hiệu quả các DAĐT.

**** Về hồ sơ pháp lý***

TCT đánh giá hồ sơ pháp lý trên hai khía cạnh: (1) việc tuân thủ các quy định của Nhà nước về đầu tư và (2) việc tuân thủ các quy định riêng của TCT về phân cấp và thực hiện các dự án. Báo cáo đã chỉ ra:

- *Theo các quy định của Nhà nước*: Các dự án cơ bản thực hiện đầy đủ, đúng các quy định của Nhà nước về đầu tư nói chung và đầu tư các dự án thủy điện nói riêng.
- *Theo các quy định của TCT*: Hầu hết các quyết định phê duyệt để thực hiện dự án như phê duyệt: DAĐT; thiết kế; TMĐT hiệu chỉnh; kế hoạch đấu thầu ... đều thực hiện đúng theo các quy định của TCT. Riêng dự án Krông Kma: Người đại điện phần vốn của TCT tại DAĐT Đầu tư Phát triển Sông Đà không báo cáo TCT xin thông qua

DAĐT, thiết kế kỹ thuật và tổng dự toán; còn các quyết định phê duyệt khác để thực hiện dự án (Phê duyệt: chủ trương đầu tư; kế hoạch đấu thầu; lựa chọn nhà thầu; TMĐT hiệu chỉnh; ), đều thực hiện đúng theo các quy định của TCT.

**** Về công tác đấu thầu và các nhà thầu***

Trong báo cáo, các đơn vị không phản ảnh thực tế lựa chọn nhà thầu với kế hoạch đấu thầu được phê duyệt. Tuy nhiên, theo báo cáo về danh mục các nhà thầu của các dự án, công tác xây lắp chủ yếu do các đơn vị trong TCT thực hiện với tỷ lệ (%) như sau:

- Các đơn vị trong TCT và các cổ đông của dự án: Thực hiện phần lớn công tác xây lắp, chiếm là 89,78%, trong đó:

+ Lớn nhất là dự án Nà Lơi (100%), Nậm Mu (100%) và Sê San 3A (100%).

+ Nhỏ nhất là dự án Nậm Khánh (58,34%) và Hương Sơn (64,98%).

- Các nhà thầu khác: Thực hiện chiếm 10,22%, trong đó, lớn nhất là dự án Nậm Khánh (41,66%) và Hương Sơn (35,02%) và nhỏ nhất là các dự án Nà Lơi, Nậm Mu và Sê San 3A đều là 0%.

*Điều này cho thấy, hoạt động đầu tư vào các dự án thủy điện của TCT là một chiến lược tích hợp tiến đúng đắn khi đã tạo ra môi trường thuận lợi để phát huy năng lực mạnh và toàn diện của TCT về lĩnh vực xây dựng thủy điện.*

**** Về tổng mức đầu tư*:**

Tỷ lệ TMĐT thực tế/TMĐT theo quyết định phê duyệt dự án ban đầu bình quân của cả 13 dự án là 1,15 lần, trong đó:

- Cao nhất là dự án Sử Pán 2: 1,85 lần; Thấp nhất là dự án Nà Lơi: 0,9 lần.

- Có 05 dự án có TMĐT thực tế thấp hơn hoặc bằng TMĐT được duyệt ban đầu (Nà Lơi, Thác Trắng, Nậm Mu, Cần Đơn và Sê San 3A).

- Còn lại 08 dự án có TMĐT thực tế cao hơn TMĐT được duyệt ban đầu.

*Như vậy, xét về tổng thể, TMĐT của các dự án thủy điện đã được hoạch định khá sát với thực tế. Các trường hợp dự án có TMĐT thực tế cao hơn mức được duyệt ban đầu chủ yếu là do thực hiện chậm tiến độ khiến mức đầu tư cao hơn so với dự toán ban*

*đầu.*

**** Về các chi phí***

- *Về lãi vay*: Tỷ lệ chi phí lãi vay thực tế/lãi vay theo quyết định phê duyệt dự án ban đầu: Bình quân cả 13 dự án là 1,43 lần, trong đó:

+ Cao nhất là dự án Sử Pán 2: 4,55 lần; Thấp nhất là dự án Nà Lơi: 0,57 lần.

+ Có 04 dự án (Nà Lơi, Thác Trắng, Ry Ninh II và Sê San 3A) có lãi vay thực tế thấp hơn hoặc bằng lãi vay được tính trong TMĐT được duyệt ban đầu.

+ Còn lại 09 dự án đều có lãi vay thực tế cao hơn lãi vay tính trong TMĐT được duyệt ban đầu.

- *Về chi phí quản lý dự án:* Tỷ lệ chi phí quản lý dự án thực tế/chi phí quản lý dự án trong TMĐT được duyệt ban đầu: Bình quân cả 6 dự án là 2,1 lần (7 dự án không tách riêng chi phí này), chi phí quản lý dự án thực tế của tất cả các dự án đều vượt so với được duyệt ban đầu, trong đó:

+ Cao nhất là dự án Hương Sơn: 14,23 lần.

+ Thấp nhất là dự án Sê San 3A: 1,04 lần.

- *Về chi phí tư vấn dự án:* Tỷ lệ chi phí tư vấn dự án thực tế/chi phí tư vấn dự án trong TMĐT được duyệt ban đầu: Bình quân cả 6 dự án là 1,18 lần (7 dự án không tách riêng chi phí này), trong đó:

+ Cao nhất là dự án Hương Sơn 2,45 lần; thấp nhất là dự án Sê San 3A: 0,84 lần.

+ Có 02 dự án (Sê San 3A và Krông Kmar) có chi phí tư vấn thực tế thấp hơn chi phí tư vấn được tính trong TMĐT được duyệt ban đầu.

+ Còn lại 04 dự án có chi phí tư vấn thực tế cao hơn chi phí tư vấn được tính trong TMĐT được duyệt ban đầu.

*** Về các thông số chính của dự án**

So sánh thực thế với quyết định phê duyệt ban đầu của 13 dự án, chỉ có công suất lắp máy là không thay đổi, còn các thông số chính khác đều thay đổi như sau:

- Tỷ lệ suất đầu tư thực tế/suất đầu tư theo quyết định phê duyệt dự án ban đầu: Bình quân cả 13 dự án là 1,15 lần (20,26/17,61 tỷ đồng/MW); Trong đó:

+ Cao nhất là dự án Sử Pán 2: 1,85 lần (35,86/19,35 tỷ đồng); Thấp nhất là dự án Nà Lơi: 0,90 lần (14,32/15,84 tỷ đồng).

+ Có 05 dự án có suất đầu tư thực tế thấp hơn suất đầu tư được phê duyệt ban đầu (Nà Lơi, Thác Trắng, Nậm Mu, Cần Đơn và Sê San 3A.

+ Còn lại 08 dự án có suất đầu tư thực tế cao hơn suất đầu tư được phê duyệt ban đầu.

- Tỷ lệ sản lượng điện thực tế trung bình nhiều năm năm (từ khi vận hành đến nay)/Điện năng trung bình năm theo quyết định phê duyệt dự án ban đầu: Bình quân cả 13 dự án đạt 95%, trong đó:

+ Cao nhất là dự án Krông Kmar: 146% (77,55 triệu kWh / 53,20 triệu kWh);

+ Thấp nhất là dự án Nậm An: 48% (12,15 triệu kWh / 25,38 triệu kWh).

- Tỷ lệ giá bán điện thực tế trung bình nhiều năm (từ khi vận hành đến nay)/Giá bán điện theo quyết định phê duyệt dự án ban đầu: Bình quân cả 13 dự án là 1,08 lần; trong đó:

+ Cao nhất là dự án Nậm Mu (1,36 lần) và DA Nậm Ngần (1,36 lần);

+ Thấp nhất là dự án Thác Trắng: 0,90 lần.

*- Hiệu quả của dự án:*

+ Thay đổi theo chiều hướng tốt hơn, dự án có hiệu quả và hiệu quả cao: Có 07 dự án (Nà Lơi, Thác Trắng, Nậm Mu, Ry Ninh II, Cần Đơn, Sê San 3A và Krông Kmar).

+ Thay đổi theo chiều hướng xấu, dự án có hiệu quả thấp hoặc không có hiệu quả: Có 6 dự án (Nậm Ngần, Nậm Khánh, Nậm An, Sông Chảy 5, Hương Sơn và Sử Pán 2).

*** Đánh giá chung về quá trình thẩm định và thực hiện các dự án thủy điện**

***Giai đoạn chuẩn bị và thực hiện đầu tư xây dựng dự án:***

- Về hồ sơ pháp lý: Cơ bản các dự án đều thực hiện đầy đủ các thủ tục, hồ sơ pháp lý theo quy định của Nhà nước và của TCT.

- Về TMĐT và một số chi phí chính của các dự án: TMĐT của 08 dự án và

một số chi phí chính thực tế của 13 dự án lớn hơn quyết định phê duyệt ban đầu (như đã

nêu ở phần trên), tỷ lệ và nguyên nhân tăng của một số chi phí chính trong TMĐT như sau:

- *Chi phí xây dựng* tăng nhiều nhất là 1,82 lần (DA Nậm Ngần) và nhỏ nhất là 0,73 lần (DA Thác Trắng); Nguyên nhân tăng do:

+ Phát sinh khối lượng do các nguyên nhân như địa chất, hiệu chỉnh thiết kế, thiên tai...mà khi thẩm định chưa dự tính đầy đủ hoặc không thể lường trước được.

+ Điều chỉnh đơn giá (nhiên liệu, vật liệu và nhân công) theo thời điểm thi công thực tế đối với các khối lượng xây, lắp thi công khác với tiến độ được duyệt ban đầu hoặc chậm tiến độ.

- *Chi phí thiết bị* tăng nhiều nhất là 1,62 lần (dự án Sử Pán 2) và nhỏ nhất là 0,66 lần (DA Nậm Mu). Nguyên nhân tăng do tỷ giá VNĐ/USD thực tế tại các thời điểm thanh toán thay đổi tăng so với thời điểm phê duyệt dự án.

- *Chi phí quản lý dự án* tăng nhiều nhất là 14,23 lần (dự án Hương Sơn) và nhỏ nhất là 1,04 lần (dự án Sê San 3A); Nguyên nhân tăng do:

+ Thời gian thi công của các dự án kéo dài so với tiến độ thi công được phê duyệt ban đầu.

+ Thay đổi cơ sở xác định chi phí quản lý dự án: Trong TMĐT được phê duyệt ban đầu của các dự án, chi phí quản lý dự án được xác định theo tỷ lệ (%) chi phí xây dựng và thiết bị (theo công văn số 1751/BXD-VP hoặc quyết định số 957/QĐ-BXD của Bộ Xây dựng); Nhưng thực tế, chi phí này lại được xác định trên cơ sở lập và phê duyệt dự toán chi phí hàng năm.

- *Chi phí tư vấn dự án* tăng nhiều nhất là 2,45 lần (dự án Hương Sơn) và nhỏ nhất là 0,84 lần (dự án Sê San 3A); Nguyên nhân tăng do:

+ Giá trị xây dựng và thiết bị của dự án thay đổi tăng.

+ Thay đổi về tỷ lệ (%): Mặc dù trong TMĐT được phê duyệt ban đầu và thực tế của các dự án đều áp dụng theo công văn số 1751/BXD-VP hoặc quyết định số 957/QĐ-BXD của Bộ Xây dựng, nhưng: Trong TMĐT ban đầu, mức tỷ lệ % được xác định trên cơ sở tổng giá trị xây dựng của công trình; Trong thực tế thanh toán mức tỷ

lệ % lại được xác định trên cơ sở giá trị xây dựng của các hạng mục công trình (giá trị XD càng nhỏ thì tỷ lệ % càng lớn).

- *Chi phí lãi vay* nhiều nhất là 4,55 lần (dự án Sử Pán 2) và nhỏ nhất là 0,57 lần (dự án Nà Lơi); Nguyên nhân tăng do:

+ Thời gian thi công của các dự án kéo dài so với tiến độ thi công được phê duyệt ban đầu.

+ Trong thời gian thi công (đặc biệt từ năm 2009 - 2013) lãi suất vốn vay thực tế của các tổ chức tín dụng từ 15-18%, chi phí biên không nhỏ hơn 3,6%, cao hơn nhiều so với dự tính ban đầu.

***Giai đoạn vận hành dự án:***

- *Sản lượng điện năng:* Tỷ lệ sản lượng điện thực tế trung bình nhiều năm từ khi vận hành đến nay/Điện năng trung bình năm (Eo) theo quyết định phê duyệt dự án ban đầu của 13 dự án như sau:

- Vượt thiết kế: Có 05 dự án (Nà Lơi: 108%, Nậm Mu: 112%, Cần Đơn: 116%, Ry Ninh II: 134% và Krông Kmar: 146%).

- Nhỏ hơn thiết kế: có 08 dự án (Thác Trắng: 92%, Nậm An: 48%, Nậm Khánh: 58%, Nậm Ngần: 82%, Sử Pán 2: 89%, Sông Chảy 5: 71%, Hương Sơn: 70%, Sê San 3A: 88%). Trong 08 dự án này:

+ Sản lượng điện năng thực tế có năm thấp, có năm bằng hoặc vượt sản lượng thiết kế: Có 03 dự án, đó là Thác Trắng, Sê San 3A và Sử Pán 2.

+ Chưa có năm nào đạt hoặc vượt sản lượng thiết kế: Có 05 dự án, đó là: Nậm Ngần, Nậm Khánh, Nậm An, Sông Chảy 5 và Hương Sơn. So với thiết kế, sản lượng thực tế năm cao nhất của các dự án này như sau: Nậm Ngần: 97% (2012) Nậm Khánh: 63% (2013) Nậm An: 73% (2013) Sông Chảy 5: 83% (2013), Hương Sơn: 78% (2013).

*- Giá bán điện:*

* Trong 13 dự án, có 03 dự án có giá bán điện trong hợp đồng tính theo USD và không đổi trong 20 đến 25 năm, đó là: Nà Lơi (4,2 UScen trong 25 năm), Cần Đơn

(4,5 UScen trong 25 năm) và Ry Ninh II (4,1 UScen trong 20 năm). Còn lại 10 dự án có giá bán điện theo hợp đồng hàng năm.

* So với biểu giá tránh được năm 2013 và 2014 là 983 đ/kWh (theo 09/QĐ-ĐTĐL ngày 27/3/2013 và 22/QĐ-ĐTĐL ngày 02/4/2014), giá bán điện bình quân thực tế năm 2013 của các dự án thủy điện vừa và nhỏ hiện đang ký hợp đồng hàng năm như sau:

+ Cao hơn: Có 03 dự án, đó là: Nậm An (1.021,62 đ/kWh - đạt 103,9%), Nậm Ngần (1.034,12 đ/kWh - đạt 105,2%), Nậm Khánh (1.098,39 đ/kWh - đạt 111,7%).

+ Thấp hơn: Có 06 dự án, đó là: Thác Trắng (865,7 đ/kWh - đạt 88,1%), Nậm Mu (972,4 đ/kWh - đạt 98,9%), Sử Pán 2 (810,3 đ/kWh - đạt 82,4%),
Sông Chảy 5 (878,9 đ/kWh - đạt 89,4%), Hương Sơn (804,5 đ/kWh - đạt 81,8%), Krông Kmar (705,97 đ/kWh - đạt 71,8%).

**Hiệu quả của dự án:**

- Từ năm 2014 trở đi, nếu tiếp tục vận hành nhà máy với sản lượng điện năng và giá bán điện bình quân hàng năm bằng sản lượng điện năng và giá bán bình quân nhiều năm từ khi vận hành dự án đến nay, cộng với lãi suất vốn vay là 12%/năm, thì có 06 dự án không thể thu hồi được vốn, đó là: Nậm Ngần, Nậm Khánh, Nậm An, Sông Chảy 5, Sử Pán 2 và Hương Sơn.

- Từ năm 2014 trở đi, nếu tiếp tục vận hành nhà máy với sản lượng điện năng bằng sản lượng thiết kế, lãi suất vốn vay là 12%/năm, giá bán điện bình quân hàng năm không đổi và bằng giá bán bình quân năm 2013, hoặc năm sau tăng 3% so với năm trước liền kề, thì hiệu quả của các dự án được tính toán tại ***Bảng 2.16: Tổng hợp kết quả đánh giá sau đầu tư các dự án của Tổng công ty Sông Đà.***

- Dự án thủy điện Nậm An: Nếu từ năm 2014 trở đi giá bán điện không đổi và bằng giá bán điên bình quân năm 2013 là 1.021,62 đ/kWh (bằng 103,9% giá bán điện bình quân theo biểu giá tránh được), để dự án có hiệu quả và thu hồi được vốn, sản lượng điện năng hàng năm tối thiểu phải đạt 116% thiết kế.

- Dự án thủy điện Sông Chảy 5: Nếu từ năm 2014 trở đi giá bán điện không

đổi và bằng giá bán điên bình quân năm 2013 là 878,85 đ/kWh (bằng 89,4% giá bán điện

bình quân theo biểu giá tránh được), để dự án có hiệu quả và thu hồi được vốn, sản lượng điện năng hàng năm tối thiểu phải đạt 119% thiết kế.

- Dự án thủy điện Hương Sơn: Nếu từ năm 2014 trở đi giá bán điện không đổi và bằng giá bán điên bình quân năm 2013 là 804,52 đ/kWh (bằng 81,8% giá bán điện bình quân theo biểu giá tránh được), để dự án có hiệu quả và thu hồi được vốn, sản lượng điện năng hàng năm tối thiểu phải đạt 127% thiết kế.

- Dự án thủy điện Sử Pán 2: Nếu từ năm 2014 trở đi giá bán điện không đổi và bằng giá bán điên bình quân năm 2013 là 810,32 đ/kWh, để dự án có hiệu quả và thu hồi được vốn, sản lượng điện năng hàng năm tối thiểu phải đạt 170% thiết kế; Nếu giá bán điện bình quân năm sau tăng 3% so với năm trước liền kề, để dự án có hiệu quả và thu hồi được vốn, sản lượng điện năng hàng năm tối thiểu phải đạt 127% thiết kế. Nếu từ năm 2014 trở đi, sản lượng điện năng hàng năm bằng sản lượng thiết kế; với giá bán điện không thay đổi, để dự án có hiệu quả và thu hồi được vốn, thì giá bán điện bình quân tối thiểu phải đạt 1.350 đ/kWh; Nếu giá bán điện bình quân năm sau tăng 3% so với năm trước liền kề, để dự án có hiệu quả và thu hồi được vốn, thì giá bán điện bình quân tối thiểu phải đạt 1.050đ/kWh.

- Dự án thủy điện Nậm Khánh: Hiệu quả nêu trên của dự án được tính theo cơ cấu nguồn vốn thực tế của dự án: Vốn tự có chiếm 49,9%; Vốn vay chiếm 50,1% với lãi suất 12%/năm. Nếu cơ cấu nguồn vốn như dự án lập là: nguồn vốn tự có 30%, vốn vay chiếm 70% và lãi suất vốn vay 12%/năm như các dự án khác thì:

+ Trường hợp giá bán điện bình quân năm không đổi và bằng giá năm 2013 là 1.098,4 đ/kWh; Nếu sản lượng điện năng hàng năm bằng sản lượng thiết kế thì dự án không thể thu hồi được vốn. Để dự án có hiệu quả và thu hồi được vốn, sản lượng điện năng hàng năm tối thiểu phát đạt 114% thiết kế (thực tế sản lượng bình quân mới đạt 57,8% thiết kế).

+ Trường hợp giá bán điện năm sau tăng 3% so với năm trước liền kề, để dự án có hiệu quả và thu hồi được vốn, sản lượng điện năng hàng năm tối thiểu phải đạt 91% thiết kế.

**Đánh giá về hoạt động thẩm định và thực hiện dự án đầu tư**

- Công tác quản lý và thực hiện đầu tư: Cơ bản các dự án đều thực hiện tốt, chỉ có 2 dư án là Hương Sơn và Sử Pán 2 thực hiện chưa tốt.
- Công tác vận hành khai thác dự án: Trong tổng số 13 dự án đang vận hành khai thác, có 05 dự án (Nậm Khánh, Nậm An, Sử Pán 2, Sông Chảy 5 và Hương Sơn) mới đưa vào vận hành từ >1-:- 3 năm, nên sản lượng điện năng chưa đạt thiết kế.
- Hiệu quả của các dự án: Có 08 dự án đảm bảo hiệu quả (Nà Lơi, Thác Trắng, Nậm Mu, Nậm Ngần, Ry Ninh II, Cần Đơn, Sê San 3A và Krông Kmar), có 04 dự án chưa đảm bảo hiệu quả (Nậm Khánh, Nậm An, Sông Chảy 5, Hương Sơn), Có 01 dự án không hiệu quả (Sử Pán 2).

***Kiến nghị được đề xuất:***

- Các chủ đầu tư cần nghiên cứu giải pháp và tổ chức vận hành sao cho sử dụng tối đa giờ cao điểm để đạt được giá bán điện bình quân cao nhất.
- Chủ đầu tư của 03 dự án (Sông Chảy 5, Hương Sơn, Sử Pán 2) cần làm việc với EVN để điều chỉnh lại giá điện.
- Chủ đầu tư của 03 dự án (Nậm Khánh, Nậm An và Sử Pán 2) cần nghiên cứu phương án thoái vốn, chuyển nhượng dự án.

**** Xem xét lại dự án và thoái vốn khỏi các dự án kém hiệu quả***

Sự kém hiệu quả của hàng loạt DAĐT và việc thiếu hụt dòng tiền khiến cho TCT phải xem xét cân nhắc khả năng tiếp tục hay thoái vốn khỏi dự án. Thông qua việc đánh giá lại toàn bộ thực trạng hiện tại, TCT đã quyết định thoái vốn khỏi các dự án sau: dự án Xi măng Hạ Long, dự án Thủy điện Nậm Chiến, dự án Thủy điện Bình Điền ….

**** Những điều chỉnh lại chiến lược thông qua tái cấu trúc:***

Những hoạt động đầu tư mang lại hiệu quả thấp trong thời gian qua gắn với đầu tư dàn trải và đẩy hệ số nợ tăng quá cao, mất cân đối tài chính lớn đã đặt ra áp lực lớn buộc TCT phải xem xét lại chiến lược phát triển. Nhằm đảm bảo việc tái hoạch định chiến lược khoa học và bài bản, TCT đã thuê hãng tư vấn Mckinsey tham gia hoạch định chương trình tái cấu trúc.

**2.2.6. Một số nội dung khác liên quan đến công tác thẩm định tài chính án đầu tư của Tổng công ty**

Tất cả các DAĐT của TCT và các ĐVTV làm chủ đầu tư như đã nêu tại mục 2.1.5 phần 2.1 chương này đều được TCT và các ĐVTV tổ chức thẩm định dự án và thẩm định tài chính dự án trước khi trình cấp có thẩm quyền phê duyệt đầu tư nên 100% các DAĐT sau khi được TCT thông qua hoặc phê duyệt đều được tổ chức thực hiện đầu tư.

Về thời gian thẩm định: Theo quy định của TCT Sông Đà tại Quy chế phân cấp quản lý hoạt động đầu tư và đấu thầu lựa chọn nhà thầu thực hiện DAĐT ban hành theo Quyết định số 329/TCT-HĐTV ngày 26/8/2013 của HĐTV TCT thì thời gian thẩm định, kiểm tra để phê duyệt hoặc thông qua như sau: Ngay sau khi Chủ đầu tư hoặc Người đại diện phần vốn nhận được đầy đủ hồ sơ hợp lệ của dự án thì đồng thời phải báo cáo ngay TCT để cùng thực hiện việc thẩm định, kiểm tra dự án. Thời gian thẩm định, kiểm tra được tính từ ngày TCT nhận được đầy đủ hồ sơ hợp lệ của Chủ đầu tư hoặc Người đại diện phần vốn phù hợp với quy định của pháp luật hiện hành. Cụ thể như sau:

- Thời gian thẩm tra phê duyệt hoặc thông qua chủ trương đầu tư: không quá 20 ngày làm việc.
- Thời gian thẩm định, kiểm tra phê duyệt hoặc thông qua dự án áp dụng theo quy định tại Khoản 7, Điều 10, Nghị định số 12/2009/NĐ-CP ngày 12/02/2009 về quản lý đầu tư công trình của Chính phủ, cụ thể:

+ Đối với DAĐT xây dựng thuộc nhóm A và các dự án khác (không phải là DAĐT xây dựng) có TMĐT trên 500 tỷ đồng: Thời gian thẩm định không quá 40 ngày làm việc.

+ Đối với DAĐT xây dựng thuộc nhóm B và các dự án khác (không phải là DAĐT xây dựng) có tổng mức đầu tư từ 75 tỷ đồng đến 500 tỷ đồng: Thời gian thẩm định không quá 30 ngày làm việc.

+ Đối với DAĐT xây dựng thuộc nhóm C và các dự án khác (không phải là DAĐT xây dựng) có TMĐT dưới 75 tỷ đồng: Thời gian thẩm định không quá 20 ngày làm việc.

Như vậy, chúng ta thấy thời gian thẩm định tài chính DAĐT nói riêng và thẩm định toàn bộ DAĐT nói chung của TCT tuân thủ theo quy định của Nhà nước. Thực tế cho thấy, các dự án đầu tư khi được các đơn vị trình lên để TCT thẩm tra đều đã được các đơn vị chuẩn bị đầy đủ hồ sơ theo quy định nên thời gian thẩm tra của TCT được thực hiện theo đúng quy định của Nhà nước và của TCT vì TCT Sông Đà là đơn vị do Nhà nước sở hữu 100% vốn điều lệ.

Về phí thẩm định: Về nguyên tắc TCT phải thực hiện theo quy định của Nhà nước, cụ thể là thực hiện thu theo quy định tại Nghị định số 12/2009/NĐ-CP ngày 12/02/2009 về quản lý đầu tư công trình của Chính phủ và Thông tư số 176/2011/TT-BTC ngày 06/12/2011 hướng dẫn chế độ thu, nộp và quản lý sử dụng phí thẩm định DAĐT xây dựng. Đối tượng phải nộp phí thẩm định DAĐT xây dựng là chủ đầu tư của DAĐT xây dựng công trình được quy định tại Nghị định số 83/2009/NĐ-CP ngày 15/10/2009 và Nghị định số 12/2009/NĐ-CP ngày 10/02/2009 của Chính phủ về quản lý DAĐT xây dựng công trình; Nghị định số 02/2006/NĐ-CP ngày 05/01/2006 của Chính phủ về việc ban hành quy chế khu đô thị mới. Căn cứ xác định số tiền phí thẩm định DAĐT xây dựng phải thu là TMĐT được duyệt và mức thu, cụ thể như sau:

*Phí thẩm định dự án đầu tư xây dựng* = *Tổng mức đầu tư được phê duyệt* x *Mức thu*

Trường hợp nhóm công trình có giá trị nằm giữa các khoảng giá trị công trình ghi trên biểu mức thu thì phí thẩm định đầu tư phải thu được tính theo phương pháp nội suy, trong đó mức thu theo tổng vốn đầu tư dự án được quy định tại biểu mức thu phí ban hành kèm theo Thông tư nêu trên nhưng được khống chế tối đa như sau: Phí thẩm định DAĐT xây dựng phải thu tối đa không quá 150.000.000 (Một trăm năm mươi triệu)

đồng/dự án. Trường hợp đặc biệt, Bộ Xây dựng có đề án đề nghị Bộ Tài chính xem xét, quyết định số tiền phí thẩm định DAĐT xây dựng phải thu đối với từng dự án cụ thể.

Thực tế tại TCT Sông Đà khi thẩm tra DAĐT đã không thu phí thẩm định vì bộ máy làm công tác thẩm định của TCT chính là các phòng ban chuyên môn của TCT nên chi phí nhân công thẩm định đã được TCT trả qua lương hàng tháng, các chi phí khác phục vụ thẩm định đã được tính vào chi phí quản lý thường xuyên của TCT mà nguồn để thanh toán các chi phí này đã được TCT thu từ cổ tức của các ĐVTV là chủ đầu tư dự án nộp lên hàng năm.

## 2.3.NHẬN XÉT VỀ CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN CỦA TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ

### 2.3.1. Đánh giá chung về công tác đầu tư dự án

- Hầu hết các dự án đều phải điều chỉnh TMĐT nhiều lần và đều tăng TMĐT đáng kể so với TMĐT ban đầu; tiến độ triển khai dự án thường kéo dài hơn nhiều so với tiến độ đã được phê duyệt.
- Trong quá trình triển khai dự án thường có nhiều sự thay đổi như: thay đổi về nhân sự, thay đổi về tỷ lệ góp vốn của các cổ đông, thay đổi công tác thiết kế một số hạng mục công trình cho phù hợp điều kiện địa chất, địa hình thực tế của khu vực, thay đổi về nhà thầu thi công và thầu giám sát thi công, thay đổi chủ thể đầu tư;
- Công tác đầu tư xây dựng thực tế các dự án thường kéo dài so với kế hoạch đề ra ban đầu dẫn tới việc phải hiệu chỉnh TMĐT và tổng dự toán công trình làm tăng chi phí quản lý, chi phí lãi vay và chi phí xây dựng dẫn đến khó khăn trong quá trình vận hành sản xuất.
- Công trình, đặc biệt là các công trình nhà máy thủy điện nằm tại vùng rừng núi, vùng sâu vùng xa điều kiện giao thông khó khăn, địa hình phức tạp, khí hậu khắc nghiệt công tác phục vụ thi công như điều động nhân lực, máy móc thiết bị, nguyên nhiên vật liệu, vật liệu nổ... phải thực hiện trong thời gian dài dẫn đến công tác vận chuyển khó khăn và tốn kém về thời gian, chi phí.
- Một số dự án có sự chuyển tiếp qua nhiều lãnh đạo đơn vị (chủ đầu tư dự án, nhà thầu) kéo theo sự thay đổi lớn về nhân sự, việc lưu trữ hồ sơ, thất lạc và thiếu sót một số hồ sơ, văn bản pháp lý ảnh hưởng đến công tác quyết toán dự án hoàn thành.

- Nhiều nhà thầu không đủ năng lực thi công và chưa thật sự nhiệt tình với công việc dẫn đến tiến độ thi công kéo dài, chủ đầu tư phải ký kết thêm với nhiều nhà thầu để đáp ứng công việc. Việc thay đổi nhà thầu cũng dẫn đến số hợp đồng, các thủ tục pháp lý tăng lên đáng kể.
- Kế hoạch tín dụng của chủ đầu tư thường bị vỡ do thay đổi cơ vốn góp của các cổ đông (vốn tự có), lệ thuộc nhiều vào vốn vay thương mại (áp lực vay vốn, lãi suất, khó khăn trong tiếp cận vốn).
- Thay đổi về chế độ chính sách của nhà nước về chế độ tiền lương, các khoản phụ cấp...
- Quy mô đầu tư dự án cơ bản đảm bảo theo thiết kế, tuy nhiên SXKD hầu hết các dự án không đạt như kế hoạch đề ra đặc biệt là các dự án sản xuất công nghiệp (xi măng Hạ Long, Phôi thép hải Phòng, xi măng Sông Đà).

- Khối lượng và chất lượng công trình: Các công trình hoàn thành về cơ bản đáp ứng đúng theo yêu cầu kỹ thuật và các tiêu chuẩn của nhà nước, công tác thi công được thực hiện theo hồ sơ thiết kế được duyệt.

**2.3.2. Ưu điểm trong công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư**

***Về chiến lược đầu tư***

Nhiều khoản đầu tư được thực hiện thành công theo chiến lược tích hợp dọc đã từng bước giúp TCT hoàn chỉnh chuỗi giá trị trong ngành xây dựng, từ sản xuất vật liệu xây dựng đến xây dựng và đầu tư sở hữu sản phẩm đầu ra của ngành xây dựng (công trình thủy điện, bất động sản, hạ tầng giao thông), từ đó cung cấp các giải pháp chọn gói trong xây dựng.

***Về quy trình thẩm định và thực hiện dự án***

TCT đã chú trọng và có các chương trình tuyển dụng, đào tạo nhằm nâng cao chất lượng nguồn nhân lực thẩm định tài chính dự án đầu tư. Bên cạnh đó, TCT đã ban hành quy chế đầu tư và phân cấp đầu tư, hoàn thiện quy trình và hướng dẫn chi tiết trong thẩm định dự án. Bên cạnh đó, việc lập và thẩm định dự án được hỗ trợ tích cực nhờ ứng dụng công nghệ thông tin. Các chỉ tiêu tài chính của dự án được tính toán khoa học, có

ứng dụng công nghệ thông tin, phần mềm Excel trong việc giải quyết các

khối lượng tính toán. Các tính toán được phản ánh khoa học, chính xác, đảm bảo cung cấp thông tin một cách khoa học và kịp thời cho việc ra quyết định quản trị điều hành.

***Về mặt kỹ thuật tính toán***

- *Đa số các thông số đưa vào phương án tài chính của dự án có căn cứ khoa học và thực tiễn*. Các thông số về cơ bản là bám sát các quy định của Nhà nước trong việc lập và thẩm định dự án đầu tư, tình hình thực tế của thị trường tài chính tại thời điểm lập dự án. Các căn cứ được đảm bảo có độ tin cậy cao, có cơ sở khoa học và thực tiễn, đã tính đến những yếu tố thuộc về đặc thù riêng của từng DAĐT. Việc lập và thẩm định DAĐT cơ bản phù hợp với quá trình triển khai trên thực tế, gắn với một lĩnh vực đầu tư mà TCT có thế mạnh và có nhiều kinh nghiệm đó là đầu tư thủy điện.

- *Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả phù hợp với thông lệ quốc tế, sử dụng kết hợp các chỉ tiêu thẩm định nhằm đưa ra những thẩm định toàn diện hiệu quả tài chính dự án*. Các chỉ tiêu đo lường hiệu quả thường được sử dụng là thời gian hoàn vốn đầu tư, giá trị hiện tại thuần, tỷ suất doanh lợi nội bộ… Đây là các chỉ tiêu được sử dụng phổ biến trong thẩm định tài chính dự án ở các nước trên thế giới. Bên cạnh đó, các phương pháp thẩm định tuân thủ nguyên tắc giá trị thời gian của tiền khi các phương pháp chủ đạo sử dụng trong thẩm định các dự án của TCT đều dựa trên dòng tiền chiết khấu như phương pháp NPV, IRR, B/C hay DPP.

- *Hoạt động kiểm toán sau đầu tư của TCT được chú trọng thực hiện thường xuyên* nhằm đánh giá kết quả hoạt động của dự án so với khi thẩm định, đúc rút kinh nghiệm và đề xuất những giải pháp cải tiến chất lượng công tác thẩm định trong tương lai, kiến nghị phương án xử lý với các dự án kém hiệu quả. Điều này phù hợp với bài học kinh nghiệm rút ra trong Chương I.

### 2.3.3. Hạn chế còn tồn tại trong công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư của Tổng công ty Sông Đà

#### *2.3.3.1. Về thẩm định tổng mức đầu tư và nguồn tài trợ của dự án*

*Về mặt chiến lược đầu tư dài hạn*

- Trong lập kế hoạch chiến lược, TCT chưa thực sự coi trọng cân đối TMĐT

tổng thể, dẫn đến việc các kế hoạch đầu tư thiếu đi cơ sở thực tiễn về nguồn lực tài

chính có thể đảm bảo. TCT chưa ứng dụng kỹ thuật lựa chọn dự án trong điều kiện giới hạn ngân sách vốn đầu tư dẫn đến tình hình tăng trưởng nóng, đầu tư quá mức, tình hình tài chính cho dự án thường xuyên căng thẳng, thiếu vốn diễn ra phổ biến và nhiều dự án của TCT chậm tiến độ.

- Mô hình kinh doanh quá nhiều công ty thành viên và các công ty thành viên phần lớn đều kinh doanh đa ngành, chưa hình thành các đơn vị kinh doanh chiến lược (SBU) theo từng ngành chuyên môn hóa. Chính vì vậy, TCT không thể kiểm soát chính xác được vốn đầu tư phân bổ cho từng lĩnh vực kinh doanh. TCT cũng chưa ứng dụng công cụ quản trị hiện đại là thẻ điểm cân bằng (Balanced Scorecard) trong việc đo lường chiến lược và triển khai chiến lược. Việc thiếu khảo sát thường xuyên đánh giá của khách hàng, người lao động và các quy trình nội bộ khiến TCT không nhận thức được rõ ràng những điểm yếu chiến lược cần tập trung cải thiện.

- Tư duy coi trọng quy mô và hiệu quả kinh tế - xã hội vĩ mô hơn hiệu quả tài chính: Tư duy coi trọng quy mô hơn hiệu quả và việc nôn nóng nhằm mau chóng phát triển thành những tập đoàn lớn đã khiến TCT trải qua một quá trình tăng trưởng nóng với quy mô tài sản tăng lên rất lớn nhưng tỷ suất lợi nhuận ngày càng giảm sút và mất cân đối tài chính lớn.

*Về cơ chế thẩm định dự án*

Cơ chế đánh giá DAĐT thông qua Hội đồng thẩm định và HĐTV đối với từng dự án gặp phải hạn chế khi không xử lý triển để vấn đề giới hạn ngân sách vốn đầu tư. Điều này dẫn đến những hệ quả tiềm ẩn với an toàn tài chính của TCT đó là:

+ Không giải quyết tốt tình trạng ràng buộc hạn chế đầu tư: TCT thẩm định các DAĐT phần lớn trên giả định sai rằng các DAĐT là độc lập và dự án nào có NPV dương phần lớn được lựa chọn. Trên thực tế, do giới hạn ngân sách vốn đầu tư nên các dự án này không hoàn toàn độc lập với nhau. Việc lựa chọn thứ tự ưu tiên các DAĐT đã không được chú trọng, thay vào đó là tư duy chấp nhận đầu tư dàn trải.

+ Việc xem xét và phê duyệt kế hoạch đầu tư của các công ty thành viên mà không coi trọng đúng mức khả năng cân đối dòng tiền tổng thể và khả năng đáp ứng nhu

cầu đầu tư đã dẫn đến tình trạng thiếu vốn và chậm tiến độ kinh niên tại TCT.

+ Chế độ thưởng phạt chưa rõ ràng, không gắn chặt với hiệu quả đầu tư và chế độ trách nhiệm tập thể trong ra quyết định đầu tư, chưa thực sự gắn với trách nhiệm cá nhân đã không tạo ra được động lực và sức ép đủ lớn buộc các chủ thể chịu trách nhiệm phải thận trọng và quyết liệt trong việc thẩm định và ra quyết định đầu tư. Chính vì vậy, điều này không khuyến khích sự thẩm định dự án thận trọng và hiệu quả. Bên cạnh đó, hoạt động kiểm tra giám sát các công ty thành viên trong quá trình thẩm định và triển khai DAĐT chưa được coi trọng đúng mức và còn chưa thực sự hiệu quả. Ngoài ra, cơ chế ra quyết định đầu tư tập trung hóa cao độ tại văn phòng công ty mẹ không khuyến khích sự tự chủ và tự chịu trách nhiệm đối với các công ty thành viên.

*Nguồn tài trợ vốn của dự án*

Chính sách tài trợ nhiều dự án chưa hợp lý, tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong nhiều dự án quá thấp, lại thường xuyên không được góp đúng tiến độ so với dự kiến ban đầu khiến nhiều dự án lớn bị đình trệ trong một thời gian dài và chậm phát huy hiệu quả. Bên cạnh đó, tồn tại những giả định sai lầm khi đầu tư dàn trải. Các dự án đầu tư được giả định rằng nếu tình hình không thuận lợi, TCT có thể tìm được đối tác để chuyển nhượng dự án với giá hợp lý và dự án là dễ bán. Trên thực tế, phương án này không dễ thực hiện khi việc tìm kiếm đối tác chuyển nhượng là việc vô cùng khó khăn và mất thời gian, cũng như thường phải chịu lỗ lớn khi chuyển nhượng dự án kém hiệu quả.

***2.3.3.2. Về thẩm định dòng tiền của dự án đầu tư***

- Việc dự báo doanh thu của dự án trong nhiều trường hợp thường thiếu cơ sở hợp lý, đặc biệt chưa tính đến việc đồng thời mở rộng công suất của các đối thủ cạnh tranh lớn, do đó, các dự báo doanh thu nhiều khi quá lạc quan so với khi dự án thực sự vận hành.

- Một số dự án, khi TCT thẩm định đã sử dụng các định mức chưa thật sự hợp lý khi tính toán các chỉ tiêu tài chính dự án. Một số thông số tính toán dòng tiền trong phương án tài chính không được luận giải rõ ràng, chưa phù hợp với các quy định của Nhà nước.

***2.3.3.3. Về thẩm định chi phí sử dụng vốn của dự án đầu tư***

- *Việc ước lượng chi phí sử dụng vốn cho dự án còn mang nặng tính cảm tính của nhà quản lý, chưa phản ánh đúng mức rủi ro của dự án và đòi hỏi sinh lời của thị trường.* Đối với nhiều dự án thủy điện, TCT chưa giải thích rõ cơ sở tính toán việc lựa chọn chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu là 10%. Bên cạnh đó, TCT đã áp dụng sai tỷ lệ chiết khấu cho dòng tiền thuần của chủ sở hữu (FCFE – Free Cash Flow to Equity) khi sử dụng chi phí sử dụng vốn bình quân WACC. Điều này đã dẫn đến các chỉ tiêu thẩm định tài chính của dự án bị tính toán chưa chính xác như: Chỉ tiêu NPV bị đánh giá quá cao, chỉ tiêu thời gian hoàn vốn có chiết khấu bị sai lệch…Còn đối với các dự án sản xuất công nghiệp khác, thì lại áp đặt chi phí vốn chủ sở hữu theo lãi suất vay vốn, như vậy là chưa phản ánh được đúng và đủ rủi ro đối với vốn chủ sở hữu.
- *Khi xác định chi phí sử dụng vốn bình quân, các doanh nghiệp đều không đưa chi phí sử dụng vốn vay về sau thuế*. Giải thích cho vấn đề này là do các doanh nghiệp khi tính thuế thu nhập đều đã trừ cả lãi vay nên khoản tiết kiệm thuế đã được tính vào trong dòng tiền, tuy nhiên, một điều thật không hợp lý khi tính bình quân mà chi phí sử dụng vốn lại không có sự đồng nhất. TCT chưa ứng dụng những kỹ thuật tiên tiến và dữ liệu thị trường chứng khoán trong việc ước lượng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu.

***2.3.3.4. Về thẩm định phương pháp đánh giá rủi ro của dự án đầu tư***

- *Môi trường vĩ mô thiếu tính ổn định:* Môi trường vĩ mô thiếu tính ổn định, môi trường pháp lý thiếu tính dự báo: Đây là một trong những hạn chế lớn ảnh hưởng đến hoạt động thẩm định dự án của tất cả các doanh nghiệp trong nền kinh tế theo hướng tiêu cực. Điều này khiến cho việc ước lượng các biến số cho phương án tài chính có độ tin cậy thấp và tính không chắc chắn cao. Bên cạnh đó, thủ tục hành chính cấp phép đầu tư kéo dài và tốn kém với việc phải chi ra nhiều chi phí không chính thức không những làm tăng chi phí đầu tư của dự án mà còn làm cho việc dự báo tiến độ đầu tư thiếu đi độ chắc chắn.
- Chưa xử lý đầy đủ rủi ro lạm phát khi tính toán hiệu quả DAĐT. Có khá nhiều dự án lại giữ nguyên giá bán và giá mua nguyên vật liệu và các chi phí khác, trong khi

lạm phát trong thời gian qua là khá lớn, điều đó sẽ làm cho dự án có thể lãi giả nhưng lỗ thật.

- TCT mới chỉ áp dụng phương pháp phân tích độ nhạy trong phân tích rủi ro của DAĐT, chưa tích cực áp dụng đa dạng các phương pháp phân tích rủi ro như: Phương pháp phân tích tình huống hay phân tích mô phỏng. Bên cạnh đó, đa số các DAĐT của TCT đều không thực hiện phân tích độ nhạy đối với lãi suất chiết khấu, trong khi đây là một biến số rất quan trọng và có sự biến động lớn trong môi trường kinh doanh tại Việt Nam.

- Các rủi ro chưa được đánh giá một cách đầy đủ và chưa phân tích rõ ràng các giải pháp ứng phó cho nhiều rủi ro trọng yếu: Phần phân tích rủi ro trong các DAĐT khá sơ lược, không được chú trọng và không có nhiều phương án được đặt ra cho các kịch bản khác nhau. Chính vì vậy, trong nhiều trường hợp, TCT đã chậm ứng phó khi những rủi ro xảy ra trong quá trình triển khai dự án.

### *2.3.4. Tác động của việc thực hiện dự án đầu tư đến hiệu quả kinh doanh của Tổng Công ty*

Việc hoạt động thẩm định DAĐT chưa được thực hiện hiệu quả và việc nhiều dự án kém hiệu quả đã được triển khai đã ảnh hưởng tiêu cực đến hệu quả kinh doanh của TCT và gây mất cân đối tài chính lớn.

- *Hiệu quả kinh doanh thấp và thâm hụt tiền mặt lớn trong giai đoạn 2010 – 2013:* Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trong giai đoạn 2010 – 2013 nhiều năm thâm hụt rất lớn cho thấy hoạt động kinh doanh thiếu hiệu quả và không tạo ra tiền. Tuy nhiên, một xu hướng tích cực là lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh có thâm hụt giảm dần và chuyển sang dương 1.451 tỷ đồng cho thấy chuyển biến tích cực.

- *Tăng trưởng quá nóng với nhu cầu đầu tư lớn, vượt xa khỏi khả năng tài trợ từ nguồn vốn nội sinh*: Hoạt động đầu tư trong giai đoạn này quá nóng, vượt xa khả năng tài trợ từ nguồn vốn nội sinh đẩy áp lực huy động vốn lên việc huy động nợ vay và gây căng thẳng tài chính.

- *Nhiều dự án đã chậm tiến độ và bỏ lỡ thời cơ thuận lợi*: Trong quá trình thực thi, do đầu tư dàn trải nhiều dự án, năng lực huy động vốn hạn chế đã không đáp ứng được nhu cầu vốn dẫn đến dự án bị chậm tiến độ. Dự án chậm tiến độ dẫn đến không chiếm được lợi thế về thị phần nhờ sớm vận hành dự án, đưa sản phẩm ra thị trường. Một trong những ví dụ rõ nhất là Dự án Xi măng Hạ Long. Được khởi động từ 2002 và dự kiến đi vào vận hành năm 2006, dự án đã chậm tiến độ mất 45 tháng đến tận 2010 mới chính thức vận hành. Sự chậm tiến độ quá lâu này không những làm đội TMĐT của dự án mà còn khiến cho dự án mất đi thời cơ thuận lợi nếu bắt đầu vận hành năm 2006 khi tại thời điểm này, nền kinh tế Việt Nam vẫn đang tăng trưởng tốt và nhu cầu tiêu thụ xi măng ở mức cao. Việc dự án quá chậm tiến độ khiến cho các đối thủ cạnh tranh như Vicem và nhiều công ty xi măng khác đã hoàn thành việc nâng công suất và chiếm được thị trường thuận lợi và đẩy dự án Xi măng Hạ Long vào thế bất lợi và kém hiệu quả.
- *Sự thất bại của các dự án đầu tư có quy mô rất lớn dẫn đến việc công ty mẹ phải giải cứu và điều đó sẽ làm suy yếu dòng tiền của công ty mẹ*: Các dự án bị chậm tiến độ do đó hiệu quả đạt thấp so với dự kiến ban đầu. Ví dụ, dự án Xi măng Hạ Long, công ty mẹ TCT Sông Đà đã phải cho công ty con vay do công ty con thiếu dòng tiền để trả nợ ngân hàng. Điều này khiến cho công ty mẹ không có nguồn lực tài chính để hỗ trợ cho các công ty con đang hoạt động hiệu quả nhưng thiếu vốn để mở rộng tăng trưởng.
- *Danh mục đầu tư tài chính lớn và kém hiệu quả*: Trong điều kiện thiếu vốn cho sản xuất kinh doanh và phải đi vay với lãi suất cao, TCT và các công ty thành viên vẫn sử dụng một lượng khá lớn vốn để đầu tư tài chính vào các doanh nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực không thuộc ngành kinh doanh chính nhưng hiệu quả thấp. Điều này là một nguyên nhân quan trọng làm suy giảm hiệu quả kinh doanh chung của TCT.
- *Sử dụng nguồn lực tài chính rất lớn nhưng hiệu quả thấp*: Tổng lượng tài sản và vốn tín dụng mà TCT sử dụng rất lớn, tuy nhiên, lợi nhuận hợp nhất đã suy giảm

mạnh và rất thấp và thậm chí là bị lỗ trong giai đoạn 2011 – 2013. Kết quả này phản ánh một cách rõ nét sự kém hiệu quả trong các DAĐT của TCT.

- *Mất cân đối tài chính lớn, hệ số nợ quá cao vượt quy định của Nhà nước*: Khả năng thanh toán sụt giảm mạnh theo thời gian do các dự án lớn kém hiệu quả cạn kiệt dòng tiền và do việc tài trợ dự án sử dụng các nguồn vốn nợ có kỳ hạn ngắn. Hệ số nợ trên vốn điều lệ vượt xa quy định của Nhà nước (theo quy định là không quá 3 lần).

# CHƯƠNG 3
# CÁC GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN TẠI TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ

## 3.1.ĐỊNH HƯỚNG PHÁT TRIỂN VÀ CÁC NGUYÊN TẮC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN CỦA TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ TRONG THỜI GIAN TỚI

### 3.1.1. Bối cảnh kinh tế xã hội và Tổng công ty trong thời gian tới

Quá trình phát triển của TCT trong thời gian tới diễn ra trong bối cảnh quá trình tái cơ cấu nền kinh tế của Việt Nam đang được đẩy mạnh, nền kinh tế vĩ mô đã từng bước ổn định và nợ xấu của hệ thống ngân hàng từng bước được xử lý. Tuy nhiên, quá trình phát triển của TCT bên cạnh những thuận lợi vẫn còn gặp không ít khó khăn.

**** Thuận lợi***

- Nền kinh tế thế giới và khu vực phục hồi đà tăng trưởng sau cuộc khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu, tạo cơ hội cho Đất nước tiếp tục ổn định và phát triển.

- Những năm qua đất nước ta đạt được những thành tựu to lớn và quan trọng. Kinh tế có sự tăng trưởng, chính trị - xã hội ổn định; diện mạo của đất nước có nhiều thay đổi, vị thế của Việt Nam trên trường quốc tế được nâng cao.

- Quá trình tái cơ cấu nền kinh tế đang được đẩy mạnh: Chính phủ đẩy mạnh thực hiện quá trình tái cơ cấu nền kinh tế trên ba trụ cột: (1) Tái cơ cấu đầu tư công, (2) tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước, trong đó trọng tâm là tái cơ cấu các tập đoàn, tổng công ty nhà nước; (3) tái cơ cấu hệ thống các định chế tài chính trong đó trọng tâm là các ngân hàng thương mại. Trong đó, giải pháp trọng điểm để tái cơ cấu doanh nghiệp nhà nước là việc đẩy mạnh tiến độ cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước trong giai đoạn 2014 – 2015.

- Thiết lập ổn định kinh tế vĩ mô và từng bước phục hồi đà tăng trưởng của nền kinh tế: Với những biện pháp đồng bộ của chính phủ, nền kinh tế vĩ mô đã từng bước

được ổn định, lạm phát và lãi suất duy trì ở mức độ hợp lý, tỷ giá hối đoái ổn định, bên

cạnh đó, cơ cấu xuất khẩu có xu hướng tăng dần tỷ trọng các sản phẩm có hàm lượng công nghệ cao, thu hút vốn đầu tư nước ngoài tiếp tục đạt được những kết quả đáng khích lệ, nền kinh tế từng bước có sự chuyển dịch cơ cấu theo hướng công nghiệp hóa và phục hồi đà tăng trưởng.

- Cải cách thủ tục hành chính được chú trọng: Nhận thấy các thủ tục hành chính rườm rà là một lực cản lớn đối với sự phát triển kinh tế, chính phủ đã có những biện pháp quyết liệt trong việc rà soát và hệ thống hóa các thủ tục hành chính, cắt giảm bớt các thủ tục hành chính không cần thiết từ đó tiết giảm thời gian và chi phí cho các doanh nghiệp trong việc tuân thủ các thủ tục hành chính, kết quả đặc biệt ấn tượng trong việc giảm thời gian làm thủ tục hành chính trong các lĩnh vực như: Thủ tục thuế, hải quan, đăng ký thành lập doanh nghiệp, thủ tục về bảo hiểm xã hội.

- Hệ thống ngân hàng từng bước được ổn định và củng cố, tỷ lệ nợ xấu đã giảm dần, lãi suất huy động và cho vay của các tổ chức tín dụng đã giảm; đồng thời Chính phủ và các Bộ ngành liên quan đã và đang ban hành các chính sách để tháo gỡ khó khăn cho các doanh nghiệp.

- TCT Sông Đà luôn nhận được sự quan tâm, chỉ đạo và giúp đỡ của Chính phủ, các Bộ, ngành, địa phương, đặc biệt là Bộ Xây dựng và sự hỗ trợ về nguồn tài trợ từ Ngân hàng Phát triển Việt Nam (VDB), Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) và các ngân hàng thương mại nhà nước.

- TCT Sông Đà chuyển sang hoạt động theo mô hình công ty cổ phần, việc thực hiện tái cấu trúc lại các đơn vị trong TCT tập trung vào ngành nghề kinh doanh chính sẽ nâng cao năng lực cạnh tranh và hiệu quả SXKD.

**** Khó khăn***

- Cuộc khủng hoảng tài chính, tiền tệ, bất động sản xảy ra ở nhiều nước trên thế giới lan rộng từ Mỹ, tình hình khủng hoảng nợ công ở Châu Âu, căng thẳng chính trị ở Ukraina, sự nổi lên của tổ chức Nhà nước hồi giáo IS ở Trung Đông hay căng thẳng trong tranh chấp biển đảo tại Biển Đông đã ảnh hưởng sâu sắc đến tình hình kinh tế vĩ mô thế giới nói chung, Việt Nam nói riêng và tiềm ẩn những dấu hiệu đe dọa đến sự ổn

định của nền chính trị và kinh tế thế giới.

- Thời gian tới, tình hình kinh tế trong nước tiếp tục ảnh hưởng bởi chính sách tài khóa chặt chẽ của Chính phủ nhằm kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô của đất nước, nợ công hiện đang ở mức cao và ngân sách tiếp tục hạn hẹp, việc huy động vốn để đầu tư và sản xuất kinh doanh tiếp tục gặp khó khăn, đặc biệt là lĩnh vực kinh doanh bất động sản.
- Mục tiêu, tiến độ tại nhiều công trình trọng điểm của TCT dự báo có nhiều căng thẳng, việc thu xếp vốn của chủ đầu tư cho các công trình do TCT thi công chưa đảm bảo, do đó công nợ tồn đọng lớn, việc thu hồi công nợ xây dựng gặp nhiều khó khăn.
- Tiềm lực tài chính của TCT còn hạn chế, chưa đáp ứng yêu cầu phát triển, quy mô của các công ty thành viên còn nhỏ, hoạt động đa ngành, đa sản phẩm nên còn manh mún, phân tán. Năng lực và trình độ quản lý của một số bộ phận cán bộ còn hạn chế, chưa đáp ứng được yêu cầu của tiến trình hội nhập. Một số đơn vị thành viên hoạt động kém hiệu quả, quy mô nhỏ dự báo sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn về việc duy trì hoạt động, tìm kiếm dự án, đặc biệt là về tài chính. Áp lực trả nợ đối với một số công ty thành viên đang thực hiện đầu tư các dự án chậm tiến độ hoàn thành là rất lớn như CTCP Sông Đà 7, CTCP Someco Sông Đà….
- Hầu hết các công trình thủy điện lớn ở trong nước thuộc thế mạnh chính của TCT đã vào giai đoạn kết thúc. Bên cạnh đó, TCT tham gia vào các phân khúc xây lắp khác phải cạnh tranh khốc liệt với doanh nghiệp trong và ngoài nước nên việc làm cho CBCNV và lực lượng xe máy thiết bị của TCT là hết sức khó khăn.
- Áp lực trả nợ đối với một số Công ty con của TCT đang thực hiện đầu tư các dự án chậm tiến độ là rất lớn.
- Thị trường chứng khoán chưa có dấu hiệu phục hồi, ảnh hưởng lớn đến việc thoái vốn của TCT cũng như việc cổ phần hóa Công ty mẹ - TCT Sông Đà.

**Triển vọng phát triển các ngành kinh doanh**

Hiện nay, TCT xác định 4 ngành kinh doanh chiến lược là (1) Xây dựng, (2) ngành sản xuất điện, (3) kinh doanh bất động sản và (4) sản xuất và kinh doanh thép xây

dựng. Việc dự báo triển vọng phát triển các ngành kinh doanh, tiềm năng tăng

trưởng của từng ngành là cơ sở quan trọng định hướng cho hoạt động đầu tư của TCT trong thời gian tới.

**** Dự báo triển vọng phát triển ngành xây dựng***

*Phân bổ thị trường xây dựng toàn cầu*

Theo đánh giá của tổ chức HIS Global, Châu Á hiện chiếm 40% GDP toàn cầu và là khu vực phát triển nhanh nhất thế giới. Vì vậy, thị trường xây dựng Châu Á cũng là thị trường lớn nhất thế giới, chiếm 44% tổng chi tiêu xây dựng toàn cầu năm 2013 (năm 2012 chiếm 40%), và có mức tăng trưởng 28% so với năm 2012. Trung Quốc, Nhật Bản và In-do-ne-xi-a là những quốc gia tăng chi tiêu xây dựng nhiều nhất tại khu vực Châu Á. Chi tiêu xây dựng của Trung Quốc đạt gần 1.780 tỷ USD năm 2013, tăng 43% so với năm trước, trở thành thị trường lớn nhất thế giới, có quy mô lớn hơn cả thị trường Hoa Kỳ và Nhật Bản.

*Thị trường xây dựng Việt Nam được dự báo có mức tăng trưởng ổn định*

Hãng tư vấn Turner & Townsend, một trong những công ty hàng đầu thế giới về tư vấn quản lý dự án bất động sản và xây dựng, trong năm 2013 đã đưa ra những số liệu khảo sát triển vọng tăng trưởng thị trường xây dựng tại 23 quốc gia thuộc các châu lục khác nhau, chia theo 3 mức độ (1) Nhóm tăng chậm lại, (2) Nhóm duy trì ổn định, (3) Nhóm tăng trưởng tốt hơn.

**Bảng 3.1: Mức độ tăng trưởng thị trường xây dựng**

| Nhóm tăng chậm | Nhóm duy trì ổn | Nhóm tăng trưởng tốt hơn | |
|---|---|---|---|
| Trung Quốc | Úc | Brazil | Ca-na-da |
| Ấn Độ | Hồng Kông | Nhật Bản | Đức |
| Hà Lan | Ai-len | Ma-lai-xi-a | Ô-man |
| Phần Lan | **Việt Nam** | Anh | Ca-ta |
| Nam Phi | | Mỹ | Nga |
| Hàn Quốc | | Xin-ga-po | U-gan-da |
| | | Tiểu vương quốc ả rập | |

*Nguồn: Trích Turner & Townsend 2013*

Báo cáo cho thấy, thị trường xây dựng năm 2014 của 13 quốc gia có tốc độ tăng trưởng tốt hơn năm trước; bốn thị trường tiếp tục duy trì sự ổn định, trong đó có Việt Nam, bên cạnh các quốc gia Úc, Hồng Kông, Ai len.

**** Triển vọng phát triển thị trường điện năng***

Bắt đầu từ năm 2011, Việt Nam triển khai thực hiện lộ trình thị trường điện cạnh tranh. Theo định hướng của Chính phủ, thị trường điện Việt Nam sẽ được phát triển theo ba cấp độ với lộ trình như sau:

- *Thị trường phát điện cạnh tranh 2005 – 2014*: Đây là giai đoạn các đơn vị phát điện sẽ bán điện lên thị trường thông qua các hợp đồng mua bán điện và chào giá cạnh tranh trên thị trường giao ngay. Thị trường phát điện cạnh tranh sẽ tạo điều kiện cho các doanh nghiệp chủ động hơn về giá bán điện mà không hoàn toàn phụ thuộc vào giá thỏa thuận với EVN như hiện nay.
- *Thị trường bán buôn cạnh tranh 2015 – 2022*: Là thị trường sẽ có nhiều công ty phân phối điện dưới dạng bán buôn. Các công ty này sẽ cạnh tranh để bán điện cho các công ty phân phối bán lẻ và cho các khách hàng lớn. Các đơn vị phát điện cạnh tranh để bán điện cho các công ty phân phối lớn này. Ở giai đoạn này có sự cạnh tranh nhiều hơn giữa các công ty phát điện và cạnh tranh giữa các công ty phân phối điện.
- *Thị trường bán lẻ cạnh tranh từ năm 2022*: Sẽ có nhiều đơn vị bán lẻ điện để cạnh tranh trong khâu bán lẻ. Các đơn vị này được mua điện từ các đơn vị phát điện hoặc từ thị trường để bán lẻ cho khách hàng sử dụng điện.

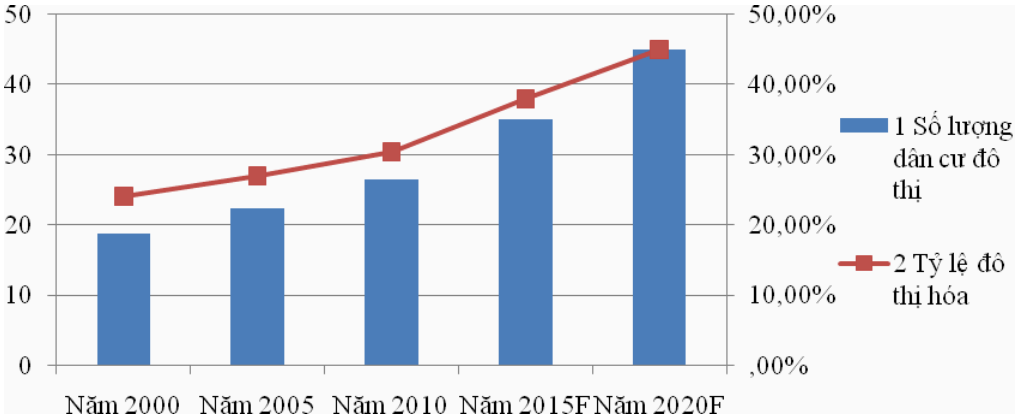
Triển vọng phát triển thị trường điện cạnh tranh cùng với lợi thế về giá thành của thủy điện và xu hướng tăng giá điện trong tương lai dự kiến sẽ đem lại nhiều lợi ích lớn cho TCT ở lĩnh vực đầu tư thủy điện.

**** Triển vọng phát triển thị trường bất động sản***

Giai đoạn 2011 – 2013 là giai đoạn ngành bất động sản trải qua đợt khủng hoảng trầm trọng và nhiều công ty trong ngành cạn kiệt tiền mặt vì trả nợ, tỷ suất lợi nhuận thấp, việc tiêu thụ sản phẩm sụt giảm, các đợt bán hạ giá lớn và diễn ra trên diện rộng. Mặc dù thị trường bất động sản trong ngắn hạn gặp khó khăn, tuy nhiên xét về dài hạn,

Việt Nam là quốc gia đang phát triển, với dân số trẻ và đất nước đang trong

quá trình đô thị hóa, nhu cầu về các sản phẩm bất động sản là rất lớn và thu nhập bình quân đầu người đang gia tăng. Sức cầu tiếp tục mở rộng sẽ tạo cơ hội để các công ty bất động sản tiếp tục mở rộng và phát triển trong tương lai.




**Sơ đồ 3.1: Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam**

*Nguồn: Tổng hợp từ Tổng cục Thống kê và Bộ Xây dựng*

Giai đoạn tiếp theo của ngành dự báo sẽ mang những đặc trưng đó là thị trường bất động sản bước vào giai đoạn phát triển ổn định và bền vững hơn nhờ sự hoàn thiện của cơ chế chính sách, gia tăng sự minh bạch, sự thanh lọc những công ty yếu kém và việc kiểm soát tốt hoạt động đầu cơ bất động sản. Bên cạnh đó, đây cũng là giai đoạn mà độ am hiểu thị trường, sự thận trọng và khó tính của khách hàng đã tăng lên, khách hàng có nhiều sự lựa chọn và thông tin về thị trường dần được cải thiện và minh bạch sẽ tạo sức ép lên hoạt động của các công ty bất động sản. Theo đó, những công ty kinh doanh bài bản, giữ uy tín với khách hàng sẽ phát triển, trong khi đó, những công ty làm ăn không giữ chữ tín sẽ bị sàng lọc.

### 3.1.2. Chiến lược phát triển của Tổng công ty trong thời gian tới

*** Mục tiêu chiến lược và các chỉ tiêu chủ yếu trong kế hoạch 5 năm (2016 – 2020)**

Theo Nghị quyết số 02/TCT-HĐTV ngày 07/01/2015 của HĐTV TCT Sông Đà về việc thông qua kế hoạch SXKD 5 năm (2016 - 2020) của TCT Sông Đà thì mục

tiêu chiến lược và các chỉ tiêu chủ yếu trong kế hoạch 5 năm (2016 – 2020) của TCT như sau:

**a) Mục tiêu tổng quát:**

Xây dựng TCT Sông Đà thành TCT mạnh ở trong nước và khu vực, có quy mô lớn, hiện đại, đa sở hữu, SXKD có hiệu quả cao trên các lĩnh vực chính là: (1) Tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC; (2) Đầu tư, sản xuất và kinh doanh điện; (3) Phát triển nhà ở và đô thị. Không ngừng nâng cao năng lực cạnh tranh và hiệu quả SXKD của TCT, góp phần hoàn thành sự nghiệp Công nghiệp hóa - Hiện đại hóa đất nước.

**b) Mục tiêu cụ thể:**

- Trong lĩnh vực Tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC: Là nhà thầu hàng đầu của Việt Nam và khu vực Asean.
- Trong lĩnh vực đầu tư, sản xuất và kinh doanh điện: Là một trong các nhà đầu tư, kinh doanh điện lớn ở trong nước.
- Trong lĩnh vực phát triển nhà ở và đô thị: Là nhà đầu tư, phát triển nhà ở và đô thị lớn trong nước.

**c) Nhiệm vụ chính:**

- Hoàn thành toàn diện các chỉ tiêu kế hoạch 5 năm (2016-2020) đã đề ra. Hoàn thành mục tiêu, tiến độ, đảm bảo chất lượng xây lắp các công trình trọng điểm của nhà nước.
- Thực hiện thành công tái cấu trúc, sắp xếp lại các doanh nghiệp của TCT (từ công ty mẹ đến các công ty con, công ty liên kết) theo đề án đã được Bộ Xây dựng phê duyệt; Quản trị doanh nghiệp tiên tiến để nâng cao hiệu quả hoạt động, đảm bảo SXKD ổn định, phát triển bền vững và hội nhập quốc tế.
- Thực hiện công tác tiếp thị, đấu thầu tìm kiếm việc làm, phấn đấu hàng năm trúng thầu khoảng 10.000 tỷ đồng thuộc các phân khúc ngành nghề kinh doanh chính của TCT.
- Thực hiện đào tạo nguồn nhân lực chất lượng cao để có đủ trình độ và năng lực cạnh tranh trong điều kiện hội nhập nền kinh tế;

- Tăng cường công tác quản lý, giám sát hoạt động của các đơn vị thành viên, quản

lý chặt chẽ hoạt động SXKD, đầu tư theo đúng phân khúc ngành nghề kinh doanh mà TCT đã định hướng, đảm bảo SXKD có hiệu quả, tích lũy vốn để phát triển.

- Đẩy mạnh việc nghiên cứu, ứng dụng các thành tựu về khoa học công nghệ trong công tác quản lý, điều hành, thiết kế, thi công và chế tạo thiết bị. Đặc biệt, là ứng dụng CNTT trong quản lý điều hành và công nghệ thi công nhà máy điện hạt nhân, các dự án xây dựng đường sắt đô thị tại Hà Nội và Thành phố Hồ Chí Minh.

- Tăng cường sự lãnh đạo của Đảng và sự phối hợp của các tổ chức đoàn thể quần chúng trong việc tổ chức thực hiện nhiệm vụ SXKD, thực hiện thành công đề án tái cấu trúc TCT, ổn định và nâng cao đời sống của CBCNV trong TCT.

**d) Về chỉ tiêu chủ yếu 5 năm (2016-2020):**

- Tổng giá trị SXKD: 91.000 tỷ đồng, tương đương 4,3 tỷ USD. Tốc độ tăng trưởng (ngành kinh doanh chính) bình quân hàng năm 5%/năm.

- Doanh thu: 83.000 tỷ đồng, tương đương 3,9 tỷ USD.

- Lợi nhuận: 2.500 tỷ đồng, tương đương với 120 triệu USD.

- Nộp nhà nước: 3.900 tỷ đồng, tương đương 180 triệu USD.

- Giá trị đầu tư: 14.000 tỷ đồng, tương đương với 660 triệu USD.

**e) Về chỉ tiêu chủ yếu năm 2020:**

- Tổng giá trị SXKD: 18.500 tỷ đồng, tương đương với 870 triệu USD.

- Doanh thu: 17.500 tỷ đồng, tương đương với 830 triệu USD.

- Lợi nhuận trước thuế: 700 tỷ đồng, tương đương với 33 triệu USD.

- Nộp nhà nước: 810 tỷ đồng, tương đương với 39 triệu USD.

- Vốn chủ sở hữu: 12.000 tỷ đồng, tương đương với 570 triệu USD.

- Tổng tài sản: 44.000 tỷ đồng, tương đương với 2 tỷ USD.

- Giá trị đầu tư: 2.000 tỷ đồng, tương đương với 95 triệu USD.

- Thu nhập bình quân tháng 1 CBCNV 9,7 triệu đồng.

Mặt khác, theo Đề án tái cấu trúc TCT được Bộ Xây dựng phê duyệt thì định hướng chiến lược đầu tư dài hạn và chiến lược ngành kinh doanh của TCT như sau:

**** Định hướng chiến lược đầu tư dài hạn của Tổng công ty***

Hiện nay, chính phủ hạn chế các tập đoàn, TCT nhà nước đầu tư ngoài ngành kinh doanh chính và yêu cầu các tập đoàn, tổng công ty nhà nước đầu tư tập trung vào lĩnh vực cốt lõi. Do đó, các hoạt động đầu tư của TCT Sông Đà, các công ty cấp II và các công ty cấp III chủ yếu tập trung vào 3 lĩnh vực chính có lợi thế cạnh tranh:

- Đầu tư nâng cao năng lực, đáp ứng các yêu cầu làm tổng thầu EPC các công trình xây dựng trong và ngoài nước.
- Đầu tư sản xuất và kinh doanh điện: Đây là khoản đầu tư lớn nhất của TCT trong thời gian qua và là lĩnh vực có thế mạnh của TCT.
- Đầu tư kinh doanh hạ tầng và bất động sản: TCT định hướng tiếp tục triển khai các dự án bất động sản thông qua CTCP Đầu tư Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà.

*** Chiến lược ngành kinh doanh:**

***a. Ngành tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC***

** Định hướng chiến lược:*

- Tăng cường xây dựng lực lượng chuyên sâu về tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC. Bên cạnh tham gia tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC trong ngành điện, từng bước xây dựng năng lực và tham gia sâu vào các phân khúc trong ngành hạ tầng giao thông, công nghiệp chế biến/chế tạo và bất động sản. Khai thác cơ hội để hình thành môi trường hoạt động cho lĩnh vực EPC.
- Dự kiến đến 2015: Tổng giá trị SXKD 13.900 tỷ đồng (660 triệu USD), doanh thu 12.100 tỷ đồng (576 triệu USD); mục tiêu đến 2020: Tổng giá trị SXKD 16.900 tỷ đồng (805 triệu USD), doanh thu 14.700 tỷ đồng (700 triệu USD).

** Các giải pháp chiến lược:*

- Tập trung nguồn lực đầu tư vào 3 ngành: Xây dựng các dự án về điện, bất động sản và hạ tầng giao thông.
- Xây dựng một số năng lực then chốt trong lĩnh vực EPC và (2) hợp nhất về tổ chức để hiện thực hóa chiến lược.

+ Đấu thầu và lập dự toán: thành lập các nhóm đấu thầu và lập dự toán chuyên trách cho từng phân khúc; xây dựng quy trình lập dự toán mạnh và cân bằng; xây dựng các công cụ cần thiết để hỗ trợ quy trình.

+ Mua sắm: xây dựng nhóm tìm nguồn chiến lược tập trung và các nhóm mua sắm chuyên trách; xây dựng và triển khai cơ chế & quy trình dự báo nhu cầu.

+ Quản trị rủi ro: xây dựng bộ phận quản trị rủi ro có thể hoạt động độc lập; xây dựng quy trình và bộ công cụ đánh giá và theo dõi rủi ro.

+ Quản lý dự án: áp dụng các công cụ quản lý dự án tiên tiến; xây dựng hệ thống đánh giá; xác định các hoạt động quan trọng để giám sát chặt chẽ.

- *Tái thiết kế tổ chức*: Hướng tới thông lệ tổ chức của các công ty EPC tiên tiến trên toàn cầu bao gồm 4 yếu tố: lãnh đạo kinh doanh; dịch vụ hỗ trợ dự án (mua sắm, thiết kế, dự toán, bán hàng/marketing); triển khai dự án; các chức năng hỗ trợ (tài chính, nhân sự, IT, pháp chế).

- *Cơ cấu quản trị hiệu quả*: Xây dựng cơ cấu quản trị hiệu quả trên các khía cạnh: (1) Quản lý chiến lược và danh mục kinh doanh, (2) Quản lý hiệu quả hoạt động, (3) Quản lý nguồn nhân lực, (4) Quản trị và quản lý sự tuân thủ. Xây dựng các quy trình quản trị về: xây dựng chiến lược, mục tiêu kinh doanh, phê duyệt đầu tư, đề cử vị trí chủ chốt, đánh giá hiệu quả công việc.

***b. Ngành điện***

** Định hướng chiến lược:*

- TCT đặt mục tiêu trở thành doanh nghiệp sản xuất ngành thủy điện hiệu quả cao và tập trung củng cố, tối ưu hóa danh mục nhà máy thủy điện.

- Tối ưu hóa danh mục nhà máy điện hiện hành; thoái vốn khỏi các đơn vị hoạt động không hiệu quả. Tăng cường khả năng sinh lời thông qua chiến lược định giá linh hoạt, cải thiện hiệu quả vận hành. Tối ưu hóa hiệu quả sử dụng vốn của các nhà máy đang xây dựng. Cân nhắc tham gia vào phân khúc thủy điện; hợp nhất các đơn vị vận hành/kinh doanh điện; Các chức năng hỗ trợ tập trung.

- Dự kiến đến 2015: Tổng giá trị SXKD 3.380 tỷ đồng (160 triệu USD), Doanh

thu 3.140 tỷ đồng (149 triệu USD), sản lượng điện 4.100 triệu Kwh, tổng công suất

970MW; đến 2020: Tổng giá trị SXKD 5.150 tỷ đồng (245 triệu USD), Doanh thu 4.790 tỷ đồng (228 triệu USD), sản lượng điện 5.700 triệu Kwh, tổng công suất 1.350MW.

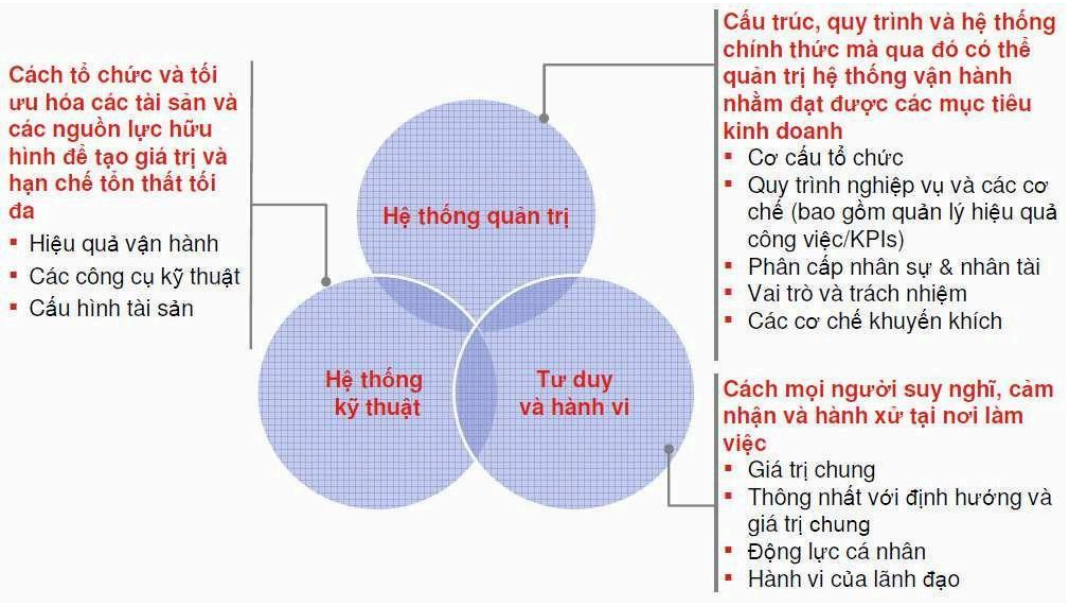
** Các giải pháp chiến lược*

Cải thiện các nhà máy đang hoạt động: đàm phán với EVN cơ chế giá tốt hơn và linh hoạt hơn (chi phí vốn vay). Cải thiện vận hành thông qua các đòn bẩy: hệ thống quản trị, hệ thống kỹ thuật.

- Tối ưu hóa chi phí đầu tư các nhà máy điện thông qua các yếu tố: đánh giá DAĐT, chiến lược lựa chọn nhà thầu, mua sắm chủ động, quản lý dự án và thi công tinh gọn, quản trị rủi ro toàn diện hiệu quả và cơ cấu tổ chức dự án.

- Tổ chức lại bộ máy theo hướng tập trung đầu mối.

- Áp dụng mô hình tổ chức theo hướng nghiệp vụ: phát triển dự án, vận hành và các đơn vị hỗ trợ; mô hình tập trung, tinh gọn.




**Sơ đồ 3.2: Hệ thống vận hành thông qua các đòn bẩy**

***c. Ngành đô thị và nhà ở***

** Định hướng chiến lược:*

- *Tập trung phát triển và tối ưu quỹ đất hiện có*: tiếp tục các dự án hiện tại để hoàn thành việc phát triển và đưa vào kinh doanh sinh lời; sau đó sẽ đa dạng hóa doanh thu từ hoạt động cho thuê với tỷ lệ cao hơn. Đối với đất do đơn vị không hoạt động trong lĩnh vực phát triển đô thị nắm giữ sẽ hoàn tất các dự án đang tiến hành và sau đó sẽ thoái vốn khỏi quỹ đất còn lại hoặc thỏa thuận để đơn vị chuyên về bất động sản phát triển quỹ đất này.

- Công ty phát triển đô thị sẽ tiến theo mô hình không hoặc ít sử dụng vốn vay, ưu tiên tính ổn định của dòng tiền hơn so với tăng trưởng để dự phòng trước biến động đi xuống của thị trường. Tích lũy đất mới khi có cơ hội để tránh tồn đọng quỹ đất hoặc để hoang, phân đoạn khách hàng trọng tâm.

- Dự kiến đến 2015: Tổng giá trị SXKD 2.500 tỷ đồng (119 triệu USD), Doanh thu 2.250 tỷ đồng (107 triệu USD); đến 2020: Tổng giá trị SXKD 4.500 tỷ đồng (214 triệu USD), Doanh thu 4.050 tỷ đồng (192 triệu USD).

** Các giải pháp chiến lược:*

+ Xây dựng năng lực nòng cốt để trở thành đơn vị hàng đầu trong ngành phát triển đô thị, cải thiện năng lực thiết kế.

+ Nâng cao và chuẩn hóa năng lực cập nhật và theo dõi ngân sách; Cải thiện hiệu quả hoạt động mua sắm để giảm chi phí; Hệ thống kiểm soát chi phí và cơ chế khuyến khích trong hợp đồng;

+ Hệ thống chỉ tiêu đo lường hiệu suất KPI và giám sát nhất quán trong rà soát và quản lý kết quả công việc; Nâng cao năng lực tiếp thị để củng cố vị thế trong ngành phát triển đô thị; Tăng cường năng lực quản lý rủi ro.

+ Tổ chức lại hoạt động kinh doanh: thành lập một công ty phát triển để cung cấp dịch vụ chiến lược như thiết kế, mua sắm, bán hàng, tiếp thị, quản lý hoạt động cho thuê…

***d. Ngành thép***

** Định hướng chiến lược:*

- Căn cứ vào các yếu tố phân tích: tăng trưởng của thị trường, mức độ cạnh

tranh, lợi nhuận, mức độ cộng hưởng với TCT Sông Đà; định hướng chiến lược là sẽ

duy trì hoạt động trong ngành thép và nắm bắt cơ hội để thoái vốn ở mức giá thị trường hợp lý.

- Về cải thiện vận hành và tổ chức sản xuất: Tiếp tục duy tu, bảo dưỡng thiết bị máy móc, nâng cao năng lực cán bộ vận hành, đảm bảo việc vận hành đạt hiệu quả cao nhất, công tác sản xuất thông suốt và đạt hiệu suất sử dụng thiết bị, tài sản.
- Dự kiến đến 2015: Tổng giá trị SXKD 4.580 tỷ đồng (218 triệu USD), Doanh thu 4.160 tỷ đồng (198 triệu USD).

** Các giải pháp chiến lược:*

+ Cải thiện hiệu quả sử dụng vật liệu;

+ Tăng cường hiệu quả thông qua sản xuất tinh gọn;

+ Sử dụng phôi thép nội bộ;

+ Cải thiện hiệu quả sử dụng điện;

+ Tiết kiệm chi phí từ hợp nhất;

+ Cải thiện năng lực quản lý vốn lưu động.

***e. Ngành nghề kinh doanh liên quan:***

Mặc dù TCT không xây dựng chiến lược chi tiết cho các ngành kinh doanh liên quan, tuy nhiên, trong giai đoạn chuyển tiếp, TCT sẽ còn hoạt động ở một số ngành nghề có liên quan:

- *Ngành Kinh doanh vật tư thiết bị, vật liệu xây dựng*: Tiếp tục đồng thời vừa cung cấp vật tư, thiết bị, vật liệu xây dựng cho ngành kinh doanh chính trong toàn TCT; vừa cung cấp cho các khách hàng ngoài Sông Đà có nhu cầu và năng lực tài chính; tích cực thu hồi vốn để giảm thời gian luân chuyển vốn, giảm chi phí tài chính, tối đa hóa lợi nhuận;
- *Ngành Sửa chữa và bảo dưỡng phương tiện vận tải*: Duy trì hiện trạng sử dụng tốt đối với phương tiện vận tải, đồng thời không ngừng tìm tòi, học hỏi và tiếp thu trình độ công nghệ mới để làm chủ những phương tiện vật tải tiên tiến, từ đó nâng cao hiệu suất sử dụng của tài sản;
- *Ngành Vận tải hàng hoá đường thuỷ nội địa, đường bộ*: Trong bối cảnh nhiều

cạnh tranh trong lĩnh vực vận tải hàng hóa, rất khó để mở rộng thị trường. Do đó, TCT

sẽ duy trì các khách hàng hiện có, nâng cao dịch vụ vận tải, quản lý chặt chẽ chi phí xăng dầu, chi phí sửa chữa phương tiện vận tải;

- *Ngành Nghiên cứu và phát triển thực nghiệm khoa học tự nhiên và kỹ thuật*: Cuộc cách mạng khoa học công nghệ kỹ thuật diễn ra ngày một mạnh mẽ. TCT sẽ chú trọng vào việc nghiên cứu, ứng dụng những thành tựu khoa học, kỹ thuật tiên tiến nhất vào các ngành kinh doanh chính để nâng cao hiệu quả hoạt động, năng suất lao động, cải thiện lợi nhuận;

- *Các ngành nghề khác*: Ngoài việc hỗ trợ ngành kinh doanh chính, TCT sẽ cố gắng đảm bảo phát triển ổn định, hiệu quả.

### 3.1.3. Các nguyên tắc cần tuân thủ trong thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn tại Tổng công ty Sông Đà

#### *3.1.3.1. Thẩm định dự án dựa trên nguyên lý giá trị thời gian của tiền*

Giá trị thời gian của tiền hàm ý một đồng nhận được ngày hôm nay có giá trị hơn một đồng nhận được trong tương lai, hay nói cách khác, giá trị của đồng tiền ở các thời điểm khác nhau là không giống nhau. Có ba nguyên nhân khiến cho tiền có giá trị về mặt thời gian đó là:

- *Thứ nhất*, do lạm phát. Tiền tệ sẽ bị mất đi sức mua trong điều kiện lạm phát nên tiền nhận sớm hơn sẽ có giá trị cao hơn.

- *Thứ hai*, do có các cơ hội đầu tư kiếm lời. Đồng tiền nhận được sớm hơn có thể được đem đầu tư và thu được các khoản lãi. Do đó, tiền nhận sớm hơn sẽ có giá trị hơn.

- *Thứ ba*, do rủi ro. Tương lai bao hàm rủi ro vì vậy tiền nhận sớm hơn thì sẽ an toàn hơn. Yếu tố bất định càng cao thì giá phải trả cho thời gian sử dụng tiền sẽ càng cao.

Biến số thể hiện được ba yếu tố trên của giá trị thời gian của tiền đó chính là lãi suất. Lãi suất phản ánh trong nó đồng thời ba yếu tố: lạm phát kỳ vọng, lãi suất thực và rủi ro của dòng tiền. Vì dự án diễn ra trong một thời gian dài và tạo ra thu nhập trong nhiều năm, vì đồng tiền có giá trị về mặt thời gian, do đó, chúng ta không thể cộng đơn

thuần các khoản tiền lại với nhau mà phải quy đổi chúng về cùng một mặt

bằng thời gian thông qua một lãi suất, sau đó mới tiến hành đánh giá về dự án. Trong thẩm định dự án, chúng ta thường quy đổi dòng tiền về thời điểm hiện tại là bởi vì để biết được giá trị thực của dự án (intrinsic value) hay giá trị thị trường (mức giá có thể bán được) của dự án.

***3.1.3.2. Thẩm định dự án dựa trên dòng tiền tăng thêm***

Trong thẩm định dự án, TCT cần dựa trên dòng tiền tăng thêm mà không dựa trên lợi nhuận kế toán. Điều này là vì hai lý do cơ bản như sau:

- *Thứ nhất*, lợi nhuận kế toán có thể bị bóp méo thông qua việc sử dụng các kỹ thuật kế toán sáng tạo và các cách thức phân bổ chi phí. Do đó, lợi nhuận không đáng tin cậy bằng dòng tiền.
- *Thứ hai*, là lợi ích thực sự của dự án là lượng tiền thực tế mà dự án tạo ra cho chủ sở hữu. Vậy nên tài chính doanh nghiệp có câu "lợi nhuận chỉ là ý tưởng, dòng tiền mới là vua" ***(cash is king)***.

Dòng tiền tăng thêm (Incremental cash flow) là dòng tiền sau thuế được xác định theo công thức sau:

Dòng tiền tăng thêm = Dòng tiền của doanh nghiệp nếu có dự án – Dòng tiền của doanh nghiệp nếu không có dự án

***3.1.3.3. Thẩm định dự án cần dựa trên cơ sở quy định của pháp luật và thực tiễn các dự án đã thẩm định***

Để việc đánh giá và ra quyết định đầu tư vào dự án có cơ sở khoa học và khả thi đòi hỏi trong quá trình xây dựng phương án tài chính, dữ liệu và các thông số tính toán phải có cơ sở khoa học và thực tiễn. Nhằm nâng cao chất lượng thông tin tài chính sử dụng trong việc lập phương án tài chính của dự án của TCT, chúng tôi đề xuất một số định hướng như sau:

- *Thứ nhất*, cần bám sát các quy định và thông số của Nhà nước về đầu tư và xây dựng các dự án. Nếu TCT lựa chọn một thông số khác với quy định này thì cần giải thích rõ tính hợp lý của sự lựa chọn đó.

- *Thứ hai,* cần có sự tham khảo các thông số của những dự án đã được thực hiện nhằm đối chiếu so sánh và phát hiện những điểm hợp lý hay bất hợp lý từ những thông số và kết quả tính toán các chỉ tiêu tài chính của dự án.

***3.1.3.4. Nên kết hợp thẩm định dự án theo quan điểm tổng đầu tư và quan điểm chủ sở hữu, trong đó lấy quan điểm tổng đầu tư là trọng yếu***

Trong một dự án, có thể cần thiết tính toán dòng tiền theo hai quan điểm này. Việc tính toán dòng tiền theo quan điểm tổng đầu tư nhằm phục vụ mối quan tâm của các chủ nợ là các ngân hàng, là cơ sở để lập kế hoạch vay và trả nợ, trong khi đó, dòng tiền theo quan điểm chủ sở hữu giúp phản ánh những lợi ích mà các cổ đông thực sự được hưởng.

- *Quan điểm tổng đầu tư:* Nhà cho vay thẩm định dự án dựa trên dòng tiền của tổng vốn đầu tư, tức xem xét tới tổng dòng tiền chi cho dự án. Theo đó, các ngân hàng cho vay sẽ xác định được tính khả thi về mặt tài chính của dự án, nhu cầu cần vay vốn cũng như khả năng trả nợ gốc và lãi vay của dự án. Mục đích xem xét dự án là nhằm đánh giá sự an toàn của số vốn cho vay. Nhưng tại sao nhà cho vay lại chỉ cần quan tâm đến dòng tiền của tổng đầu tư? Đơn giản vì nhà cho vay được ưu tiên nhận trước dòng thu nhập của dự án mà không có nghĩa vụ phải chia sẻ với chủ sở hữu. Ngay cả khi dự án gặp rủi ro thị trường, tổng dòng thu của dự án chỉ vừa bằng với số tiền cần trả (nợ gốc và lãi vay), nhà cho vay vẫn thu đủ phần của mình, mọi rủi ro sẽ được dồn hết lên vai chủ sở hữu. Tỷ suất chiết khấu sử dụng để tính NPV theo quan điểm nhà cho vay là chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC), vì tổng dòng tiền bao gồm hai nguồn vốn: nợ vay và vốn chủ sở hữu.

- *Quan điểm chủ sở hữu* mục đích nhằm xem xét giá trị thu nhập ròng còn lại của dự án so với những gì họ có được trong trường hợp không thực hiện dự án. Chủ đầu tư (chủ sở hữu) quan tâm đến dòng tiền thuần còn lại cho mình, sau khi đã thanh toán nợ vay. Tỷ suất chiết khấu sử dụng để tính NPV theo quan điểm chủ sở hữu là chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu, vì chỉ tính trên dòng tiền của chủ sở hữu.

***Kết luận***: Cho dù đứng trên góc độ chủ nợ hay chủ sở hữu trong đánh giá hiệu

quả của dự án đầu tư thì nên đánh giá chủ yếu trên quan điểm tổng đầu tư thì tốt hơn.

Khi đó, hiệu quả đo lường được phản ánh thực chất một đồng vốn đem vào đầu tư cho tài sản thì mang lại mức sinh lời là bao nhiêu mà chưa chịu tác động của đòn bẩy tài chính. Còn cách tiếp cận hiệu quả vốn chủ sở hữu chỉ sử dụng để xém xét thêm hiệu quả của chủ sở hữu sau khi đã chắc chắn xác lập được cơ cấu nguồn vốn tối ưu mà thôi.

***3.1.3.5. Ước lượng chi phí sử dụng vốn của dự án dựa trên dữ liệu thị trường***

Chi phí sử dụng vốn là một biến số thiết yếu trong việc tính toán và đánh giá các chỉ tiêu thẩm định dự án. Bên cạnh đó, nhiều chỉ tiêu thẩm định, ví dụ tiêu chuẩn NPV, rất nhạy cảm với chi phí sử dụng vốn. Chỉ một sự thay đổi nhỏ trong chi phí sử dụng vốn có thể dẫn đến sự khác biệt rất lớn trong NPV. Điều này đòi hỏi việc ước lượng chi phí sử dụng vốn khoa học và hợp lý là một yêu cầu cần thiết.

- Đối với chi phí sử dụng nợ vay: Đây là mức lãi suất vay vốn mà doanh nghiệp dự kiến huy động để tài trợ cho dự án dựa trên tình hình lãi suất thị trường hiện hành. Khi tính toán chi phí sử dụng vốn bình quân, chi phí sử dụng nợ vay phải được đưa về sau thuế.
- Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của dự án: Có nhiều phương pháp ước lượng chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu khác nhau. Tuy nhiên, đa số các phương pháp ước lượng đều đòi hỏi dữ liệu giá thị trường nên không đảm bảo tính khả thi khi ước lượng cho dự án. Chúng tôi đề xuất nên sử dụng các phương pháp sau: *Thứ nhất,* chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu bằng lãi suất vay vốn cộng mức bù rủi ro nhưng có điều chỉnh cho phù hợp; *Thứ hai,* chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu bằng tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành.

***3.1.3.6. Cần tính đến yếu tố lạm phát khi đánh giá hiệu quả dự án***

*Nguyên tắc khi thẩm định dự án đầu tư đó là, dòng tiền danh nghĩa được chiết khấu bởi lãi suất danh nghĩa, dòng tiền thực được chiết khấu bởi lãi suất thực*. Cách mà chúng ta có thể xử lý lạm phát là: Cộng thêm vào tỷ suất sinh lời đòi hỏi thực của nhà đầu tư một mức bù cho lạm phát. Trên thực tế, khi xác định tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư, bản thân trong tỷ suất sinh lời đòi hỏi của nhà đầu tư đã bao gồm cả lạm phát, chính vì vậy không cần thiết phải cộng thêm mức lạm phát nữa. Tuy nhiên,

khi đó để đảm bảo tính phù hợp giữa dòng tiền và tỷ suất chiết khấu chúng ta phải sử dụng dòng tiền danh nghĩa, tức là dòng tiền đã bao gồm cả mức trượt giá do lạm phát.

## 3.2.CÁC GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN CÔNG TÁC THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN CỦA TCT SÔNG ĐÀ

### 3.2.1. Hoàn thiện công tác thẩm định tổng mức đầu tư và nguồn tài trợ của dự án đầu tư

Khi xem xét và phê duyệt kế hoạch đầu tư dự án của TCT và các công ty thành viên, TCT cần phải chú ý đến khả năng cân đối dòng tiền tổng thể và khả năng đáp ứng nhu cầu đầu tư để cải thiện tình trạng thiếu vốn và chậm tiến độ kinh niên tại các dự án mà TCT và các đơn vị đã đầu tư.

Cần coi trọng việc lập kế hoạch kinh doanh, kế hoạch đầu tư hợp nhất toàn TCT gắn với ràng buộc giới hạn ngân sách vốn đầu tư

TCT cần phải cân đối giữa tổng nhu cầu đầu tư với dòng tiền tài trợ thông qua việc lập kế hoạch kinh doanh hợp nhất. Thực tế trong thời gian vừa qua, TCT đã triển khai một danh mục dàn trải rất nhiều dự án tại nhiều đơn vị thành viên dẫn tới gây căng thẳng nhu cầu vốn và nhiều dự án bị chậm tiến độ và hiệu quả thấp do thiếu vốn đầu tư. Chính vì vậy, việc triển khai một dự báo dòng tiền hợp nhất toàn TCT nhằm cân đối nhu cầu đầu tư tổng thể với dòng tiền và khả năng tài trợ là biện pháp cơ bản nhất đảm bảo các dự án được thực thi được bố trí nguồn vốn đầy đủ và tránh tình trạng thiếu vốn kinh niên khi triển khai dự án.

Việc lập kế hoạch kinh doanh hợp nhất này sẽ đảm bảo sự phù hợp giữa yêu cầu vốn đầu tư với tiềm lực tài chính của TCT: Nhu cầu đầu tư của TCT cần phù hợp với năng lực huy động vốn và đảm bảo duy trì hệ số nợ của TCT trong giới hạn an toàn. Nếu tổng nhu cầu đầu tư dự kiến đòi hỏi phải huy động nợ vay vượt khỏi giới hạn nợ an toàn, TCT cần xem xét lựa chọn dự án theo thứ tự ưu tiên trong bối cảnh có sự hạn chế về ngân sách vốn đầu tư.

Việc lập kế hoạch kinh doanh hợp nhất cùng với việc đặt ra những giới hạn ngân sách vốn đầu tư giúp tránh đầu tư dành trải và tăng trưởng quá nóng gây mất cân

bằng tài chính. Trên cơ sở giới hạn ngân sách vốn đầu tư mà thực hiện lựa chọn dự án đầu tư theo trình tự ưu tiên.

TCT cũng cần phải điều chỉnh lại chính sách tài trợ vốn cho các dự án hợp lý hơn, xác định tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong tỷ trọng TMĐT của dự án phù hợp với quy mô và tiến độ dự án. Thực hiện việc góp vốn chủ sở hữu đúng tiến độ so với dự kiến ban đầu để đáp ứng tiến độ đầu tư và phát huy hiệu quả của dự án. Bên cạnh đó, tiếp tục thực hiện rà soát các dự án đầu tư (từ thủ tục đầu tư, tổ chức quản lý điều hành, tổng mức đầu tư, thiết kế, dự toán, vốn, đánh giá lại hiệu quả dự án,..) để kịp thời chấn chỉnh và nâng cao chất lượng công tác đầu tư; thực hiện thoái vốn hoặc chuyển nhượng các dự án đầu tư có hiệu quả không cao, các dự án vượt quá khả năng tài chính của đơn vị, kể cả các dự án đã đi vào vận hành. TCT cũng phải cải thiện lại tình trạng đầu tư dàn trải hiện tại. TCT cần phải tổ chức rà soát lại các dự án để xác định dự án nào cần phải tiếp tục bố trí vốn để triển khai, dự án nào cần phải hoãn, dãn tiến độ, dự án nào cần phải tạm dừng. Nếu thấy dự án đầu tư nào không thuận lợi, TCT có thể tìm đối tác để chuyển nhượng dự án với giá hợp lý để thu hồi vốn tập trung cho các dự án hiệu quả hơn, thậm chí phải chấp nhận lỗ khi chuyển nhượng dự án kém hiệu quả.

Xây dựng và phát triển nguồn lực về tài chính, trong đó đa dạng hóa các kênh huy động vốn như: Từ các tổ chức tín dụng trong và ngoài nước, vốn ODA, nguồn vốn ưu đãi của chính phủ các nước, thị trường chứng khoán để đảm bảo thu xếp đủ vốn đáp ứng hoạt động SXKD và đầu tư của TCT và các ĐVTV, đặc biệt đối với các dự án tại Lào.

Cơ cấu lại các công ty con, liên kết theo đề án tái cấu trúc của TCT đã được phê duyệt, hoàn thành các thủ tục để giải ngân khoản vay ADB giai đoạn 2 để có nguồn vay kỳ hạn dài hơn với lãi suất thấp hơn để cơ cấu lại nguồn vốn vay kỳ hạn ngắn hơn với lãi suất cao đã huy động cho các DAĐT.

Thực hiện việc áp dụng các quy trình quản lý dự án hiện đại, hiệu quả theo thông lệ quốc tế nhằm đạt được hiệu quả trong lập kế hoạch, quản lý, kiểm soát quy trình thực hiện để đưa dự án vào vận hành đúng tiến độ, theo đúng TMĐT được duyệt (TMĐT ban

đầu).

### 3.2.2. Hoàn thiện công tác thẩm định dòng tiền dự án đầu tư

TCT cần xây dựng bộ phận thu thập thông tin chuyên biệt cho từng ngành kinh doanh, đặc biệt là thông tin về các đối thủ cạnh tranh, cân nhắc kỹ lưỡng đến những đội thái mở rộng công suất của đối thủ cạnh tranh chính trong ngành nhằm tạo ra những thông tin đáng tin cậy cho các quyết định đầu tư của TCT.

TCT cần phải cải thiện chất lượng của công tác dự báo doanh thu thông qua việc sử dụng nhiều phương pháp và kỹ thuật ước lượng doanh thu khác nhau nhằm đưa đến dự báo doanh thu tin cậy hơn.

TCT cần sử dụng các định mức thật sự hợp lý khi tính toán các chỉ tiêu tài chính dự án. Các thông số tính toán dòng tiền trong phương án tài chính phải được luận giải rõ ràng, phù hợp với các quy định của Nhà nước.

Một trong những yếu tố quyết định tới tính chính xác của NPV cũng như các chỉ tiêu tài chính khác là việc tính toán dòng tiền chênh lệch chính xác. Muốn vậy cần phải tính chính xác các yếu tố doanh thu, chi phí từng năm của dự án cũng như thời điểm xuất hiện các dòng doanh thu, chi phí đó. TCT cần phải xem xét cẩn thận đến giá bán của sản phẩm khi đưa vào vận hành dự án đã hợp lý hay chưa, có tính đến yếu tố điều chỉnh giá theo cơ chế thị trường hay không.

Bên cạnh đó TCT cũng cần chú ý đến chi phí khấu hao và chi phí lãi vay khi tính chi phí của dự án. Khi thẩm định cần xem xét phương pháp khấu hao được áp dụng có hợp lý và đúng quy định của Nhà nước về phương pháp khấu hao hay không, tổng mức khấu hao của các năm có bằng nguyên giá hay không và tính cả các khấu hao các tài sản khác của dự án khi đưa vào vận hành. Chính sách khấu hao của dự án có phù hợp với quy định của pháp luật hay không. TCT cần xây dựng một danh mục các tài sản cố định và tỷ lệ khấu hao hợp lý tương ứng với mỗi tài sản đó tạo điều kiện cho người thẩm định có cơ sở đối chiếu khi thẩm định. Đối với chi phí lãi vay cần xem xét thận trọng trong trường hợp dự án đi vay theo lãi suất biến đổi. TCT cũng cần xem xét thêm yếu tố chi phí cơ hội khi tính toán dòng tiền của dự án.

- Hàng năm từ TCT đến các đơn vị phải xây dựng và triển khai thực hiện nghiêm

túc kế hoạch tiết kiệm chi phí, đặc biệt là chi phí quản lý doanh nghiệp để giảm bớt chi

phí quản lý đầu tư các dự án. Tập trung chỉ đạo các ĐVTV TCT tăng cường công tác hạch toán SXKD, quản lý chặt chẽ các chi phí sản xuất và chi phí quản lý doanh nghiệp, đảm bảo SXKD và đầu tư có hiệu quả, tích lũy vốn để phát triển giúp cho công tác thẩm định tài chính DAĐT thuận lợi khi xác định dòng tiền của dự án đầu tư phù hợp với thực tế khi đầu tư.

### 3.2.3. Hoàn thiện công tác thẩm định chi phí sử dụng vốn của DAĐT

Việc ước lượng chi phí sử dụng vốn của nhiều dự án của TCT trước đây thiếu căn cứ đáng tin cậy và nhiều trường hợp là thấp hơn so với thực tế. Điều này dẫn đến một hậu quả đó là TCT có thể thông qua các dự án mà thực chất là kém hiệu quả. Chính vì vậy, việc cải thiện phương pháp ước lượng chi phí sử dụng vốn được xem là một trong những giải pháp mấu chốt cải thiện hiệu quả công tác thẩm định DAĐT.

***- Xây dựng bộ chi phí sử dụng vốn tham chiếu cho từng ngành:***

Việc xây dựng những chỉ tiêu trung bình chuẩn chi phí sử dụng vốn cho từng ngành kinh doanh của TCT được xem là rất hữu ích trong việc tạo ra cơ sở tham chiếu cho việc ước lượng chi phí sử dụng vốn các dự án đầu tư của TCT. Việc xây dựng các dự báo và ước lượng chi phí sử dụng vốn của các ĐVTV có thể giao cho một bộ phận chuyên trách thuộc Ban Tài chính kế toán TCT thực hiện và công bố hàng năm. Trên cơ sở đó, kèm theo các lý giải về nguyên nhân dẫn đến chi phí sử dụng vốn của các ĐVTV hiện đang ở mức cao hay thấp và kiến nghị những giải pháp nhằm hạ thấp chi phí sử dụng vốn, từ đó gia tăng giá trị cổ phiếu của các ĐVTV.

Việc ước lượng chi phí sử dụng vốn tham chiếu cần thiết xây dựng cho 4 ngành kinh doanh chiến lược của TCT: (1) Ngành xây dựng, (2) ngành thủy điện, (3) ngành bất động sản và (4) ngành sản xuất thép.

***Ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần***

Hiện nay, phương pháp CAPM vẫn khó có thể áp dụng trong điều kiện Việt Nam vì những lý do sau: (1) Chỉ số VN-Index vẫn chưa là đại diện tốt của danh mục thị trường, (2) chuỗi số liệu của thị trường còn ngắn do đó việc ước lượng phần bù rủi ro vốn cổ phần ($r_m$ - $r_F$) dựa vào số liệu lịch sử gặp nhiều khó khăn do độ lệch tiêu chuẩn

lớn. Chính vì vậy, theo như kinh nghiệm khảo sát từ việc ước lượng chi phí sử

dụng vốn cổ phần tại một số quốc gia Châu Á tại chương 1, hai phương pháp khả thi đó là: (1) Mô hình tăng trưởng cổ tức và (2) Phương pháp chi phí sử dụng vốn vay trước thuế cộng mức bù rủi ro.

***- Áp dụng mô hình tăng trưởng cổ tức:***

Hiện nay, phần lớn các ĐVTV thuộc ngành kinh doanh chiến lược của TCT đều cổ phần hóa và niêm yết cổ phiếu, vì vậy, việc ước lượng chi phí sử dụng vốn cổ phần cho từng ngành kinh doanh chiến lược thông qua dữ liệu giá cổ phiếu là một điều khả thi và có thể thực hiện qua mô hình tăng trưởng cổ tức.

$$r_e = \frac{D_1}{P_0} + g = \frac{D_0(1+g)}{P_0} + g$$

Trong đó: $D_{0:}$ là cổ tức nhận được ở năm trước

$D_{1:}$ là cổ tức dự tính nhận được ở năm thứ 1

g: là tốc độ tăng trưởng cổ tức đều đặn hàng năm dự tính $P_0$:

Giá cổ phiếu trên thị trường hiện hành

***- Áp dụng phương pháp chi phí sử dụng vốn vay trước thuế cộng mức bù rủi ro***

Chi phí sử dụng vốn cổ phần = Lãi suất vay vốn trước thuế + Mức bù rủi ro

Phương pháp này đơn giản và dễ áp dụng trong điều kiện Việt Nam. Chúng ta thay thế tham số lãi suất trái phiếu bằng lãi suất do doanh nghiệp vay vốn dài hạn của ngân hàng để thực hiện dự án. Đây là một sự điều chỉnh hợp lý vì lãi suất vay dài hạn đã lượng hoá rủi ro của doanh nghiệp và của DAĐT mới. Đối với Việt Nam, do điều kiện kinh doanh gặp nhiều rủi ro hơn thị trường Mỹ nên ta có thể quy ước cộng một mức bù rủi ro khoảng từ 4 - 8% tuỳ theo mức độ rủi ro tổng thể của mỗi doanh nghiệp.

**** Công thức tổng quát tính chi phí sử dụng vốn của dự án***

Chi phí sử dụng vốn bình quân tính theo các phương pháp được đề xuất ở trên là dựa trên mức độ rủi ro trung bình của doanh nghiệp và còn được gọi là chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp. Chi phí sử dụng vốn này chỉ sử dụng để tính NPV của những dự án có mức độ rủi ro tương tự như các tài sản hiện tại của doanh nghiệp. Tuy

nhiên, nếu rủi ro của dự án chênh lệch đáng kể với rủi ro trung bình của doanh nghiệp thì cần thực hiện điều chỉnh để có được tỷ suất chiết khấu cho từng dự án. Các doanh nghiệp thường sử dụng chi phí sử dụng vốn bình quân của doanh nghiệp làm chuẩn và cộng thêm phần bù rủi ro tương xứng với rủi ro của từng dự án. Phần bù rủi ro có thể dương hoặc âm tuỳ thuộc vào mức độ rủi ro của dự án so với rủi ro trung bình của doanh nghiệp.

WACC của dự án = $WACC_a$ + Phần bù rủi ro dự án

Trong đó, $WACC_a$ là chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp

Sau đây là một ví dụ minh hoạ cụ thể. Giả sử chi phí sử dụng vốn bình quân của một doanh nghiệp là 15%. Căn cứ vào kinh nghiệm trong lĩnh vực đầu tư dài hạn, doanh nghiệp đã xây dựng được bảng tính chi phí sử dụng vốn bình quân cho các loại dự án khác nhau như sau:

**Bảng 3.2: Ví dụ về ước lượng chi phí sử dụng vốn cho dự án**

| Loại dự án | WACC của doanh nghiệp | Phần bù rủi ro | WACC của dự án |
|---|---|---|---|
| Đầu tư mạo hiểm | 12% | 5% | 17% |
| Phát triển sản phẩm mới | 12% | 3% | 15% |
| Mở rộng hoạt động kinh doanh hiện tại | 12% | 0 | 12% |
| Cải tiến công nghệ | 12% | -3% | 9% |

### 3.2.4. Hoàn thiện công tác thẩm định phương pháp đánh giá rủi ro của dự án đầu tư

*Xây dựng chi tiết các phương án quản trị rủi ro trong quá trình thực hiện dự án.* Như phân tích trong chương 2 đã chỉ ra, phần phân tích rủi ro của dự án chưa thực sự được chú trọng, thể hiện qua việc mô hình phân tích rủi ro còn đơn giản, chưa xây dựng

một cách chi tiết các tình huống và biện pháp ứng phó với các tình huống có thể xảy ra trong quá trình thực hiện dự án. Chính vì vậy, nhiều dự án của TCT khi triển

khai đã gặp phải những rủi ro phát sinh ngoài dự tính, lúng túng trong ứng phó khi xảy ra rủi ro và dẫn đến việc triển khai dự án bị đình trệ và kéo dài, dẫn đến thiếu hiệu quả. Chính vì vậy, tôi đề xuất cần nâng tầm và chú trọng đầu tư công sức trong việc phân tích rủi ro của các DAĐT trong tương lai. Những đề xuất cụ thể bao gồm:

- *Thứ nhất*, cần ứng dụng kết hợp nhiều phương pháp phân tích rủi ro định lượng bên cạnh việc sử dụng phân tích độ nhạy như: Phân tích viễn cảnh, phân tích mô phỏng Monte Carlo hay sơ đồ cây quyết định nhằm có được những đánh giá rủi ro toàn diện hơn.

- *Thứ hai*, cần nhận diện rõ những rủi ro trọng yếu và xây dựng phương án ứng phó với rủi ro nhằm hạn chế rủi ro, chủ động ứng phó với rủi ro. Các rủi ro có thể được chia làm 2 nhóm (1) nhóm rủi ro hệ thống và (2) nhóm rủi ro phi hệ thống. Mẫu phân tích rủi ro, đánh giá tác động và dự kiến biện pháp ứng phó có thể được thiết kế theo bảng dưới đây.

**Bảng 3.3: Mô hình mẫu cho phân tích rủi ro dự án**

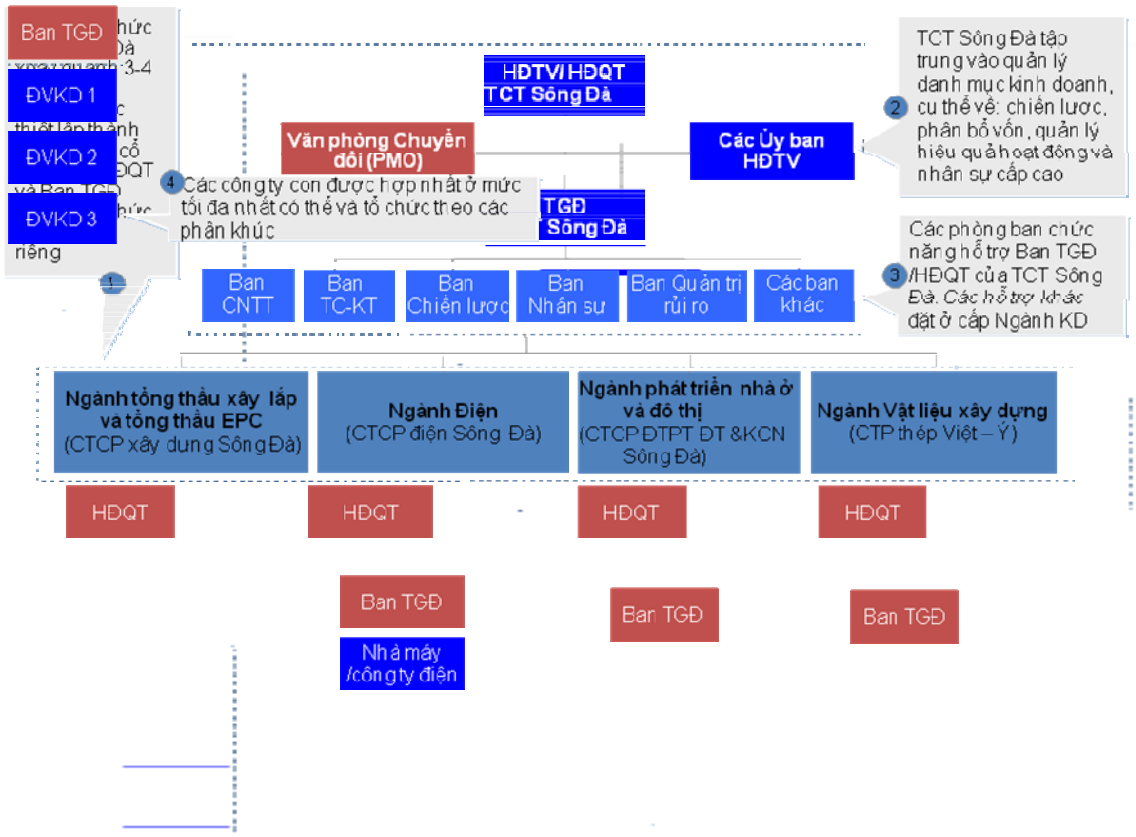
| ST | Loại rủi ro | Tác động | Biện pháp ứng phó |
|---|---|---|---|
| **T A** | **Rủi ro hệ thống** | | |
| 1 | Rủi ro lãi suất | … | …. |
| 2 | Nền kinh tế suy giảm tăng trưởng | | |
| **…** | **…** | **…** | **…** |
| **B** | **Rủi ro phi hệ thống** | | |
| 1 | Rủi ro góp vốn chậm tiến độ | … | … |
| 2 | Rủi ro nhà thầu kém năng lực | … | … |
| … | … | … | … |

- Tăng cường công tác quản trị rủi ro từ TCT đến các đơn vị thành viên thuộc các lĩnh vực trọng yếu trong hoạt động SXKD, đầu tư để kịp thời phát hiện, phòng ngừa và khắc phục, góp phần nâng cao hiệu quả SXKD và đầu tư.

### 3.2.5. Các giải pháp khác

#### *3.2.5.1. Giải pháp thẩm định DAĐT trên cơ sở chiến lược của TCT*

*- Tích cực thực hiện chiến lược tái cấu trúc nhằm hình thành các đơn vị kinh doanh chiến lược (SBU) và từ đó kiểm soát tốt hơn việc phân bổ vốn cho từng lĩnh vực đầu tư*




**Sơ đồ 3.3: Tổ chức Tổng công ty Sông Đà đến năm 2017**

TCT cần tích cực thực hiện chiến lược tái cấu trúc đã được phê duyệt theo hướng tiếp tục tiến hành sáp nhập những công ty thành viên cùng ngành nghề theo hình thức hoán đổi hoặc mua lại cổ phần để hình thành 04 công ty chủ lực tương ứng với 04 ngành kinh doanh chính của TCT. Mô hình cuối cùng của TCT sẽ hình thành 04 công ty con chủ lực (4 SBU) quản lý 04 ngành kinh doanh chiến lược của TCT đó là:

- CTCP Xây dựng Sông Đà: Quản lý tập trung ngành tổng thầu xây lắp và tổng thầu xây dựng EPC.

- CTCP Điện Sông Đà: Quản lý tập trung các dự án điện của TCT.

- CTCP Đầu tư và Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà: Quản lý các dự án bất động sản của TCT.
- CTCP Thép Việt Ý: Quản lý ngành vật liệu xây dựng, cụ thể là ngành sản xuất thép xây dựng.

Đồng thời, công ty mẹ TCT chỉ đóng vai trò là nhà quản lý chiến lược, đầu tư và quản lý vốn đầu tư vào công ty con. Mô hình cấu trúc mới hướng đến một mô hình tổ chức tinh gọn hơn, giảm bớt cấp quản lý trung gian và giúp cho mô hình tổ chức linh hoạt để nhanh chóng thích ứng với các biến động của thị trường. Bên cạnh đó, mô hình sẽ giúp TCT kiểm soát được chính xác vốn đầu tư phân bổ cho từng ngành kinh doanh chiến lược của mình.

Để hiện thực hóa chiến lược kinh doanh, có thể hoạt động hiệu quả hơn cả về mặt vận hành và cơ cấu tổ chức, chương trình tái cấu trúc mang tính thực tế và khả thi, thì tái cấu trúc về tổ chức TCT cần phải được triển khai đồng bộ, toàn diện theo đề án được cấp có thẩm quyền phê duyệt. Cụ thể như sau:

+ Củng cố phát triển 3 ngành kinh doanh chính.

+ Củng cố hoạt động của Công ty mẹ - TCT theo mô hình CTCP.

+ Thoái vốn các đơn vị và các khoản đầu tư tài chính còn lại theo đề án.

+ Lành mạnh tài chính của toàn tổ hợp; Thực hiện nâng vốn điều lệ của Công ty mẹ; nâng cao tiềm lực tài chính của Công ty mẹ và các ĐVTV.

+ Củng cố các quy trình quản lý theo tiêu chuẩn quốc tế.

+ Tiếp tục cập nhật và áp dụng các hệ thống quản lý, quy trình, quy định về an sinh xã hội (bao gồm các vấn đề về quản lý môi trường, tác động xã hội, an toàn lao động, sức khỏe nghề nghiệp....) và bình đẳng giới để đảm bảo các hoạt động SXKD của TCT phát triển bền vững hơn, hài hòa với sự phát triển của xã hội.

- *Áp dụng thẻ điểm cân bằng trong việc hoạch định và triển khai chiến lược qua đó cụ thể hóa những yêu cầu đầu tư cấp thiết*

**Bảng 3.4: Mô hình thẻ điểm cân bằng với ngành xây dựng**

| Phương diện | Thực hiện | Yêu cầu |
|---|---|---|
| **Sức mạnh tài chính** | | |
| Tỷ suất lợi nhuận vốn đầu tư (ROI) | Xx | xx |
| **Sự thỏa mãn của khách hàng** | | |
| Thi công đúng hạn cho khách hàng | Xx | xx |
| Đáp ứng yêu cầu của khách hàng | Xx | xx |
| **Quy trình nội bộ** | | |
| Thời gian một chu kỳ xây dựng | Xx | xx |
| Tỷ lệ phế liệu | Xx | xx |
| Thời gian từ khi trúng thầu đến khi hoàn thành | Xx | xx |
| **Học hỏi và phát triển tổ chức** | | |
| Tỷ lệ nhân viên được huấn luyện | Xx | Xx |

Thẻ điểm cân bằng là một công cụ quản trị tiên tiến được xây dựng bởi hai nhà khoa học là Robert Kaplan và David Norton, sau đó được áp dụng phổ biến tại nhiều doanh nghiệp trên thế giới từ những năm 1990 của thế kỷ 20. Thẻ điểm cân bằng là một công cụ rất quan trọng nhằm cụ thể hóa chiến lược và xây dựng các thước đo toàn diện trên 4 khía cạnh quan trọng của chiến lược và có mối quan hệ nhân quản chặt chẽ với nhau đó là: (1) Khía cạnh tài chính, (2) Khía cạnh khách hàng, (3) Các quy trình nội bộ và (4) Học tập và tăng trưởng.

Việc chưa áp dụng thẻ điểm cân bằng và chưa xây dựng được các bộ chỉ tiêu đo lường chiến lược được xem là một hạn chế trong quá trình hoạch định chiến lược dài hạn của TCT. Trong thời gian tới, TCT cần chỉ đạo việc xây dựng thẻ điểm cân bằng cho 4 đơn vị kinh doanh chiến lược SBU và sử dụng các chỉ tiêu đo lường trong thẻ điểm để đánh giá kết quả thực hiện chiến lược của các SBU và lấy đó làm cơ sở truyền đạt chiến lược tới toàn thể CBCNV của TCT và tạo cơ sở để đề xuất chế độ khen thưởng.

***Xây dựng các chỉ tiêu kiểm soát hoạt động đầu tư và tập trung nguồn lực đầu tư vào những dự án hiệu quả, có lợi thế cạnh tranh***

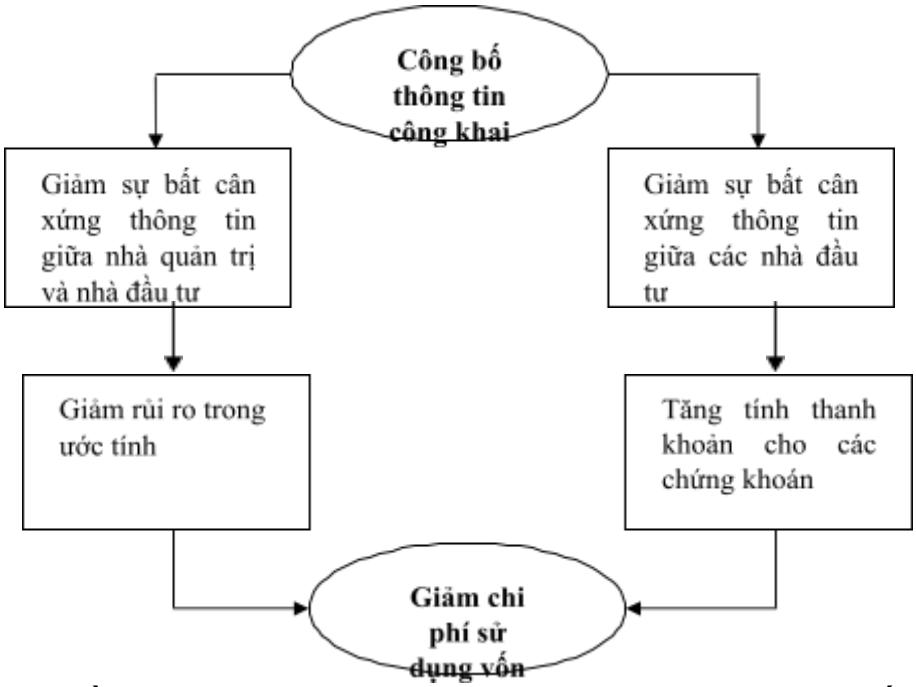
Việc tái cấu trúc TCT theo hướng thành lập 4 đơn vị kinh doanh chiến lược (SBU) sẽ tạo cơ sở thuận lợi cho việc tính toán các chỉ tiêu kiểm soát vốn đầu tư cho từng lĩnh vực. Các chỉ tiêu kiểm soát hoạt động đầu tư cần thiết đó là: (1) Tỷ lệ vốn đầu tư phân bổ theo từng ngành kinh doanh chiến lược, (2) Tổng mức đầu tư hàng năm so với dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh.

- Đảm bảo các khoản đầu tư của TCT được thực hiện phù hợp với lợi thế cạnh tranh và gắn kết với chiến lược. Thực hiện phân cấp mạnh hơn trong việc thẩm định dự án đầu tư thông qua việc trao nhiều thẩm quyền hơn gắn với cơ chế trách nhiệm và khen thưởng mạnh hơn cho các đơn vị thành viên.
- Trong các hoạt động đầu tư, TCT cần tập trung vào mục tiêu lợi nhuận, tránh việc bị chi phối quá lớn bởi các mục tiêu phi lợi nhuận như viện dẫn các lợi ích vĩ mô về mặt xã hội hay mục tiêu mở rộng quy mô thiếu rõ ràng. Cần đảm bảo sự tập trung nguồn lực tài chính vào những dự án thực sự hiệu quả và thuộc ngành kinh doanh chiến lược của TCT.
- Chú trọng các khoản đầu tư vào các dự án nghiên cứu và phát triển, đặc biệt là trong lĩnh vực lắp máy nhằm có thể chế tạo các thiết bị cơ khí xây dựng. Bên cạnh đó, cần chú trọng các khía cạnh đảm bảo vấn đề môi trường trong các hoạt động đầu tư, đặc biệt trong bối cảnh xu hướng các quốc gia hướng đến các mô hình phát triển bền vững, mô hình nền kinh tế xanh.

***3.2.5.2. Giải pháp gia tăng giá trị doanh nghiệp khi dự án vận hành***

- Các biện pháp và quyết định tài chính nhằm mục tiêu cuối cùng là đảm bảo nâng cao giá cổ phiếu trong dài hạn. Nhằm thực hiện mục tiêu này, việc thực hiện hoạt động vận hành dự án hiệu quả sau khi kết thúc giai đoạn thi công là một biện pháp rất quan trọng. Việc đánh giá kết quả hàng năm so với những dự báo trong thẩm định dự án đầu tư sẽ giúp nhà quản trị có thể đánh giá được mức độ hiệu quả của dự án so với dự tính.

- Thực hiện tốt hoạt động công bố thông tin về dự án nhằm đảm bảo nhà đầu tư tiếp cận được thông tin chính thức về dự án và giá cổ phiếu phản ánh hợp lý giá trị của doanh nghiệp. Để giá cổ phiếu của các công ty thành viên niêm yết được thị trường tài chính định giá hợp lý, các công ty cần cung cấp cho thị trường những thông tin tài chính thích hợp về quy mô dòng tiền và rủi ro liên quan đến thời điểm nhận được dòng tiền này. Nếu thị trường không có đủ thông tin, khi đó sẽ không thể đánh giá được khả năng thực tế của công ty trong việc tạo ra giá trị. Nếu thị trường nhận thức rằng một sự thông tin tài chính phù hợp làm giảm sự bất cân xứng về thông tin, các nhà đầu tư sẽ chấp nhận một thu nhập thấp hơn từ công ty bởi vì rủi ro thấp hơn liên quan đến việc đầu tư vào công ty. Điều này đến lượt nó làm giảm chi phí sử dụng vốn.




**Sơ đồ 3.4:Minh bạch hóa thông tin làm giảm chi phí sử dụng vốn**

Minh bạch thông tin giúp giảm bớt chi phí sử dụng vốn cổ phần thông qua việc giảm rủi ro ước tính của nhà đầu tư và thông qua việc giảm chênh lệch về thông tin giữa các nhà đầu tư tạo ra một tính thanh khoản cao hơn cho chứng khoán. Nếu luồng thông tin bị giới hạn, nhà đầu tư sẽ bất chắn hơn về những ước tính dòng tiền, do đó những người cấp vốn này sẽ đòi hỏi một thu nhập cao hơn, đặc biệt nếu rủi ro thông tin không

thể được đa dạng hoá. Tính thanh khoản cao hơn làm giảm chi phí giao dịch

bình quân và cho phép giá chứng khoán đạt đến mức cao hơn. Botosan (2000) đã nhận thấy rằng chi phí sử dụng vốn cổ phần có quan hệ ngược chiều với mức độ công bố thông tin của công ty. Theo phát hiện của bà, sự khác biệt giữa chi phí sử dụng vốn cổ phần, đối với những công ty minh bạch mà nó được bám sát bởi các nhà phân tích, có thể dẫn đến một sự giảm chi phí lên tới 9%.

Để giúp TCT có thể giảm chi phí sử dụng vốn, việc quản trị tốt vốn kinh doanh nhằm tiết kiệm vốn lưu động, từ đó, tăng vòng quay vốn, tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp, nâng cao khả năng sinh lời, duy trì khả năng thanh toán tốt là những nhân tố rất quan trọng giúp nâng cao xếp hạng tín nhiệm và từ đó giảm chi phí lãi vay cho TCT.

***3.2.5.3. Giải pháp về phát triển nguồn nhân lực***

Con người là yếu tố trung tâm, cội nguồn của mọi vấn đề chính vì vậy chất lượng thẩm định tài chính dự án đầu tư phụ thuộc nhiều vào yếu tố này. Để đáp ứng được yêu cầu này, TCT cần bố trí đội ngũ cán bộ làm công tác thẩm định đảm bảo đủ về số lượng, chất lượng nhân sự. Cán bộ thẩm định phải hội tụ đủ các yếu tố về kiến thức, năng lực chuyên môn cũng như đạo đức nghề nghiệp, cụ thể:

Về trình độ chuyên môn: đội ngũ cán bộ thẩm định phải có trình độ từ đại họ trở lên, có kiến thức chuyên môn trong các lĩnh vực: kỹ thuật, tài chính kế toán, ngân hàng, luật ... một cách vững vàng cũng như những hiểu biết tương đối rộng về thị trường, công nghệ, pháp luật. Đồng thời có khả năng nắm bắt nhanh, xử lý sáng tạo những vấn đề mới và phức tạp. Cán bộ thẩm định còn phải giỏi ngoại ngữ, sử dụng thành thạo máy vi tính, có kỹ năng làm việc nhóm tốt ...

Về đạo đức nghề nghiệp: cán bộ thẩm định nếu không có đạo đức nghề nghiệp tốt thì mọi tiêu chuẩn khác cũng không có giá trị. Đạo đức nghề nghiệp thể hiện ở sự tận tâm, tinh thần trách nhiệm, tính trung thực, bản lĩnh vững vàng và có ý thức tự rèn luyện, bồi dưỡng, góp sức mình vào sự nghiệp chung của TCT. Như vậy để kiện toàn đội ngũ cán bộ thẩm định cả về số lượng và chất lượng cho công tác thẩm định trong tương lai, TCT cần thực hiện một số công việc cụ thể như:

- Kiện toàn bộ máy quản lý có đủ năng lực có đủ bằng cấp, chứng chỉ theo quy

định hiện hành; Đào tạo đội ngũ cán bộ quản lý công tác thẩm định tài chính dự án có tính chuyên nghiệp cao, năng động, có trách nhiệm trong công việc.

- Tiến hành rà soát lại đội ngũ cán bộ nhân viên trực tiếp tham gia công tác thẩm định tài chính DAĐT của TCT, với những người không đạt yêu cầu của công việc cần có kế hoạch bồi dưỡng hoặc chuyển sang làm nhiệm vụ khác, bố trí công việc đúng người để phát huy tối đa năng lực, sở trường của từng người. Đồng thời chú ý đào tạo, cân nhắc những cán bộ có trình độ, phẩm chất đạo đức tốt, tâm huyết với nghề nghiệp vào những vị trí quan trọng chủ chốt.

- Trên cở sở nghiên cứu, tổng hợp nhu cầu nhân sự làm công tác thẩm định tài chính DAĐT trong thời gian tới, Ban Tổ chức nhân sự TCT cần có kế hoạch tuyển chọn, đào tạo, bồi dưỡng đội ngũ nhân sự đảm bảo yêu cầu từ TCT đến các ĐVTV. Việc tuyển dụng phải đảm bảo chất lượng, trình độ phù hợp với yêu cầu công việc.

- Chú trọng xây dựng đội ngũ chuyên viên giỏi, có kinh nghiệm trong công tác thẩm định tài chính DAĐT làm nòng cốt cho việc thẩm định những dự án quan trọng cũng nh tham gia hướng dẫn, đào tạo và phát triển đội ngũ cán bộ thẩm định trong toàn TCT.

- Đẩy mạnh công tác giáo dục và đào tạo cán bộ, nâng cao chất lượng đào tạo bằng việc tổ chức đào tạo hệ thống cho các cán bộ nhân viên thẩm định về chuyên môn cũng như các lĩnh vực khác như: ngoại ngữ, CNTT, quản lý, kiến thức về chính trị xã hội, kiến thức về pháp luật ... Về hình thức tổ chức, có thể tổ chức mời các chuyên gia giỏi về tập huấn tại các lớp học tập trung tổ chức tại TCT, liên kết với các trường đại học, học viên chuyên nghành trong nước hoặc cử đi đào tạo tại nước ngoài....

- TCT cần ban hành quy định về chế độ thưởng phạt rõ ràng, gắn chặt với hiệu quả đầu tư và chế độ trách nhiệm tập thể trong việc ra quyết định đầu tư gắn với trách nhiệm cá nhân để tạo động lực và sức ép đủ lớn buộc các chủ thể chịu trách nhiệm phải thận trọng và quyết liệt trong việc thẩm định và ra quyết định đầu tư. Điều này sẽ khuyến khích sự thẩm định dự án thận trọng và hiệu quả hơn. Bên cạnh đó, hoạt động kiểm tra giám sát các ĐVTV trong quá trình thẩm định và triển khai DAĐT cần được

coi trọng đúng mức và thực sự chú trọng đến hiệu quả. Ngoài ra, cơ chế ra quyết định đầu tư của TCT cần phân cấp mạnh hơn cho các DAĐT để khuyến khích sự tự chủ và tự chịu trách nhiệm của các các ĐVTV.

- TCT cần thực hiện chính sách đãi ngộ thỏa đáng về lợi ích vật chất cũng như các cơ hội thăng tiến, khen thưởng động viên kịp thời. Đồng thời phát hiện, uốn nắn kịp thời những nhận thức sai lệch, giao động về tư tưởng, ngăn ngừa các biểu hiện sa sút phẩm chất cán bộ, xử lý nghiêm minh những hành vi tiêu cực.
- Khuyến khích những sáng kiến, đề xuất trong công việc nói chung cũng như trong công tác thẩm định tài chính dự án nói riêng, những ý kiến đó phải được xem xét cẩn thận, có thể đưa vào áp dụng hoặc có sự giải thích rõ ràng tạo tâm lý, tình cảm tích cực trong CBCNV.
- Tạo điều kiện thuận lợi, khuyến khích cán bộ tự đào tạo, nâng cao trình độ bằng sự hỗ trợ về vật chất, về thời gian cũng như các cơ hội thăng tiến trong công việc.
- Để đảm bảo đáp ứng đủ nguồn lực lao động nói chung nguồn nhân lực làm công tác thẩm định dự án và tài chính dự án nói riêng cho TCT, từ TCT đến các ĐVTV phải xây dựng chiến lược phát triển nguồn nhân lực, từ khâu lựa chọn, tiếp nhận, sử dụng, đào tạo, đánh giá và đãi ngộ.
- Xây dựng chính sách khuyến khích, động viên và chế độ đãi ngộ cụ thể (về tiền lương, điều kiện làm việc và các ưu đãi khác), đặc biệt là phải có bước đột phá trong trả lương đối với CBCNV, cán bộ quản lý, để giữ và thu hút lao động có tay nghề cao, cán bộ có năng lực, trình độ giỏi.
- Để phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao, đủ trình độ và năng lực cạnh tranh trong điều kiện hội nhập, phải làm tốt quy hoạch cán bộ, củng cố, nâng cao chất lượng, qui mô đào tạo tại các cơ sở đạo tạo của TCT, cũng như liên kết, hợp tác với các cơ sở đào tạo trong và ngoài nước, để có kế hoạch đào tạo đúng với nhu cầu của TCT, nhằm đa dạng hóa các hình thức đào tạo (trong nước, ngoài nước, dài hạn, ngắn hạn, tại chỗ...). Trong đó tập trung đào tạo đội ngũ cán bộ quản lý và công nhân kỹ thuật để tham gia thi công dự án điện hạt nhân, thi công đường sắt đô thị tại Hà Nội và TP Hồ

Chí Minh. Tiếp tục triển khai công tác đạo tạo theo kế hoạch đã được phê duyệt

theo yêu cầu của ADB.

- Cơ cấu lại lực lượng lao động theo hướng tinh giảm bộ máy gián tiếp tại công ty mẹ và các công ty con và liên kết theo ngành kinh doanh chính, phấn đấu đến năm 2020 tỷ lệ gián tiếp giảm xuống 20%Tổng số lao động. Thực hiện quản lý nhân sự thông qua việc đánh giá hiệu quả công việc (KPI).
- Tập trung xây dựng đời sống, lối sống và môi trường văn hóa lành mạnh; coi trọng văn hóa trong lãnh đạo, quản lý, kinh doanh và ứng xử trong TCT.

#### *3.2.5.4. Giải pháp về mặt quản lý, tổ chức, điều hành*

Công tác tổ chức, điều hành khoa học hợp lý trong hoạt động thẩm định sẽ phát huy được tối đa tính sáng tạo, năng lực sở trường ở mỗi người đồng thời đảm bảo sự thuận tiện, sự hợp tác giữa các cá nhân, bộ phận trong hệ thống, hạn chế rủi ro. Để tăng thêm tính hiệu quả trong cơ chế hoạt động, an toàn trong thẩm định tài chính dự án đầu tư có thể xem xét đến một số giải pháp như:

- Xem xét kiện toàn lại cơ cấu sao cho phù hợp, dễ kiểm tra, kiểm soát từ TCT đến các đơn vị thành viên nhưng lại thông thoáng tạo điều kiện cho cán bộ thẩm định phát huy năng lực, sở trường.
- Bộ máy nhân sự phải tinh giản, gọn nhẹ, hướng vào nâng cao hiệu quả hoạt động nhưng cũng không được thiếu.
- Thực hiện nghiêm túc phân quyền phán quyết và thẩm định như đang làm hiện nay. Đồng thời có sự điều chỉnh mức phán quyết, nâng cao quyền tự quyết cho phù hợp với các đơn vị thành viên, các đối tượng khách quan cũng như lĩnh vực kinh doanh khác nhau.
- Phân chia các lĩnh vực hoạt động kinh doanh, căn cứ vào năng lực sở trường và kinh nghiệm của từng cán bộ hay nhóm cán bộ làm công tác thẩm định tài chính DAĐT để phân công công việc.
- Ban hành các quy chế quản lý nghiệp vụ vừa nghiêm túc, an toàn vừa tạo điều kiện cho phát huy được trí sáng tạo năng động.

- Định kỳ hàng năm tổ chức hội nghị báo cáo tổng kết, đánh giá, rút kinh nghiệm về công tác thẩm định tài chính DAĐT trong toàn TCT giúp cho việc thực hiện tốt hơn.

- Chỉ đạo quyết liệt để đảm bảo hoàn thành mục tiêu, tiến độ, chất lượng và an toàn xây lắp các công trình trọng điểm của Nhà nước, các dự án đầu tư của TCT và của các ĐVTV; Chuẩn bị đầy đủ các nguồn lực như: xe máy, thiết bị, nhân lực để thi công các công trình, dự án theo định hướng chiến lược của TCT và của các đơn vị đã đề ra.

- Thường xuyên rà soát, sửa đổi, bổ sung và ban hành các quy chế, quy định, nhằm nâng cao hiệu lực, hiệu quả quản lý, điều hành hoạt động của TCT đúng luật pháp của Nhà nước và thông lệ quốc tế.

- Phân cấp, ủy quyền triệt để theo khả năng và năng lực quản trị doanh nghiệp, tạo ra cơ chế chủ động, tạo động lực phát triển cho từng cá nhân và từng doanh nghiệp trong TCT, đáp ứng yêu cầu phát triển, đảm bảo hoạt động SXKD ổn định, hiệu quả và tích luỹ vốn. Tăng cường công tác kiểm tra, giám sát, kiểm soát hoạt động của các công ty con, công ty liên kết, kể cả công ty cấp III, trong đó tập trung kiểm tra về công tác tài chính, đầu tư, kỹ thuật chất lượng,...

- Nghiên cứu, áp dụng mô hình quản trị doanh nghiệp hiện đại, theo thông lệ quốc tế nhằm nâng cao hiệu quả quản trị và năng lực cạnh tranh; Thực hiện công khai, minh bạch thông tin; Tiết kiệm chi phí ở tất các khâu sản xuất để tăng hiệu quả SXKD, tăng thu nhập và thu hút được nhiều nhân lực chất lượng cao về công tác tại TCT và các ĐVTV.

- Tổ chức phân tích hoạt động kinh tế tại các ĐVTV, đặc biệt tập trung phân tích, tìm giải pháp xử lý đối với những đơn vị có dự án đầu tư thua lỗ, hiệu quả thấp. Chỉ đạo các đơn vị tập trung thực hiện quyết toán và tổ chức thẩm tra quyết toán vốn đầu tư các dự án đã hoàn thành để từ đó tìm ra các tồn tại vướng mắc trong quá trình đầu tư làm cơ sở rút kinh nghiệm khi lập và thẩm định tài chính DAĐT mới.

- Xây dựng các quy định quản lý hoạt động của các ĐVTV, đặc biệt khi TCT hướng tới mô hình quản lý chiến lược. Thực hiện công khai, minh bạch thông tin và

tiết kiệm chi phí ở tất các khâu sản xuất, đầu tư để tăng hiệu quả SXKD, hiệu quả đầu tư.

***3.2.5.5. Giải pháp về thông tin, trang thiết bị công nghệ phục vụ thẩm định***

- Trước khi bắt tay vào thẩm định tài chính dự án, cán bộ thẩm định cần nghiên cứu, khảo sát tình hình thực tế tại các dự án đã thực hiện để thấy được kết quả thực hiện dự án khi hoàn thành so với kết quản thẩm định có sát hay không. Từ đó có những điều chỉnh về phương pháp và cách thức thẩm định cho các dự án chuẩn bị thẩm định.

- Mở rộng nguồn thu thập thông tin từ các dự án tương tự trong và ngoài nước để có thể tham khảo khi thẩm định.

- Sau khi thu thập thông tin cán bộ thẩm định cần phân loại thông tin, đánh giá độ chính xác của thông tin, tầm quan trọng của thông tin với việc đánh giá dự án cần thẩm định. Cách xử lý thông tin đơn giản là xếp loại từng tiêu thức đánh giá và lập bảng theo dõi từng khách hàng.

- Trong thẩm định tài chính dự án thì việc ứng dụng CNTT trợ giúp cho việc phân tích các chỉ tiên tài chính dự án là rất hiệu quả, giúp cán bộ thẩm định tiết kiệm thời gian, chính xác số liệu nên việc sử dụng các phần mềm tính toán là cần thiết do đó TCT cần phải trang bị cho cán bộ thẩm định thiết bị máy tính cũng như kỹ năng vận hành thật tốt.

- Bên cạnh đó, TCT cần phải tiếp tục phát huy tốt hơn nữa việc ứng dụng CNTT để hỗ trợ tích cực cho công tác lập và thẩm định tài chính DAĐT. Các chỉ tiêu tài chính của dự án khi tính toán phải ứng dụng công nghệ thông tin, phần mềm Excel để giải quyết các khối lượng tính toán chuẩn xác nhất. Các tính toán cần được phản ánh khoa học, chính xác, đảm bảo cung cấp thông tin một cách khoa học và kịp thời cho việc ra quyết định quản trị điều hành. Đẩy mạnh việc ứng dụng khoa học công nghệ, đặc biệt là CNTT trong công tác quản lý, điều hành, cũng như thi công nhằm tăng hiệu quả đầu tư, SXKD trong toàn TCT. Duy trì và tiếp tục phát triển việc giao ban trực tuyến với các công trường để tăng hiệu quả quản lý điều hành, giảm chi phí.

### 3.3. MỘT SỐ KIẾN NGHỊ

Môi trường vĩ mô có ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động thẩm định và triển khai dự án đầu tư của doanh nghiệp. Nhằm tạo điều kiện thuận lợi cho hoạt động thẩm định và triển khai các dự án đầu tư của các doanh nghiệp trong nền kinh tế nói chung, hướng đến tạo ra sự tăng trưởng kinh tế, giải quyết việc làm và tạo ra sự thịnh vượng chung, chúng tôi kiến nghị các giải pháp vĩ mô cần thiết như sau:

- *Chính phủ cần tập trung vào mục tiêu tạo lập môi trường ổn định vĩ mô*: Công tác lập kế hoạch và dự báo trong các dự án mới đảm bảo độ tin cậy. Việc lập dự án đầu tư đòi hỏi phải ước lượng nhiều biến số kinh tế. Do đó, để giúp các doanh nghiệp có thể tăng tính tin cậy trong công tác dự báo và lập dự án, chính phủ cần nỗ lực thực hiện các giải pháp nhằm tăng cường tính ổn định vĩ mô. Do đó, việc ổn định tỷ lệ lạm phát và chuyển sang điều hành chính sách tiền tệ theo lạm phát mục tiêu, ổn định mặt bằng lãi suất và tỷ giá hối đoái là một trong những nhân tố tích cực hỗ trợ cho việc tăng cường tính dự báo tin cậy trong thẩm định dự án đầu tư.

- *Luật pháp cần nhất quán và có tính dự báo*: Một trong những điểm yếu của môi trường kinh doanh tại Việt Nam là luật pháp thường xuyên thay đổi và thiếu tính dự báo, điều này tạo ra tính bất định và rủi ro cao trong dự báo dòng tiền của các dự án đầu tư. Chính vì vậy, việc ổn định các chính sách pháp luật về đầu tư, chính sách thuế, chính sách đất đai và tín dụng là rất cần thiết để tạo môi trường kinh doanh và đầu tư thuận lợi cho các doanh nghiệp.

- *Đơn giản hóa thủ tục hành chính trong cấp phép đầu tư*: Môi trường đầu tư thông thoáng, giảm thời gian thẩm định và thông qua dự án đầu tư. Điều này không những giúp cho các chủ đầu tư dự án có thể nhanh chóng triển khai dự án mà còn là nhân tố quan trọng giúp tiết kiệm chi phí đầu tư và nâng cao hiệu quả của dự án đầu tư.

Mặt khác để công tác lập, thẩm định và thực hiện các dự án đầu tư của TCT Sông Đà đạt hiệu quả cao hơn trong thời gian tới, chúng tôi kiến nghị thêm một số vấn đề cụ thể như sau:

- Đề nghị Chính phủ, các Bộ, ngành xây dựng ban hành cơ chế về giá bán điện

phù hợp với các nước trong khu vực; điều chỉnh giá điện các dự án: Nậm Chiến, Sử Pán 2, Xekaman 1, Xekaman 3, Sê Kong 3.... để góp phần nâng cao hiệu quả các DAĐT thủy điện của TCT Sông Đà và nâng cao sức cạnh tranh với các nước trong khu vực.

- Đề nghị các cơ quan quản lý Nhà nước giải quyết kịp thời các vướng mắc về các vấn đề kinh tế như: cơ chế thực hiện dự án, chế độ tiền lương, định mức, đơn giá, tỷ lệ khấu hao các dây chuyền, xe máy thiết bị đặc chủng. Đồng thời, hướng dẫn TCT xây dựng các định mức kinh tế nội bộ đối với các dự án quy mô lớn, phức tạp do TCT Sông Đà làm chủ đầu tư nhằm đảm bảo hiệu quả kinh tế giữa các đơn vị thi công và chủ đầu tư.

# KẾT LUẬN

Hướng tới mục tiêu xây dựng và phát triển Tổng công ty Sông Đà trở thành Tổng công ty mạnh, Tổng công ty Sông Đà đã luôn phấn đấu làm tốt công tác thẩm định dự án, trong đó đặc biệt quan tâm tới việc nâng cao chất lượng thẩm định tài chính dự án đầu tư.

Xuất phát từ yêu cầu, mục đích, nhiệm vụ đặt ra trong quá trình nghiên cứu đề tài, tác giả đã cố gắng nghiên cứu, kết hợp lý luận và thực tiễn hoàn thành LUẬN VĂN với đề tài "***Hoàn thiện công tác thẩm định tài chính đối với các dự án đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà"***. LUẬN VĂN đã đạt được những kết quả nhất định:

LUẬN VĂN đã làm rõ những lý luận cơ bản về công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư của doanh nghiệp, trong đó các vấn đề chính là khái niệm, nguyên tắc, nội dung công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư. Đồng thời đã phân tích rõ các nhân tố ảnh hưởng đến công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư. LUẬN VĂN cũng đã tham khảo kinh nghiệm quốc tế về thẩm định tài chính dự án đầu tư và bài học cho các doanh nghiệp Việt Nam.

Từ nguồn số liệu rất đáng tin cậy và có độ chính xác cao, LUẬN VĂN đã nêu được bức tranh toàn cảnh về thực trạng công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn tại Tổng công ty Sông Đà, đánh giá những tồn tại hạn chế và tìm ra những nguyên nhân của hạn chế đó.

Từ những cơ sở lý luận và những đánh giá, phân tích thực trạng, LUẬN VĂN đã đề xuất những định hướng và hệ thống các giải pháp một cách toàn diện, đồng bộ nhằm hoàn thiện công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà trong thời gian tới.

LUẬN VĂN sẽ là một trong những tài liệu phục vụ cho việc nghiên cứu về công tác thẩm định tài chính dự án đầu tư dài hạn của Tổng công ty Sông Đà nói riêng và các doanh nghiệp ở Việt Nam nói chung. Những đánh giá phân tích, những định hướng và giải pháp mà LUẬN VĂN đề xuất sẽ góp phần hoàn thiện nội dung thẩm định

tài chính dự án đầu tư tại Tổng công ty Sông Đà đồng thời đưa ra những kiến nghị đối với

các cơ quan liên quan và Tổng công ty Sông Đà cũng như với các chủ đầu tư để tạo điều kiện thuận lợi hơn cho Tổng công ty trong quá trình thẩm định tài chính dự án đầu tư.

Với kiến thức và kinh nghiệm thực tiễn còn hạn chế, tác giả rất mong nhận được ý kiến đóng góp của các thầy cô giáo và những người có kinh nghiệm quan tâm đến đề tài này để LUẬN VĂN được hoàn thiện hơn.

# DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC CỦA TÁC GIẢ ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN LUẬN VĂN

1. Đặng Anh Vinh (9-2014), "Một số nội dung cơ bản về thẩm định tài chính dự án đầu tư", *Tạp chí Kinh tế Châu Á - Thái Bình Dương,* số 434.
2. Đặng Anh Vinh (10-2014), "Các nguyên tắc thẩm định tài chính dự án đầu tư", *Tạp chí Tài chính,* số 10 (600).

# TÀI LIỆU THAM KHẢO

## Tiếng Việt

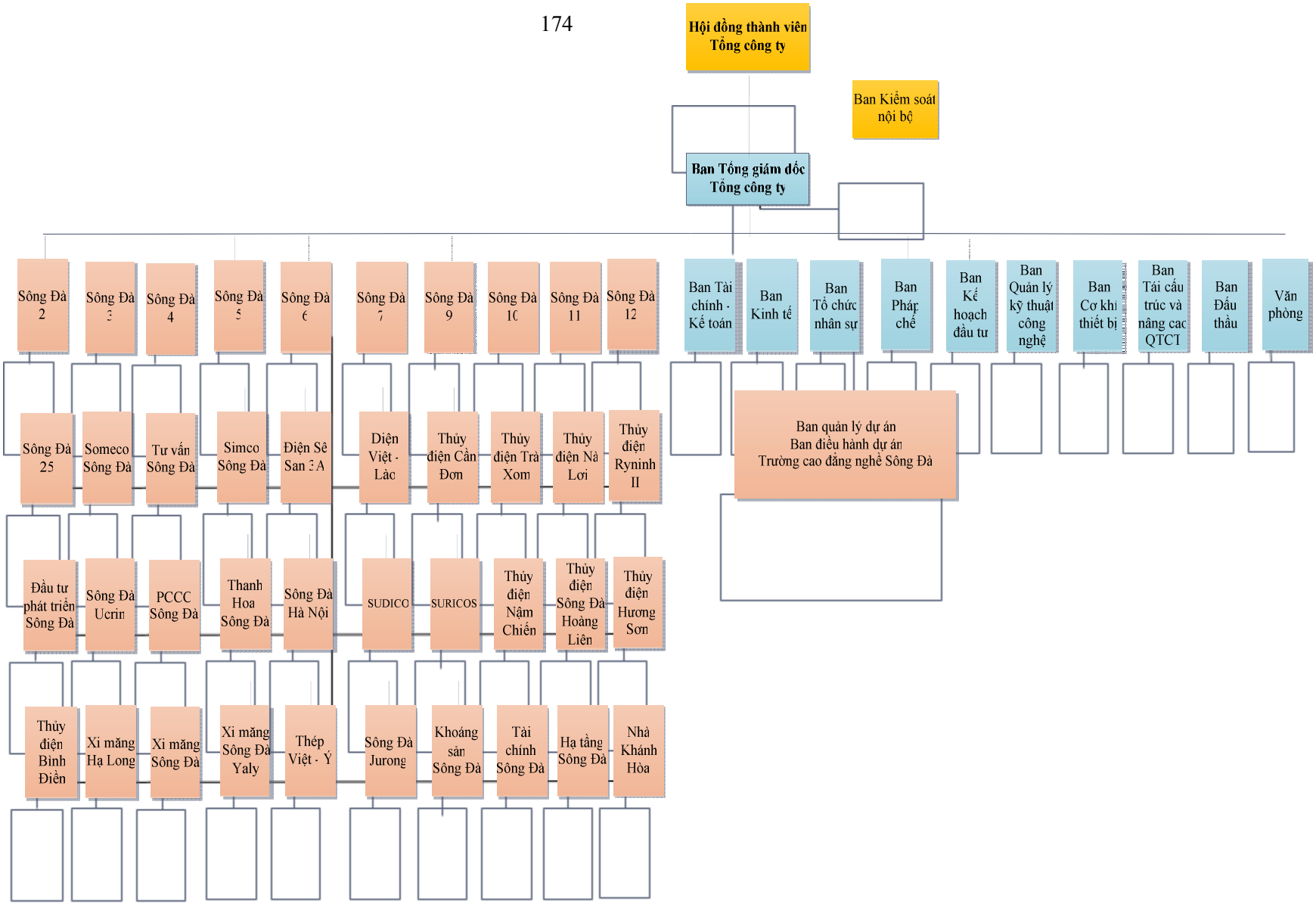

1. Bộ Xây dựng (2013), Quyết định số 50/QĐ-BXD ngày 15/01/2013 của Bộ Xây dựng về việc phê duyệt Đề án tái cấu trúc Tổng công ty Sông Đà
2. Business Edge (2003), "Phân tích dự án đầu tư", NXB Trẻ
3. CTCP điện Việt Lào, Phương án tài chính của Dự án thủy điện Xê Ka Man 3
4. Học viện Tài chính, Các nghiên cứu, đề tài khoa học, các luận văn, LUẬN VĂN có liên quan đến công tác thẩm định tài chính đối với các dự án đầu tư của Học viện
5. Nguyễn Đình Kiệm, Bạch Đức Hiển (2008), *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*, NXB Tài chính.
6. Nguyễn Ngọc Mai (1996), Giáo trình "Lập và quản lý dự án đầu tư", Trường Đại học Kinh tế quốc dân, NXB Giáo dục.
7. Trần Văn Phùng (2002), Giáo trình "Kinh tế đầu tư", Học viện Tài chính, NXB Tài chính.
8. Phạm Thụ (1991), Giáo trình "Kinh tế - kỹ thuật phân tích và lựa chọn dự án đầu tư", Trường Đại học Bách khoa TP Hồ Chí Minh.
9. Tổng công ty Sông Đà (2015), Nghị quyết số 02/TCT-HĐTV ngày 07/01/2015 của HĐTV Tổng công ty Sông Đà về việc thông qua kế hoạch SXKD 5 năm (2016 - 2020) của Tổng công ty Sông Đà
10. Tổng công ty Sông Đà, Các báo cáo tài chính từ năm 2010 – 2014 của TCT
11. Tổng công ty Sông Đà, Các báo cáo đánh giá sau đầu tư các dự án của TCT
12. Tổng công ty Sông Đà, Các phương án tài chính các dự án đầu tư của TCT
13. Tổng công ty Sông Đà (2013), Quyết định số 329/TCT-HĐTV ngày 26/8/2013 của HĐTV Tổng công ty Sông Đà về việc ban hành Quy chế phân cấp quản lý hoạt động đầu tư và đấu thầu lựa chọn nhà thầu thực hiện DAĐT
14. Tham tán Kinh tế và Thương mại Liên Minh Châu Âu (2010), *Báo cáo 2010 về tình hình kinh tế Việt Nam*.

15. Trần Ngọc Thơ (2005), *Tài chính doanh nghiệp hiện đại*, NXB Thống kê.

16. Vũ Công Ty (1998), *Các phương pháp thẩm định DAĐT*, NXB Tài chính.
17. Vũ Công Ty, Bùi Văn Vần (2010), *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*, NXB Tài chính.
18. Bùi Văn Vần, Vũ Văn Ninh (2013), *Giáo trình tài chính doanh nghiệp*, NXB Tài chính.
19. Website: www.hvtc.edu.vn; www.sdh-aof.edu.vn; www.neu.edu.vn www.gsneu.edu.vn; www.vcu.edu.vn; www.saudaihoc.vcu.edu.vn www.songda.vn; www.vietlao.com.vn; www.vneconomy.com.vn;

**Tiếng Anh**

1. Aswath Damodaran (1997), *Corporate Finace - Theory and Practice*, John Wiley & Sons.
2. Dondayana, Richard Irons, Steve Harrison, John Herbohn and Patrick Rowland (2002), *Capital Budgeting Financial appraisal of Investment Projects,* Cambridge University Press.
3. Glen Arnold (2005), *The Hanbook of Corporate Finance,* Prentice Hall
4. John R. Graham, Campbell R. Harvey (2001), "The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field", Journal of Financial Economics.
5. Pierre Vernimmen (2005), *Corporate Finance: Theory and Practice*, John Wiley & Sons.
6. McKinsey & Company, T.Koller, M.Goedhart and D.Wessels *(2005)*, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies,* John Wiley & Sons.
7. Shannon P.Pratt (1998), *Cost of Capital Estimation and Applications*, John Wiley & Sons.
8. Shinichi Nishioka, Naohiko Baba (2004), "Dynamic capital structure of Japanese firms: How Far Has the Reduction of Excess Leverage Progressed in Japan?", Bank of Japan Working Paper Series.




**Sơ đồ 2.1: Cơ cấu tổ chức của Tổng Công ty Sông Đà**

**Bảng 2.1: Tình hình lao động của Tổng Công ty Sông Đà**

| TT | Nội dung | 2010 (Người) | 2011 (Người) | 2012 (Người) | 2013 (Người) | 2014 (Người) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **I** | **Tổng số:** | **29.978** | **30.391** | **27.139** | **21.269** | **21.010** |
| **II** | **Phân loại theo công việc** | **29.978** | **30.391** | **27.139** | **21.269** | **21.010** |
| **1** | **Lao động gián tiếp** | **10.024** | **10.744** | **10.464** | **6.949** | **4.877** |
| **2** | **Lao động trực tiếp, trong đó:** | **19.954** | **19.647** | **16.675** | **14.320** | **16.133** |
| | *+ Công nhân kỹ thuật* | 15.842 | 14.648 | 13.438 | 10.204 | 11.183 |
| | *+ Lao động thời vụ* | 1.652 | 2.255 | 1.608 | 2.353 | 3.140 |
| | *+ Lao động phổ thông* | 2.460 | 2.744 | 1.629 | 1.763 | 1.810 |
| **III** | **Phân loại theo trình độ học vấn** | **29.978** | **30.391** | **27.139** | **21.269** | **21.010** |
| 1 | Trên Đại học | 191 | 231 | 259 | 239 | 254 |
| 2 | Đại học | 6.013 | 6.489 | 6.372 | 4.801 | 4.547 |
| 3 | Cao đẳng, Trung cấp | 2.899 | 2.959 | 2.715 | 1.727 | 1.426 |
| 4 | Thợ bậc cao (từ bậc 5 trở lên) | 2.005 | 1.972 | 1.987 | 1.450 | 1.478 |
| 5 | Thợ bậc thấp, CN và LĐ phổ thông | 18.870 | 18.740 | 15.806 | 13.052 | 13.305 |

*Nguồn: Đề án tái cấu trúc Tổng Công ty Sông Đà và Báo cáo nhân lực của Tổng công ty theo các ngành.*

**Bảng 2.2: Tổng quan về tình hình tài chính Tổng Công ty Sông Đà**

*ĐVT: Tỷ đồng*

| STT | Chỉ tiêu | Năm 2019 | Năm 2020 | Năm 2021 | Năm 2022 | Năm 2023 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **A** | **Tài sản & nguồn vốn** | | | | | |
| 1 | Tổng tài sản | 48.335 | 49.118 | 46.915 | 46.902 | 45.692 |
| 2 | Nợ phải trả | 35.354 | 36.908 | 38.186 | 39.081 | 38.245 |
| 3 | Vốn chủ sở hữu | 6.462 | 6.382 | 4.169 | 3.921 | 3.813 |
| 4 | Lợi ích cổ đông thiểu số | 6.519 | 5.823 | 4.560 | 3.900 | 3.635 |
| 5 | Nguồn vốn lưu động thường xuyên (NWC) | 145 | -1.783 | -5.147 | -4.009 | -3.850 |
| **B** | **Kết quả kinh doanh** | | | | | |
| 1 | Doanh thu thuần | 17.384 | 14.883 | 15.594 | 17.274 | 16.291 |
| 2 | Doanh thu hoạt động tài chính | 1.008 | 525 | 385 | 256 | 774 |
| 3 | Chi phí lãi vay | 1.911 | 2.193 | 1.845 | 2.235 | 2.100 |
| 4 | Lợi nhuận trước lãi vay và thuế (EBIT) | 3.082 | 2.166 | 1.719 | 2.331 | 2.377 |
| 5 | Lợi nhuận trước thuế (EBT) | 1.171 | 737 | 217 | 931 | 772 |
| 6 | Lợi nhuận sau thuế (NI) | 718 | 313 | -216 | -639 | 176 |

*Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất*

**Bảng 2.3: Các tỷ số tài chính của Tổng công ty Sông Đà**

| STT | Chỉ tiêu | Năm 2010 | Năm 2011 | Năm 2012 | Năm 2013 | Năm 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| I | **Khả năng thanh toán** | | | | | |
| · | Khả năng thanh toán hiện hành | 1,01 | 0,88 | 0,71 | 0,77 | 0,77 |
| · | Khả năng thanh toán nhanh | 0,66 | 0,48 | 0,40 | 0,42 | 0,40 |
| · | Khả năng thanh toán lãi vay | 1,61 | 1,03 | 1,04 | 1,04 | 1,13 |
| · | **Kết cấu tài sản và nguồn vốn** | | | | | |
| · | Hệ số nợ trên tổng tài sản | | | | | |
| · | Hệ số nợ vay/vốn chủ sở hữu | 73,1% | 75,1% | 81,4% | 83,3% | 83,7% |
| · | Hệ số nợ ngắn hạn/tổng nợ | 2,16 | 2,31 | 3,40 | 3,84 | 3,91 |
| · | Tỷ lệ tài sản dài hạn/ tổng tài sản | 48,4% | 40,5% | 46,9% | 45,5% | 43,6% |
| · | **Hiệu suất hoạt động** | | | | | |
| · | Vòng quay tổng tài sản | 64,3% | 73,2% | 72,8% | 70,6% | 71,9% |
| · | Vòng quay hàng tồn kho | | | | | |
| · | Vòng quay nợ phải thu | | | | | |
| · | Hiệu suất sử dụng vốn cố định | 0,36 | 0,30 | 0,33 | 0,37 | 0,36 |
| IV | **Khả năng sinh lời** | 2,3 | 1,9 | 2,3 | 2,6 | 2,5 |
| · | Tỷ suất lợi nhuận sau thuế trên doanh thu (ROS) | 3,9 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,7 |
| · | Tỷ suất lợi nhuận vốn chủ sở hữu (ROE) | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| | | 4,8% | -0,1% | -0,1% | -0,2% | 0,96% |
| | | 6,4% | -0,1% | -0,2% | -0,97% | 4,09% |

*Nguồn: Tính toán từ Báo cáo tài chính hợp nhất của Tổng Công ty*

**Bảng 2.4: Phân tích báo cáo lưu chuyển tiền tệ của Tổng công ty Sông Đà**

*ĐVT: Tỷ đồng*

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh | -2.841 | -2.185 | - 842 | 1.451 | 1.064 |
| Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư | -8.234 | -2.767 | - 2.165 | -2.078 | -2.726 |
| Lưu chuyển tiền thuần hoạt động tài chính | 9.368 | 4.591 | 2.727 | 1.439 | 909 |
| **Tổng lưu chuyển tiền thuần** | **-1.707** | **-362** | **-281** | **812** | **-753** |

*Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất*

## Bảng 2.5: Thực hiện dự án đầu tư giai đoạn 2011 - 2015 của Tổng công ty Sông Đà

*ĐVT: Tỷ đồng*

| TT | TÊN DỰ ÁN | CHỦ ĐẦU TƯ | ĐỊA ĐIỂM | THỜI GIAN KC-HT | QUY MÔ | TMĐT | THỰC HIỆN NĂM 2011 | THỰC HIỆN NĂM 2012 | THỰC HIỆN NĂM 2013 | THỰC HIỆN NĂM 2014 | ƯỚC TH NĂM 2015 | CỘNG KH 5 NĂM (20115-2015) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | **TỔNG CỘNG** | | | | | | **5,897** | **3,212** | **1,965** | **3,656** | **4,600** | **19,330** |
| **A** | **CÔNG TY MẸ - TỔNG CÔNG TY SÔNG ĐÀ** | | | | | | **486** | **410** | **15** | **443** | **0** | **1,339** |
| **I** | **Các dự án hạ tầng, khu đô thị, giao thông** | | | | | | **178** | | | | | **178** |
| 1 | Toà nhà hỗn hợp HH4 | T§ S«ng §µ | Hµ Néi | 2006-2011 | 82.529m2 sµn | 1,074 | 178 | | | | | 178 |
| **II** | **Đầu tư tài chính vào Công ty Con, Công ty liên kết** | | | | | | 288 | 320 | | 443 | | **1,051** |
| **III** | **Chương trình cải cách DNNN và hỗ trợ quản trị Công ty giai đoạn 1** | | | | | | 20 | 90 | 15 | | | **110** |
| **B** | **CÔNG TY CON, CÔNG TY LIÊN KẾT** | | | | | | **5,411** | **2,802** | **1,950** | **3,213** | **4,600** | **16,026** |
| **I** | **CÁC DỰ ÁN ĐIỆN** | | | | | | **4,278** | **2,039** | **1,128** | **2,430** | **3,723** | **12,470** |
| 1 | Thủy điện Đăk Lô | CTCP TĐ Đắc Lo-SĐ3 | Kon Tum | 2008-2014 | 22 MW | 548 | 31 | 56 | 50 | 217 | 150 | 454 |
| 2 | Thuỷ điện Sông Chảy 5 | ĐT&PT NL SĐ5 | Hµ Giang | 2011-2013 | 11 MW | 291 | 41 | 47 | | | | 88 |
| 3 | Thuỷ điện Nậm Khánh | CT CP SĐ9 | Lào Cai | 2008-2012 | 12 MW | 247 | 155 | | | | | 155 |
| 4 | Thuỷ điện Nậm An | CT CP SĐ9 | Hà Giang | 2009-2012 | 8 MW | 177 | 109 | 54 | | | | 163 |

| TT | TÊN DỰ ÁN | CHỦ ĐẦU TƯ | ĐỊA ĐIỂM | THỜI GIAN KC-HT | QUY MÔ | TMĐT | THỰC HIỆN NĂM 2011 | THỰC HIỆN NĂM 2012 | THỰC HIỆN NĂM 2013 | THỰC HIỆN NĂM 2014 | ƯỚC TH NĂM 2015 | CỘNG KH 5 NĂM (20115-2015) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 5 | Thuỷ điện Pake (DA nghiên cứu đầu tư) | CT CP SĐ9 | Hà Giang | 2015-2018 | 22MW | 550 | | | | | 5 | 5 |
| 6 | Thuỷ điện Nậm He | CT CP SĐ Điện Biên | §iÖn Biên | 2008-2014 | 16MW | 493 | | | | | | 0 |
| 7 | Thuỷ điện Xêkaman 3 | CP Điện Việt Lào | Lµo | 2006-2011 | 250MW | 311,7 triệu USD | 1,060 | 287 | 188 | 135 | 200 | 1,682 |
| 8 | Thuỷ điện Xêkaman 1 | CP Điện Việt Lào | Lµo | 2010-2016 | 322MW | 487,17 triệu USD | 180 | 360 | 395 | 1,686 | 3,200 | 5,426 |
| 9 | Thuỷ điện Sêkông 3A+3B | TCT Sông Đà | Lào | 2015-2019 | 205 MW | 278,5 triệu USD | | | | 2 | 10 | |
| 10 | Thuỷ điện Nậm Chiến | CPTĐ Nậm Chiến | S¬n La | 2007-2012 | 200MW | 5,760 | 2,017 | 988 | 43 | 66 | 20 | 3,091 |
| 11 | Thủy điện Hương Sơn 2 | CTCP TĐ Hương Sơn | Hà Tĩnh | 2015-2018 | 15,4MW | 461 | | | 1 | 2 | 5 | 7 |
| 12 | Thuỷ điện Trà xom | CTCPTĐ Trà Xom | B×nh §Þnh | 2008-2014 | 20 MW | 765 | 149 | 50 | 139 | | | 199 |
| 13 | Thuỷ điện Bắc Giang | SOMECO1 | B¾c Giang | 2009-2015 | 16MW | 369 | 77 | 6 | 16 | | | 83 |
| 14 | Thuỷ điện Nậm Ly 1 | SOMECO Hà Giang | Hµ Giang | 2007-2014 | 5,1MW | 200 | 23 | 17 | 7 | 30 | 22 | 92 |
| 15 | Dự án thủy điện Hà Tây | SĐ- Tây nguyên | Gia Lai | 2010-2014 | 9MW | 249 | | | 53 | 113 | 21 | 134 |
| 16 | Thuỷ điện Yan Tann Sien | CTCP TĐ Cao nguyên SĐ | L©m §ång | 2008-2012 | 19,5MW | 602 | 125 | 50 | 89 | 61 | | 236 |
| 17 | Thuỷ điện Nậm He | CT CP SĐ Điện Biên | §iÖn Biên | 2008-2012 | 16MW | 493 | 109 | 134 | 146 | 90 | | 333 |

| TT | TÊN DỰ ÁN | CHỦ ĐẦU TƯ | ĐỊA ĐIỂM | THỜI GIAN KC-HT | QUY MÔ | TMĐT | THỰC HIỆN NĂM 2011 | THỰC HIỆN NĂM 2012 | THỰC HIỆN NĂM 2013 | THỰC HIỆN NĂM 2014 | ƯỚC TH NĂM 2015 | CỘNG KH 5 NĂM (20115-2015) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 18 | DA thủy điện To Buông | Cty CPTĐ To buông | Sơn La | 2014-2016 | 8 MW | 195 | | | | 29 | 85 | 114 |
| 19 | Thuỷ điện Sử Pán 2 | CT CP SĐ Hoàng Liên | Lμo Cai | 2007-2011 | 34,5MW | 867 | 188 | | | | | 188 |
| 20 | Thuỷ điện Nậm Củn | Sông Đà HL | Lμo Cai | 2011-2013 | 40MW | 974 | 13 | | | | | 13 |
| 21 | Thủy điện Đambri (DA nghiên cứu đầu tư) | CP ĐTPT SĐ | Lâm Đồng | 2016-2018 | 9MW | 241 | | | 1 | | | 0 |
| 22 | Thủy điện Xekaman 4 | CP Điện Việt Lào | Lμo | | 80MW | 110 tr USD | | | | | 5 | |
| **II** | **CÁC DỰ ÁN HẠ TẦNG, ĐÔ THỊ** | | | | | | **1,001** | **494** | **263** | **459** | **703** | **2,657** |
| 1 | Quốc lộ 1A đoạn tránh TX Hà Tĩnh | Cty TNHH 1TV Hạ tầng SĐ | Hà Tĩnh | 2006-2015 | 16,5km | 458 | 27 | 89 | 99 | 15 | 260 | 391 |
| 2 | Dự án khu dân cư Bắc Vĩnh Hải | Cty TNHH 1TV Nhà Khánh Hòa | Khánh Hòa | 2007-2015 | 116.900m2 | 571 | | | 4 | 11 | 10 | 21 |
| 3 | Dự án chung cư thu nhập thấp An Thịnh | Cty TNHH 1TV Nhà Khánh Hòa | Khánh Hòa | 2012-2015 | 9 tầng | 66 | | | 5 | 9 | 15 | 24 |
| 4 | Dự ánHòa Lạc- Cam Ranh | Cty TNHH 1TV Nhà Khánh Hòa | Khánh Hòa | 2009-2015 | 2.383m2 | 20 | | | | 4 | | 4 |
| 5 | DA khách sạn và VP cho thuê tại Viêng Chăn | CP Điện Việt Lào | Lào | | | 134 | 9 | | | | | 9 |
| 6 | Dự án đường bao phía Tây TP Hà Tĩnh | Cty Simco | Hμ TÜnh | 2006-2014 | 83ha | 145 | 20 | 10 | 1 | 3 | | 33 |
| 7 | Dự án cải tạo, nâng cấp đường QL3 cũ Hà Nội - Thái Nguyên | CT CP Sông Đà - DIC | HN-TN | 2011-2016 | 63 km | 3,168 | 5 | | | | | 5 |
| 8 | DA Quốc lộ 6 Hà Đông - Xuân Mai (DA nghiên cứu đầu tư) | CT CP Sông Đà Hà Nội | Hμ Néi | 2011-2016 | 28 km | 1,750 | 2 | 2 | | | | 4 |
| 9 | DA tiểu KĐT Vạn Phúc | Cty Simco | HN | 2008-2014 | 2,8ha | 115 | | | | 9 | | 9 |

| TT | TÊN DỰ ÁN | CHỦ ĐẦU TƯ | ĐỊA ĐIỂM | THỜI GIAN KC-HT | QUY MÔ | TMĐT | THỰC HIỆN NĂM 2011 | THỰC HIỆN NĂM 2012 | THỰC HIỆN NĂM 2013 | THỰC HIỆN NĂM 2014 | ƯỚC TH NĂM 2015 | CỘNG KH 5 NĂM (20115-2015) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 10 | Dự án KĐT Hồ điều hoà Xương Rồng | Sông Đà 2 | Thái Nguyên | 2010-2015 | 45,3 ha | 1,200 | 210 | 122 | 53 | 101 | 80 | 513 |
| 11 | Khu đô thị Mỹ Đình - Mễ Trì | Sudico | Hµ Néi | | | | 23 | | | | | 23 |
| 12 | Dự án khu đô thị mới Nam An Khánh | Sudico | Hµ Néi | 2006-2015 | 289 ha | 5,320 | 164 | 163 | 41 | 92 | 212 | 631 |
| 13 | DA khu đô thị Nam An Khánh mở rộng | Sudico | Hµ Néi | 2007-2015 | 33,7 ha | 1,883 | 85 | 12 | 2 | 5 | 5 | 107 |
| 14 | Dự án khu đô thị Tiến Xuân - Hà Nội | Sudico | Hµ Néi | 2004-2017 | 1400 ha | 3,210 | 80 | 3 | 2 | 5 | 5 | 93 |
| 15 | Dự án nhà ở Văn La - HN | Sudico | Hµ Néi | 2009-2015 | 12,08ha | 1,200 | 210 | 25 | 5 | 20 | 25 | 280 |
| 16 | Khách sạn Hạ Long, sinh thái đảo Ngọc Vừng | Sudico | Quảng Ninh | 2004-2015 | 39ha | 248 | | | | | 3 | 3 |
| 17 | DA Sông Đà Riverside - Thủ Đức - HCM | CP ĐTPT SĐ | TP. HCM | 2009-2015 | 170.000m2 | 1,400 | 93 | 50 | 14 | 17 | 5 | 165 |
| 18 | DA Sông Đà IDC Tower - Gò Vấp (DA chuẩn bị đầu tư) | CP ĐTPT SĐ | TP. HCM | 2010-2015 | 2,4ha | 587 | | | 7 | 10 | 10 | 20 |
| 19 | DA toà nhà hỗn hợp 25 Tân Mai - HN | SĐ URBAN | Hµ Néi | 2010-2013 | 17 tÇng | 173 | 24 | 10 | | | | 34 |
| 20 | Dự án TT26, TT28, TT29 - KĐT mới Nam An Khánh | SĐ URBAN | Hµ Néi | 2010-2015 | 2ha | 398 | 49 | 8 | 8 | 7 | 1 | 65 |
| 21 | Dự án khu TT Liễu Giai | | | | | | | | | | 2 | 2 |
| 22 | DA nhà HH cao tầng - 143 Trần Phú - Hà Đông | SĐ URBAN | Hµ Néi | 2011-2015 | 35 tÇng | 712 | | | 22 | 152 | 70 | 222 |
| **III** | **CÁC DỰ ÁN MUA SẮM THIẾT BỊ THI CÔNG** | | | | | | **101** | **240** | **491** | **270** | **150** | **761** |
| 1 | Dự án mua sắm thiết bị thi công của SĐ2 | Sông Đà 2 | | | | | | | 5 | 43 | | 43 |

| TT | TÊN DỰ ÁN | CHỦ ĐẦU TƯ | ĐỊA ĐIỂM | THỜI GIAN KC-HT | QUY MÔ | TMĐT | THỰC HIỆN NĂM 2011 | THỰC HIỆN NĂM 2012 | THỰC HIỆN NĂM 2013 | THỰC HIỆN NĂM 2014 | ƯỚC TH NĂM 2015 | CỘNG KH 5 NĂM (20115-2015) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2 | Dự án mua sắm thiết bị thi công của SĐ 3 | CTCP SĐ 3 | | | | | | 10 | 37 | 37 | 10 | 57 |
| 3 | Dự án mua sắm thiết bị thi công của SĐ 4 | CT CP SĐ4 | | | | | 7 | 37 | 31 | 5 | 5 | 54 |
| 8 | Dự án mua sắm thiết bị thi công của SĐ 5 | CT CP SĐ5 | | | | | 48 | 102 | 224 | 21 | 20 | 191 |
| 4 | Dự án mua sắm thiết bị thi công của SĐ 6 | CT CP SĐ6 | | | | | 13 | 50 | 129 | 17 | 30 | 110 |
| 5 | Dự án mua sắm thiết bị thi công của SĐ 9 | | | | | | 17 | 33 | 53 | 82 | 10 | 142 |
| 6 | Dự án mua sắm thiết bị thi công của SĐ 10 | | | | | | | | 11 | 55 | 60 | 115 |
| 9 | Dự án mua sắm thiết bị thi công của Someco | Someco | | | | | | | | | 5 | 5 |
| 10 | Dự án mua sắm thiết bị thi công của SĐ 7 | Sông Đà 7 | | | | | 16 | | | | | 16 |
| 11 | Dự án mua sắm thiết bị thi công của SĐ 11 | | | | | | | 8 | 1 | 10 | 10 | 28 |
| **IV** | **CÁC DỰ ÁN KHÁC** | | | | | | **31** | **29** | **68** | **54** | **24** | **138** |
| 1 | Dự án khai thác và chế biến đá Marble (Myanmar) | Cty Simco | Myama | 2012-2015 | 130.000m3/ năm | 516 | 0 | 22 | 37 | 54 | | 76 |
| 3 | Đầu tư máy cắt ép thép phế | CP Thép Việt -ý | Hng Yên | 2014 | | 18 | | | | | 19 | 19 |
| 5 | Nhà ở xã hội phục vụ CBNV | CP Thép Việt -ý | | | | | | | | | 5 | 5 |
| 6 | Cải tạo, nâng cấp dây chuyền SX nhà máy gạch Quảng Yên | SĐ 25 | Thanh Hóa | | | | | | 12 | | | 0 |
| 8 | Dự án nhà máy Ferocrom - Thanh Hóa | Khoáng sản SĐ | Thanh Hóa | 2010-2012 | | 224 | 31 | 3 | 10 | | | 34 |
| 9 | Dự án Graphit khu Bảo Hà - Yên Bái - Lào Cai | Khoáng sản SĐ | Lμo Cai | 2010-2012 | | 15 | | 4 | 9 | | | 4 |

**Bảng 2.7: Các phân khúc xây dựng của Tổng Công ty Sông Đà**

| STT | Phân khúc xây dựng | Công ty con chủ lực |
|---|---|---|
| 1 | Tư vấn khảo sát, thiết kế | Công ty cổ phần tư vấn Sông Đà |
| 2 | Tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC công trình giao thông | Công ty cổ phần Sông Đà 2 |
| 3 | Tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC hạ tầng công nghiệp | Công ty cổ phần Sông Đà 4, Công ty cổ phần Sông Đà 7 |
| 4 | Tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC thủy điện, nhiệt điện và điện hạt nhân | Công ty cổ phần Sông Đà 5 và Công ty cổ phần Sông Đà 6<br>Công ty cổ phần Sông Đà 9 |
| 5 | Tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC hạ tầng kỹ thuật và thi công cơ giới | Công ty cổ phần Sông Đà 10 |
| 6 | Tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC các công trình ngầm | Công ty cổ phần Sông Đà 11 |
| 7 | Tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC công trình đường dây tải điện và trạm biến áp đến 500 kV | Công ty cổ phần Someco Sông Đà |
| 8 | Tổng thầu xây dựng và tổng thầu EPC chế tạo, lắp máy các thiết bị | |

*Nguồn: Đề án tái cấu trúc Tổng Công ty Sông Đà*

**Bảng 2.8: Đánh giá chất lượng thẩm định tổng vốn đầu tư các dự án của Tổng công ty Sông Đà**

*ĐVT: Triệu đồng*

| STT | Dự án | Tổng vốn đầu tư dự kiến | Tổng vốn đầu tư thực tế | Thực tế/ dự kiến |
|---|---|---|---|---|
| 1 | Thủy điện Nà Lơi | 147.318 | 133.209 | 90,42% |
| 2 | Thủy điện Nậm An | 176.029 | 184.400 | 104,8% |
| 3 | Thủy điện Nậm Khánh | 278.307 | 321.578 | 115,55% |
| 4 | Thủy điện Ry Ninh II | 130.884 | 146.000 | 111,55% |
| 5 | Thủy điện Sông Chảy 5 | 398.667 | 441.717 | 110,8% |
| 6 | Thủy điện Thác Trắng | 103.392 | 94.123 | 91% |
| 7 | Thủy điện Hương Sơn | 538.484 | 811.974 | 150,8% |
| 8 | Thủy điện Sê San 3A | 1.864.249 | 1.753.829 | 94,58% |
| 9 | Thủy điện Sử Pán 2 | 667.493 | 1.237.179 | 185,35% |
| 10 | Thủy điện Cần Đơn | 1.138.154 | 1.137.831 | 99,97% |
| 11 | Thủy điện Krong Kmar | 245.115 | 257.767 | 105,16% |

*Nguồn: Báo cáo đánh giá sau đầu tư của Tổng công ty*

**Bảng 2.9: Thời gian thi công và vận hành các dự án của Tổng công ty**

*ĐVT: Năm*

| Dự án | Thời gian thi công | | | Thời gian vận hành | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Dự kiến | Thực tế | Thực tế/ dự kiến | Dự kiến | Thực tế | Thực tế/ dự kiến |
| Thủy điện Nà Lơi | 2,5 | 2,5 | 100% | 25 | 25 | 100% |
| Thủy điện Nậm An | 2,0 | 2,0 | 100% | 30 | 30 | 100% |
| Thủy điện Nậm Khánh | 5,0 | 5,0 | 100% | 30 | 30 | 100% |
| Thủy điện Ry Ninh II | 2,25 | 2,25 | 100% | 50 | 50 | 100% |
| Thủy điện Sông Chảy 5 | 2,5 | 3,0 | 120% | 50 | 50 | 100% |
| Thủy điện Thác Trắng | 2,0 | 3,0 | 150% | 50 | 50 | 100% |
| Thủy điện Hương Sơn | 5,0 | 7,0 | 140% | 45 | 45 | 100% |
| Thủy điện Sê San 3A | 3,0 | 3,0 | 100% | 25 | 25 | 100% |
| Thủy điện Sử Pán 2 | 3,5 | 6,0 | 171% | 40 | 40 | 100% |
| Thủy điện Cần Đơn | 2,7 | 3,7 | 137% | - | - | - |
| Thủy điện Krong Kmar | 2,0 | 3,0 | 150% | - | - | - |

*Nguồn: Báo cáo đánh giá dự án sau đầu tư của Tổng công ty*

**Bảng 2.10: Đánh giá chất lượng công tác dự báo doanh thu các dự án của Tổng công ty Sông Đà**

| Dự án | Sản lượng (triệu Kwh) | | | Đơn vị | Giá bán (/kwh) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Dự báo | Thực tế | Thực tế/ dự báo | | Dự kiến | Thực tế | Thực tế/ dự báo |
| Thủy điện Nà Lơi | 46,29 | 49,96 | 108% | Cent | 4,2 | 4,2 | 100% |
| Thủy điện Nậm An | 25,38 | 12,15 | 47,9% | VND | 1.000 | 1.037 | 104% |
| Thủy điện Nậm Khánh | 48,9 | 28,25 | 57,8% | VND | 840 | 1.049 | 125% |
| Thủy điện Ry Ninh II | 38,70 | 51,98 | 134,3% | Cent | 4,1 | 4,1 | 100% |
| Thủy điện Sông Chảy 5 | 62,70 | 52,00 | 82,9% | VND | 873 | 805 | 92,3% |
| Thủy điện Thác Trắng | 21,56 | 19,83 | 91,97% | Cent | 4,0 | 3,6 | 90% |
| Thủy điện Hương Sơn | 134,08 | 134,08 | 100% | VND | 725 | 753,92 | 104% |
| Thủy điện Sê San 3A | 479,30 | 423,13 | 88,3% | VND | 598 | 630,87 | 105% |
| Thủy điện Sử Pán 2 | 140,77 | 125,22 | 89% | Cent | 3,95 | 3,87 | 98% |
| Thủy điện Cần Đơn | 292,00 | 320,49 | 110% | Cent | 4,5 | 4,5 | 100% |
| Thủy điện Krong Kmar | 53,2 | 75,79 | 142% | VND | 610 | 804 | 132% |

*Nguồn: Báo cáo đánh giá sau đầu tư của Tổng công ty*

**Bảng 2.11: Xác định thời gian khấu hao của thủy điện Thái An**

| STT | Hạng mục | Thời gian khấu hao (năm) |
|---|---|---|
| 1 | Giá trị xây lắp | 30 |
| 2 | Giá trị thiết bị động lực | 10 |
| 3 | Nhà cửa, văn phòng làm việc | 30 |

*Nguồn: Phương án tài chính thủy điện Thái An*

**Bảng 2.12: Tính chi phí sử dụng vốn bình quân dự ánThủy điện Hương Sơn**

| TT | Chỉ tiêu | Đơn vị | Số tiền | Tỷ trọng | Lãi suất | Số tiền x tỷ trọng |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Vốn tự có | Triệu đ | 266.922 | 32,87% | 10% | 3,29% |
| 2 | Vốn vay | Triệu đ | 545.051 | 67,13% | 12% | 8,06% |
| | **Nguồn vốn** | **Triệu đ** | **811.974** | | **WACC** | **11,34%** |

*Nguồn: Phương án tài chính Dự án thủy điện Hương Sơn*

**Bảng 2.13: Khảo sát phương pháp thẩm định dự án của Tổng công ty**

| TT | Chỉ tiêu | | NPV | IRR | B/C | PP | DPP | ARR |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Số lượng dự án sử dụng phương pháp | | 18 | 18 | 18 | 12 | 15 | 0 |
| | **Tỷ trọng** | | **100%** | **100%** | **100%** | **66,7%** | **83,3%** | **0,0%** |

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp, khảo sát trên 18 dự án của Tổng công ty*

**Bảng 2.14: Các kỹ thuật sử dụng trong đánh giá rủi ro các dự án của Tổng công ty Sông Đà**

| TT | Chỉ tiêu | Phân độ nhạy | Phân tích tích viễn cảnh | | Mô phỏng Monte Carlo | Sơ đồ cây quyết định |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Số lượng dự án sử dụng | 18 | 0 | | 0 | 0 |
| | Tỷ trọng | 100% | 0% | | 0% | 0% |

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp, khảo sát trên 18 dự án của Tổng công ty*

**Bảng 2.15: Các biến số được sử dụng phổ biến trong phân tích độ nhạy**

| STT | Biến số | Tỷ lệ % |
|---|---|---|
| 1 | Sản lượng tiêu thụ | 100% |
| 2 | Giá bán sản phẩm | 100% |
| 3 | Tỷ giá hối đoái | 45% |
| 4 | Lãi suất | 0% |

*Nguồn: Tác giả tự tổng hợp*

**Bảng 2.16: Tổng hợp kết quả đánh giá sau đầu tư các dự án của Tổng công ty Sông Đà**

| TT | Dự án | Giá bán không đổi và bằng năm 2013 | | | | Giá bán năm sau tăng 3% so với năm trước liền kề | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | **NPV** (tỷ đồng) | **IRR** (%) | **B/C** | **$T_{hvcck}$** (năm) | **NPV** (tỷ đồng) | **IRR** (%) | **B/C** | **$T_{hvcck}$** (năm) |
| 1 | Nà Lơi | 52,73 | 29,63 | 1,54 | 6,4 | Giá bán không thay đổi trong 25 năm | | | |
| 2 | Nậm Mu | 60,53 | 22,32 | 1,39 | 8,0 | 76,60 | 23,23 | 1,47 | 8,0 |
| 3 | Ry Ninh II | 9,43 | 17,48 | 1,06 | 7,0 | Giá bán không thay đổi trong 20 năm | | | |
| 4 | Cần Đơn | 147,82 | 15,15 | 1,16 | 10,9 | Giá bán không thay đổi trong 25 năm | | | |
| 5 | Krông Kmar | 17,58 | 14,68 | 1,09 | 12,2 | 35,21 | 16,93 | 1,18 | 11,1 |
| 6 | Thác trắng | 9,54 | 14,41 | 1,14 | 15,0 | 19,61 | 16,09 | 1,27 | 13,6 |
| 7 | Sê San 3A | 58,69 | 12,98 | 1,04 | 18,0 | Giá bán không thay đổi | | | |
| 8 | Nậm Ngần | 14,16 | 12,67 | 1,06 | 17,6 | 54,43 | 15,38 | 1,22 | 13,7 |
| 9 | Nậm Khánh | 12,61 | 12,09 | 1,05 | 16,9 | 62,91 | 15,33 | 1,25 | 12,3 |
| 10 | **Nậm An** | **Không thu hồi được vốn** | | | | 8,72 | 12,90 | 1,07 | 19,9 |
| 11 | **Sông Chảy 5** | **Không thu hồi được vốn** | | | | 29,07 | 12,29 | 1,09 | 22,3 |
| 12 | **Hương Sơn** | **Không thu hồi được vốn** | | | | 29,84 | 12,07 | 1,05 | 26,1 |
| 13 | **Sử Pán 2** | **Không thu hồi được vốn** | | | | **Không thu hồi được vốn** | | | |

*Nguồn: Báo cáo đánh giá sau đầu tư của Tổng công ty*

**Phụ lục 2.1: Tổng mức đầu tư vốn cho dự án thủy điện Xekaman 3**

*ĐVT: Triệu USD*

| | Chỉ tiêu | Tổng | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **I** | **Chi phí đầu tư của dự án** | | | | | | | |
| 1 | Xây lắp | 155,75 | 10,95 | 17,48 | 15,18 | 53,91 | 44,43 | 13,80 |
| 2 | Thiết bị | 45,05 | - | - | - | 15,96 | 22,53 | 6,56 |
| 3 | Chi phí khác và dự phòng | 57,69 | 10,25 | 2,87 | 5,17 | 7,96 | 12,03 | 19,41 |
| | **Tổng cộng** | **258,48** | **21,20** | **20,35** | **20,34** | **77,83** | **78,99** | **39,77** |
| **II** | **Nguồn tài trợ của dự án** | | | | | | | |
| 1 | Vốn chủ sở hữu | 72,39 | 13,3 | 8,09 | 11,69 | 17,37 | 14,08 | 7,84 |
| 2 | Vốn vay | 186,10 | 7,89 | 12,26 | 8,65 | 60,46 | 64,91 | 31,92 |
| | **Tổng cộng** | **258,48** | **21,20** | **20,35** | **20,34** | **77,83** | **78,99** | **39,77** |

*Nguồn: Phương án tài chính thủy điện Xekaman 3*

**Phụ lục 2.2: Bảng dự báo doanh thu của dự án thủy điện Xekaman3**

*ĐVT: Triệu USD*

| STT | Chỉ tiêu | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|
| **I** | **Điện năng thương mại (triệu kWh)** | | | | |
| | - Điện lượng bán cho EVN theo giá bậc 1 | 722,0 | 722,0 | 722,0 | |
| | | 153,7 | 153,7 | 153,7 | |
| | | 722, | | | |
| | - Điện lượng bán cho EVN theo giá bậc 2 | | | | |
| | | 153, | | | |
| | - Điện lượng bán cho EDL (10% sản lượng) | 97,3 | 97,3 | 97,3 | 97,3 |
| **II** | **Giá bán điện thanh cái không VAT (UScent/KW)** | | | | |
| | - Giá bán điện bậc 1 cho EVN | 4,20 | 4,24 | 4,28 | 4,33 |
| | - Giá bán điện bậc 2 cho EVN | 2,10 | 2,12 | 2,14 | 2,16 |
| | - Giá bán điện cho EDL (95% giá bậc 1 của EVN) | 3,99 | 4,03 | 4,07 | 4,11 |
| **III** | **Doanh thu bán điện (triệu USD)** | | | | |
| | - Doanh thu bán điện bậc 1 cho EVN | 30,63 | 30,93 | 31,24 | |
| | | 30,3 | | | |
| | **Tổng doanh thu** | **37,4** | | | |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | **Tổng tiền thu** | **37,81** | **38,19** | **38,57** | |
| | **37,4** | **37,81** | **38,19** | **38,57** | |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **IV** | **Tỷ trọng doanh thu bán điện** | | | | |
| | Tập đoàn điện lực Việt Nam EVN | 90% | 90% | 90% | 90% |
| | Công ty điện lực Lào EDL | 10% | 10% | 10% | 10% |

*Nguồn: Phương án tài chính thủy điện Xekaman 3, minh họa giai đoạn 2012 – 2015*

**Phụ lục 2.3: Chi phí hoạt động trong giai đoạn vận hành**

**Dự án thủy điện Xê Ka Man 3**

*ĐVT: Triệu USD*

| STT | Chỉ tiêu | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | Chi phí vận hành và bảo dưỡng | 2,01 | 2,01 | 2,01 | 2,01 |
| 2 | Khấu hao tài sản cố định | 10,92 | 10,92 | 10,92 | 10,92 |
| 3 | Phí dự án năm 1-9=5,2%, 10-25=10% doanh thu dự án | 1,95 | 1,97 | 1,99 | 2,01 |
| 4 | Chi phí trả lãi vay hàng năm | 13,42 | 11,64 | 9,86 | 7,98 |
| | **Tổng chi phí hoạt động** | **28,30** | **26,54** | **24,77** | **22,92** |

*Nguồn: Tổng hợp từ phương án tài chính của thủy điện Xekaman 3*

## Phụ lục 2.4: Kế hoạch vay và trả nợ Dự án thủy điện Xê Ka Man 3

| STT | Chỉ tiêu | Tổng | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **I** | **Vay Ngân hàng PT Việt Nam** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | Giải ngân | **69,52** | 7,89 | 12,26 | 8,65 | 27,81 | 12,91 | | | | | | | | | |
| 2 | Lãi trong giai đoạn xây dựng | **15,48** | 0,00 | 0,79 | 1,65 | 3,06 | 4,82 | 5,17 | | | | | | | | |
| 3 | Trả lãi vay giai đoạn vận hành | **17,20** | | | | | | | 4,49 | 3,81 | 3,13 | 2,46 | 1,78 | 1,10 | 0,42 | 0,00 |
| 4 | Trả nợ gốc hàng năm | **69,52** | | | | | | | 8,69 | 8,69 | 8,69 | 8,69 | 8,69 | 8,69 | 8,69 | 8,69 |
| 5 | ***Tổng trả cả gốc và lãi hàng năm*** | | 0,00 | 0,79 | 1,65 | 3,06 | 4,82 | 5,17 | 13,18 | 12,50 | 11,82 | 11,15 | 10,47 | 9,79 | 9,11 | 8,69 |
| **II** | **Vay ngân hàng Natixis khoản 1** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | Giải ngân | **33,89** | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 8,47 | 20,21 | 5,21 | | | | | | | | |
| 2 | Lãi trong giai đoạn xây dựng | **7,00** | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,75 | 1,62 | 4,63 | | | | | | | | |
| 3 | Trả lãi vay giai đoạn vận hành | **13,83** | | | | | | | 3,36 | 2,95 | 2,53 | 2,08 | 1,53 | 0,97 | 0,42 | 0,00 |
| 4 | Trả nợ gốc hàng năm | **49,36** | | | | | | | 5,92 | 5,92 | 5,92 | 7,90 | 7,90 | 7,90 | 7,90 | 0,00 |
| 5 | ***Tổng trả cả gốc và lãi hàng năm*** | | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,75 | 1,62 | 4,63 | 9,29 | 8,87 | 8,45 | 9,98 | 9,42 | 8,87 | 8,31 | 0,00 |
| **III** | **Vay ngân hàng Natixis khoản 2** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | Giải ngân | **64,09** | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 22,69 | 27,60 | 13,80 | | | | | | | | |
| 2 | Lãi trong giai đoạn xây dựng | **11,60** | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,74 | 2,57 | 8,28 | | | | | | | | |
| 3 | Trả lãi vay giai đoạn vận hành | **22,91** | | | | | | | 5,57 | 4,88 | 4,19 | 3,44 | 2,53 | 1,61 | 0,69 | 0,00 |
| 4 | Trả nợ gốc hàng năm | **81,75** | | | | | | | 9,81 | 9,81 | 9,81 | 13,08 | 13,08 | 13,08 | 13,08 | 0,00 |
| 5 | ***Tổng trả cả gốc và lãi hàng năm*** | | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,74 | 2,57 | 8,28 | 15,38 | 14,69 | 14,00 | 16,52 | 15,61 | 14,69 | 13,77 | 0,00 |
| | **Tổng hợp vay - trả của dự án** | | | | | | | | | | | | | | | |
| 1 | Tổng vốn vay của dự án | **167,50** | 7,89 | 12,26 | 8,65 | 58,96 | 60,72 | 19,01 | | | | | | | | |
| 2 | Lãi trong quá trình xây dựng | **34,08** | 0,00 | 0,79 | 1,65 | 4,56 | 9,01 | 18,08 | | | | | | | | |
| 3 | Lãi vay khi kết thúc giai đoạn XD | **53,94** | | | | | | | 13,42 | 11,64 | 9,86 | 7,98 | 5,83 | 3,68 | 1,53 | 0,00 |
| 4 | Nợ gốc hàng năm từ khi vận hành | **200,63** | | | | | | | 24,42 | 24,42 | 24,42 | 29,67 | 29,67 | 29,67 | 29,67 | 8,69 |
| 5 | ***Tổng trả cả gốc và lãi hàng năm*** | **288,64** | ***0,00*** | ***0,79*** | ***1,65*** | ***4,56*** | ***9,01*** | ***18,08*** | ***37,84*** | ***36,06*** | ***34,28*** | ***37,65*** | ***35,50*** | ***33,35*** | ***31,20*** | ***8,69*** |

*Nguồn: Phương án tài chính thủy điện Xekaman 3*

**Phụ lục 2.5: Báo cáo kết quả kinh doanh của dự án thủy điện Xê Ka Man 3**

| STT | Chỉ tiêu | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|---|---|---|---|---|
| **II** | **Doanh thu của dự án (triệu USD)** | **37,44** | **37,81** | **38,19** | **38,57** |
| **III** | **Dòng chi (triệu USD)** | **28,30** | **26,54** | **24,77** | **22,92** |
| 1 | Chi phí vận hành và bảo dưỡng | 2,01 | 2,01 | 2,01 | 2,01 |
| 2 | Khấu hao tài sản cố định | 10,92 | 10,92 | 10,92 | 10,92 |
| 3 | Phí dự án | 1,95 | 1,97 | 1,99 | 2,01 |
| 4 | Chi phí trả lãi vay hàng năm | 13,42 | 11,64 | 9,86 | 7,98 |
| **IV** | **Giá trị thu nhập trước thuế (IV) = (II)-(III)** | **9,13** | **11,27** | **13,41** | **15,65** |

| STT | Chỉ tiêu | Năm 2010 | Năm 2011 | Năm 2012 | Năm 2013 | Năm 2014 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | - Doanh thu bán điện bậc 2 cho EVN | | 3,23 | 3,26 | 3,29 | 3,33 |
| | - Doanh thu bán điện cho EDL | | 3,88 | 3,92 | 3,96 | 4,00 |
| | Thuế suất thuế TNDN | | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| **V** | **Thuế thu nhập doanh nghiệp** | | **0,00** | **0,00** | **0,00** | **0,00** |
| **VI** | **Thu nhập sau thuế (VI) = (IV)-(V)** | | **9,13** | **11,27** | **13,41** | **15,65** |

*Nguồn: Trích phương án tài chính thủy điện Xekaman 3*

**Phụ lục 2.6: Dòng tiền của dự án thủy điện Xê Ka Man 3 theo quan điểm chủ sở hữu**

*ĐVT: Triệu USD*

| ST | Chỉ tiêu | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| T | | | | | | | | **37,44** | **37,81** | **38,19** | **38,57** | **38,96** |
| · | **Doanh thu của dự án** | | | | | | | 37,44 | 37,81 | 38,19 | 38,57 | 38,96 |
| | Doanh thu bán điện của Dự án | **13,31** | **8,09** | **11,69** | **17,37** | **14,08** | **7,84** | **41,80** | **40,04** | **38,27** | **41,66** | **40,44** |
| · | **Dòng chi phí của chủ đầu tư** | 13,31 | 8,09 | 11,69 | 17,37 | 14,08 | 7,84 | | | | | |
| · | Vốn chủ đầu tư (b/g trả lãi GĐXD) | | | | | | | 2,01 | 2,01 | 2,01 | 2,01 | 2,01 |
| · | Chi phí vận hành và bảo dưỡng (1%) | - | | | | | - | - | - | - | - | |
| 3 | Phí dự án năm 1-9=5,2%, 10-25=10% | | | | | | | 1,95 | 1,97 | 1,99 | 2,01 | 2,03 |
| · | Thuế thu nhập doanh nghiệp | | | | | | | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,91 |
| · | Trả lãi khi kết thúc giai đoạn xây dựng | | | | | | | 13,42 | 11,64 | 9,86 | 7,98 | 5,83 |
| · | Trả gốc trong giai đoạn vận hành | | | | | | | 24,42 | 24,42 | 24,42 | 29,67 | 29,67 |
| **IV** | **Dòng tiền sau thuế của chủ đầu tư (II) – (III)** | **-13,31** | **-8,09** | **-11,69** | **-17,37** | **-14,08** | **-7,84** | **-4,36** | **-2,23** | **-0,09** | **-3,09** | **-1,48** |

*Nguồn: trích phương án tài chính của dự án Xekaman 3, giai đoạn 2006 – 2016*

**Phụ lục 2.7: Tính WACC theo phương án tài chính Xekaman3**

*ĐVT: Triệu USD*

| STT | Nguồn vốn | Giá trị | Lãi suất | WACC |
|---|---|---|---|---|
| 1 | Vốn tự có | 72,49 | 10,00% | |
| 2 | Vốn vay VDB | 69,52 | 7,80% | 8,56% |
| 3 | Vốn vay Natixis | 49,36 | 8,00% | |
| 4 | Vốn vay Natixis 2 | 81,75 | 8,26% | |
| | **Tổng mức đầu tư** | **273,11** | | |

*Nguồn: phương án tài chính thủy điện Xekaman3*

**Phụ lục 2.8: Chỉ tiêu tài chính dự án thủy điện Xê Ka Man 3**

| STT | Chỉ tiêu | Giá trị theo phương án (1) | Giá trị tính toán lại (2) | Chênh lệch (1) – (2) |
|---|---|---|---|---|
| 1 | Hệ số chiết khấu tài chính (if) (%) | 8,56% | 10% | |
| 2 | Tỷ suất doanh lợi nội bộ (%) | 12,12% | 12,12% | 0,00% |
| 3 | NPV (triệu USD) | 42,07 | 20,95 | + 21,12 |
| 4 | Thời gian hoàn vốn có chiết khấu (năm) | 14,4 | 12,28 | + 2,12 |
| 5 | Thời điểm hoàn vốn vào năm | 2017 | 2028 | |
| 6 | Chỉ số sinh lời (PI) | 1,96 | 1,97 | - 0,01 |

*Nguồn: Phương án tài chính Thủy điện Xekaman 3 và tác giả tự tính toán*

**Phụ lục 2.9: Tính thời gian hoàn vốn có chiết khấu dự án thủy điện Xê Ka Man 3**

| STT | Chỉ tiêu | 2006 | 2007 | … | 2027 | 2028 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| • | Dòng tiền sau thuế của chủ đầu tư | -13,31 | -8,09 | …. | 31,87 | 32,18 |
| • | Dòng tiền dự án có chiết khấu | -12,10 | -6,69 | …. | 3,92 | 3,59 |
| • | Cộng dồn dòng tiền có chiết khấu | -12,10 | -18,79 | … | -2,59 | 1,00 |
| • | Thời gian hoàn vốn có chiết khấu (năm) | - | - | - | - | 12,28 |

*Nguồn: tính toán lại từ phương án tài chính thủy điện Xekaman 3*

**Phụ lục 2.10: Tính điểm hòa vốn, minh họa giai đoạn vận hành từ năm thứ 1 – 6 Dự án thủy điện Xe Ka Man 3**

*ĐVT: Triệu USD*

| STT | Mục | Thời gian hoạt động | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| | Doanh thu hoạt động | 37,44 | 37,81 | 38,19 | 38,57 | 38,96 | 39,34 |
| - | Chi phí sản xuất biến đổi (O&M, phí tài nguyên) | 3,95 | 3,97 | 3,99 | 4,01 | 4,03 | 4,05 |
| - | Chi phí sản xuất cố định (khấu hao, lãi vay) | 24,35 | 22,56 | 20,78 | 18,91 | 16,76 | 14,60 |
| | **Trong đó:** | | | | | | |
| | *Chi phí khấu hao* | *10,92* | *10,92* | *10,92* | *10,92* | *10,92* | *10,92* |
| | *Chi phí lãi vay* | *13,42* | *11,64* | *9,86* | *7,98* | *5,83* | *3,68* |
| - | **Điểm hoà vốn (4) = (3)/((2)-(1))** | **73%** | **67%** | **61%** | **55%** | **48%** | **41%** |

*Nguồn: Phương án tài chính thủy điện Xekaman 3*

**Phụ lục 2.11: So sánh hiệu quả tài chính các dự án thủy điện**

| Chỉ tiêu | Xekaman 3 | Thủy điện Nậm Chiến | Thủy điện Bảo Lộc |
|---|---|---|---|
| Công suất (MW) | 250 | 210 | 24,5 |
| Vốn đầu tư (triệu USD) | 258,48 | 250 | 32,13 |
| NPV (triệu USD) | 20,95 | 20,09 | 1,52 |
| IRR (%) | 12,12 | 12,27 | 10,93 |
| B/C | 1,97 | 1,101 | 1,05 |
| Thời gian hoàn vốn (năm) | 12,28 | 13 | 10 |

** Dự án Xekaman 3 tính NPV theo tỷ giá quy đổi 1USD = 15.600 VND*

** Các chỉ tiêu của Xekaman 3 được lấy từ chỉ tiêu đã được tính toán lại*

** Nguồn: Tổng hợp từ phương án tài chính của các dự án thủy điện*