

MỘT SỐ VẤN ĐỀ KHI VẬN DỤNG CÁCH TIẾP CẬN THU NHẬP TRONG THẨM ĐỊNH GIÁ BẤT ĐỘNG SẢN

ThS. Lê Thanh Ngọc
Trường ĐH Ngân hàng TP.HCM

Tóm tắt: Bài viết trả lời hai câu hỏi khi vận dụng cách tiếp cận thu nhập trong thẩm định giá bất động sản: (i) Dòng thu nhập sử dụng trong phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp vốn hóa thu nhập là thu nhập sau thuế (Earning After Tax - EAT) hay dòng tiền hoạt động ròng (Operating Cash Flow - OCF)? (ii) Tỷ suất vốn hóa có quan hệ như thế nào với tỷ suất chiết khấu?

Từ khóa: Cách tiếp cận thu nhập, thẩm định giá, bất động sản.

Đặt vấn đề

Bất động sản là tài sản không di dời được (Điều 174 Bộ Luật Dân sự), bao gồm hai nhóm chính là đất đai và công trình xây dựng gắn liền với đất đai. Đối với một bất động sản tạo ra thu nhập, thẩm định viên có thể vận dụng cách tiếp cận thu nhập để thẩm định giá trị tài sản. Cách tiếp cận thu nhập cho rằng giá trị hiện tại của một bất động sản ngang bằng với giá trị hiện tại của tất cả các khoản thu nhập tương lai có thể nhận được từ bất động sản (Nguyễn Minh Hoàng, 2008). Cách tiếp cận thu nhập có hai phương pháp: phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp vốn hóa thu nhập (vốn hóa trực tiếp).

Phương pháp chiết khấu dòng tiền là chuyển tất cả dòng thu nhập dự kiến tạo ra từ bất động sản trong tương lai, bao gồm cả giá trị thu hồi về giá trị hiện tại thông qua tỷ suất sinh lợi thích hợp (Nguyễn Ngọc Vinh, 2012). Công thức tổng quát: $V_0 = \sum I_i / (1+k)^i + V_n / (1+k)^n$ (1)

Trong đó: V_0 là giá trị hiện tại của bất động sản, I_i là thu nhập của bất động sản năm i , k là tỷ suất chiết khấu và V_n là giá bán bất động sản cuối năm n .

Trong công thức trên, tỷ suất chiết khấu là tỷ suất sinh lời yêu cầu tối thiểu khi một chủ

thể đầu tư vào bất động sản. Phương pháp chiết khấu dòng tiền được sử dụng khi bất động sản giả định chỉ được sử dụng trong n năm và giá bán bất động sản năm cuối là V_n .

Phương pháp vốn hóa thu nhập ước tính giá trị thị trường của bất động sản thẩm định bằng việc chuyển đổi thu nhập thuần dự kiến trong một năm về giá trị của bất động sản đó thông qua tỷ suất vốn hóa thích hợp (Nguyễn Ngọc Vinh, 2012). Công thức tổng quát: $V_0 = I_0 / R$ (2)

Trong đó: V_0 là giá trị hiện tại của bất động sản, I_0 là thu nhập thuần dự tính một năm đầu của thời hạn tính và R là tỷ suất vốn hóa.

Trong công thức trên, tỷ suất vốn hóa là tỷ suất chuyển đổi thu nhập một năm của tài sản về giá trị vốn hiện tại của tài sản. Phương pháp vốn hóa thu nhập được sử dụng khi tài sản tạo ra thu nhập đều hàng năm.

Như vậy, để thẩm định giá bất động sản theo cách tiếp cận thu nhập, thẩm định viên trước hết phải ước tính được thu nhập mà tài sản tạo ra trong tương lai trong phương án đạt được sự sử dụng cao nhất và tốt nhất, sau đó tìm tỷ suất chiết khấu hoặc tỷ suất vốn hóa thích hợp.

Vấn đề thứ nhất cần làm rõ trong cách tiếp cận thu nhập là trong các công thức ở trên, dòng thu nhập được sử dụng là EAT hay OCF ($OCF = EBIT(1-t) + KH$)? Trong hầu hết các tài liệu nghiên cứu về thẩm định giá, hầu như không có sự giải thích rõ ràng nào về bản chất dòng thu nhập được sử dụng, và do đó có sự lẫn lộn khi sử dụng giữa EAT và OCF.

Vấn đề thứ hai cần làm rõ là tỷ suất vốn hóa là gì và nó có mối quan hệ như thế nào với tỷ suất chiết khấu? Trong trường hợp nào tỷ suất vốn hóa bằng tỷ suất chiết khấu?

Cơ sở lý thuyết

Để đơn giản, chúng ta giả định khi đầu tư vào một bất động sản, nhà đầu tư không sử dụng vốn vay, do đó, thu nhập sau thuế sẽ bằng thu nhập hoạt động ròng ($EAT = EBIT(1-t)$). Giả sử thêm rằng, tài sản được sử dụng trong n năm và cuối năm n nhà đầu tư dự kiến sẽ bán tài sản với giá V_n . Khi đó, lợi ích thực sự mà tài sản mang lại cho nhà đầu tư chính là dòng tiền hoạt động ròng (OCF) từ tài sản và giá bán tài sản cuối năm n (V_n). Gọi D là khấu hao của tài sản, ta có: $OCF = EBIT(1-t) + D = EAT + D$

Do OCF phụ thuộc vào khấu hao, do đó ta cần làm rõ bản chất của khấu hao là gì khi thẩm định giá một bất động sản. Giá trị tài sản bị hao mòn đã chuyển dịch vào giá trị hàng hóa được biểu hiện bằng tiền gọi là tiền khấu hao (Bùi Hữu Phước, 2008). Như vậy khi một tài sản được sử dụng sau một thời gian và nếu tài sản không bị hao mòn về mặt giá trị thì không nhất thiết phải trích khấu hao. Khấu hao chỉ được trích lập khi tài sản bị hao mòn về mặt giá trị và mục đích của việc trích khấu hao là nhằm tạo ra quỹ tích lũy để bổ sung, tái tạo lại phần bị hao mòn của giá trị tài sản. Một trong những đặc điểm nổi bật của bất động sản là tính bền vững theo thời gian. Đất đai hầu như không thay đổi trạng thái vật chất theo thời gian, do đó đối với quyền sử dụng đất vĩnh viễn, trong nghiệp vụ kế toán người ta không tính khấu

hao. Đối với công trình xây dựng, tùy thuộc vào vật liệu, kiến trúc và địa chất mà nó có thể tồn tại từ vài chục năm đến hàng trăm năm. Chính vì đặc điểm bền vững theo thời gian và do cung đất đai là tương đối cố định nên sau một thời gian sử dụng, cho dù công trình xây dựng đã bị hao mòn một phần về mặt vật chất, nhưng giá trị của toàn bộ tài sản hầu như không bao giờ giảm xuống bằng không. Ngược lại, trong phần lớn trường hợp, giá trị bất động sản không đổi hoặc tăng lên theo thời gian. Tính chất này ảnh hưởng đến khấu hao và do đó ảnh hưởng đến giá trị hiện tại của bất động sản.

Như chúng ta đã giả định ở trên, vào cuối năm n , giá bán của tài sản là V_n , do đó xét về mặt giá trị, phần hao mòn của tài sản là $V_0 - V_n = h.V_0$ (trong đó h là % hao mòn của tài sản).

Xét các trường hợp sau đây :

Trường hợp thứ nhất: OCF các năm là đều nhau, quỹ khấu hao được trích đều và được tái đầu tư với tỷ suất sinh lời bằng tỷ suất sinh lời trên vốn đầu tư ban đầu.

- *Thẩm định giá bất động sản dựa vào dòng tiền hoạt động ròng (dòng tiền thực) :* Phương pháp này giả định tài sản chỉ được sử dụng n năm và nhà đầu tư khi mua một bất động sản tạo ra thu nhập sẽ chỉ quan tâm đến dòng tiền thực (OCF) và giá bán tài sản năm cuối V_n . Từ (1), do OCF đều nhau và $V_n = (1-h).V_0$ nên:

$$V_0 = OCF * [((1+k)^n - 1) / k(1+k)^n] + (1-h)V_0 / (1+k)^n \quad (3)$$

$$\Rightarrow V_0 = OCF / [k + k.h / ((1+k)^n - 1)] \quad (4)$$

Đặt $R = [k + k.h / ((1+k)^n - 1)]$ thì (4) trở thành

$$V_0 = OCF / R$$

Công thức (3) gọi là công thức chiết khấu dòng tiền, còn công thức (4) gọi là công thức vốn hóa dòng tiền thực, với tỷ suất vốn hóa $R = [k + k.h / ((1+k)^n - 1)]$

Công thức (4) có thể được thiết lập theo cách khác là dựa vào phân tích khấu hao có trong OCF:

Trong OCF có 2 phần:

- Phần thứ nhất là lợi nhuận trên vốn đầu tư: $k.V_0$

- Phần còn lại chính là khấu hao thực, D_r . Vì khấu hao được tái đầu tư với tỷ suất k nên sau n năm, quỹ này sẽ có giá trị tích lũy bằng với phần giá trị tài sản đã hao mòn $h.V_0$. Do đó:

$$D_r * [(1+k)^n - 1] / k = h.V_0 \Rightarrow D_r = k.h.V_0 / [(1+k)^n - 1]$$

Ta có: $OCF = k.V_0 + D_r = k.V_0 + k.h.V_0 / [(1+k)^n - 1]$
 $\Rightarrow V_0 = OCF / [k + k.h / ((1+k)^n - 1)]$

Xảy ra một số tình huống đặc biệt sau đây:

+ Vào cuối năm n giá trị tài sản bằng 0, tức là: $V_n = (1-h)V_0 = 0 \Rightarrow h = 1$,
 ta có: $R = k(1+k)^n / [(1+k)^n - 1] = 1/PVFA(k,n)$.
 R chính là nghịch đảo của thừa số giá trị hiện tại của chuỗi tiền đều.

+ Vào cuối năm n giá trị tài sản không đổi, tức là: $V_n = (1-h)V_0 = V_0 \Rightarrow h = 0$, ta có: $R = k$

Trong trường hợp này, dòng OCF đều và coi như tồn tại vĩnh viễn. Vì giá trị tài sản năm cuối không đổi nên không có khấu hao, do đó $OCF = EAT$. Tỷ suất vốn hóa bằng tỷ suất chiết khấu.

- *Thẩm định giá bất động sản dựa vào thu nhập sau thuế*: Phương pháp này giả định tài sản sử dụng vĩnh viễn. Do tài sản có thể bị hao mòn giá trị theo thời gian nên cuối mỗi năm cần trích một phần khấu hao để bổ sung, tái tạo lại phần hao mòn của tài sản. Gọi phần khấu hao hàng năm này là khấu hao thực, D_r , thì dòng tiền mà nhà đầu tư nhận được sau khi trừ khấu hao thực chính là thu nhập thực sau thuế (EAT_r). Bù lại, do sự bù đắp của quỹ khấu hao nên ta có thể xem như giá trị của tài sản luôn luôn giữ không đổi ($V_n = V_0$).

$$\text{Ta có: } V_0 = EAT_r * [(1+k)^n - 1] / [k(1+k)^n]$$

$$= EAT_r * [(1 - (1+k)^{-n}) / k]$$

Khi n tiến đến vô cùng thì $V_0 = EAT_r / k$ (5)

Trong đó: $EAT_r = OCF - D_r$, với D_r là khấu hao thực

Như trên đã phân tích, $D_r = k.h.V_0 / [(1+k)^n - 1]$. Do D_r phụ thuộc V_0 , là biến số chưa biết, cần tìm nên công thức này về mặt thực tiễn là khó áp dụng.

Trường hợp thứ hai: OCF các năm là đều nhau, quỹ khấu hao được trích đều nhưng không được tái đầu tư. Phân tích OCF có 2 phần:

- Phần thứ nhất là lợi nhuận trên vốn đầu tư: $k.V_0$

- Phần còn lại là khấu hao thực hàng năm: $D_r = h.V_0/n$ (trong đó h là % giá trị hao mòn của tài sản sau n năm)

$$\text{Ta có: } OCF = k.V_0 + D_r = k.V_0 + h.V_0/n$$

$$\Rightarrow V_0 = (OCF - D_r) / k = EAT_r / k \quad (6)$$

Hoặc: $V_0 = OCF : (k + h/n) \quad (7)$

Nếu áp dụng công thức (6) thì tỷ suất vốn hóa bằng tỷ suất chiết khấu và dòng tiền được sử dụng là thu nhập thực sau thuế (EAT_r). Công thức này có ưu điểm là đơn giản, dễ tính toán. Tuy nhiên công thức này có nhược điểm là khấu hao D phụ thuộc vào V_0 mà giá trị V_0 lại chưa biết trước.

Nếu áp dụng công thức (7) thì tỷ suất vốn hóa R có quan hệ với tỷ suất chiết khấu k như sau: $R = k + h/n$. Dòng tiền được sử dụng là OCF. Do OCF là dòng tiền thực nên OCF không phụ thuộc vào khấu hao, tức là loại bỏ được nhược điểm của công thức (6).

Trường hợp thứ ba: OCF các năm là đều nhau, quỹ khấu hao D_r được trích đều và được tái đầu tư với tỷ suất sinh lời p để sau n năm quỹ này có giá trị tích lũy bằng phần giá trị hao mòn của tài sản, tức là:

$$D_r * [(1+p)^n - 1] / p = h.V_0 \Rightarrow D_r = p.h.V_0 / [(1+p)^n - 1]$$

Phân tích OCF, có 2 phần:

- Phần thứ nhất là lợi nhuận trên vốn đầu tư: $k.V_0$

- Phần còn lại chính là khấu hao D_r .

Ta có: $OCF = k.V_0 + D_r = k.V_0 + p.h.V_0 / ((1+p)^n - 1)$
 $\Rightarrow V_0 = OCF : [k + p.h / ((1+p)^n - 1)]$ (8)

Đặt $R = [k + p.h / ((1+p)^n - 1)]$, công thức (8) trở thành $V_0 = OCF : R$

Như vậy trong trường hợp này dòng tiền sử dụng là dòng tiền hoạt động ròng và tỷ suất vốn hóa có quan hệ với tỷ suất chiết khấu bởi tham số tỷ lệ hao mòn của tài sản năm cuối thời kỳ tính toán h và tỷ suất sinh lời của quỹ khấu hao p .

Trong trường hợp $p = k$ thì công thức (8) trở về công thức (4).

Trường hợp thứ tư: OCF không đều nhau qua các năm. Trong trường hợp này ta không thể áp dụng công thức vốn hóa thu nhập mà chỉ có thể sử dụng công thức tổng quát (1) nhằm chiết khấu dòng tiền hoạt động ròng và giá bán tài sản năm cuối về thời điểm hiện tại.

Số liệu minh họa

Lấy số liệu quan sát 3 năm liên tục trong quá khứ từ các bất động sản tạo ra thu nhập là cây xăng và giả định thu nhập tiếp tục ổn định trong những năm tới:

Quan sát trên thị trường cho thấy tỷ suất lợi nhuận bình quân của những tài sản tương tự là 20%/năm.

Áp dụng công thức chiết khấu dòng tiền đều (3), ta có:

$$V_0 = OCF * [((1+k)^n - 1) / k(1+k)^n] + (1-h)V_0 / (1+k)^n$$

$$V_0 = 280,75 * [((1+0,2)^5 - 1) / 0,2 * (1+0,2)^5] + (1-0,25)V_0 / (1+0,2)^5$$

$$V_0 = 280,75 * 2,99061 + 0,75V_0 / 2,48832$$

$$V_0 = 1202 \text{ triệu đồng}$$

Áp dụng công thức vốn hóa dòng tiền thực (4):

$$V_0 = OCF / [k + k.h / ((1+k)^n - 1)]$$

$$V_0 = 280,75 / [0,2 + 0,2 * 0,25 / ((1+0,2)^5 - 1)]$$

$$V_0 = 1202 \text{ triệu đồng}$$

Áp dụng công thức vốn hóa thu nhập thực sau thuế (5): $V_0 = EAT_r / k$

Trong đó : $EAT_r = OCF - D_r$.

Cần thấy rằng khấu hao trong số liệu ở bảng trên là khấu hao kế toán, gọi là khấu hao ảo, được trích lập để tạo ra lá chắn thuế. Sử dụng khái niệm khấu hao này chúng ta có thu nhập sau thuế, EAT là thu nhập trong báo cáo kế toán. Còn khấu hao trong công thức (5), D_r , là khấu hao thực, được trích lập mỗi năm, liên tục trong 5 năm và được tái đầu tư với tỷ suất sinh lời đúng bằng 20%,

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Năm 1	Năm 2	Năm 3
Doanh thu	800	790	820
Chi phí hoạt động	450	462	475
Khấu hao kế toán	100	100	100
Thu nhập trước thuế	250	228	245
Thuế thu nhập doanh nghiệp (t = 0,25)	62,5	57	61,25
Thu nhập sau thuế (EAT)	187,5	171	183,75
Dòng tiền thực (OCF)	287,5	271	283,75

Thu nhập sau thuế (EAT) trung bình mỗi năm từ cây xăng là 180,75 triệu đồng, và dòng tiền hoạt động ròng (OCF) trung bình mỗi năm là 280,75. Xét giai đoạn trong 5 năm tới, giả sử giá trị tài sản sau 5 năm bị suy giảm với tỷ lệ là $h = 0,25$ như vậy giá trị còn lại của tài sản sau 5 năm là $0,75.V_0$.

sau 5 năm quỹ khấu hao này có giá trị tích lũy bằng phần giá trị hao mòn của tài sản, tức là bằng $0,25V_0$. Sử dụng khái niệm khấu hao thực sẽ cho ta thu nhập thực sau thuế, EAT_r . Ta có :

$$D_r = k.h.V_0 / ((1+k)^n - 1) = 0,2 * 0,25 * 1202 / 1,48832 = 40,38$$

$$EAT_r = OCF - D_r = 280,75 - 40,38 = 240,37$$

$$V_0 = EAT_r/k = 240,37/0,2 = 1202 \text{ triệu đồng}$$

Trong công thức (5), để tìm D_r , ta phải dựa vào giá trị V_0 mà rõ ràng V_0 là biến số chưa biết, cần tìm. Do đó, công thức (5) hầu như không thể ứng dụng được trong thực tế. Điều này cũng hoàn toàn đúng trong trường hợp quỹ khấu hao không được tái đầu tư.

Một số đề xuất ứng dụng cách tiếp cận thu nhập trong thẩm định giá bất động sản

Thứ nhất, nếu bất động sản có giá trị không đổi theo thời gian tức là không có khấu hao, thì $EAT = OCF$ và nếu EAT đều hàng năm, ta có thể áp dụng công thức vốn hóa thu nhập để thẩm định giá trị bất động sản: $V_0 = EAT/k$

Trong trường hợp này tỷ suất vốn hóa chính là tỷ suất chiết khấu.

Thứ hai, nếu bất động sản có giá trị giảm dần theo thời gian thì quỹ khấu hao sẽ được trích hàng năm nhằm bù đắp phần giảm giá của tài sản. Trong trường hợp OCF đều hàng năm, và quỹ khấu hao được tái đầu tư với tỷ suất sinh lợi bằng tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư ban đầu k , thì có thể ứng dụng các công thức sau để thẩm định giá trị bất động sản:

Công thức chiết khấu dòng tiền thực:

$$V_0 = OCF * [((1+k)^n - 1)/k(1+k)^n] + (1-h)V_0/(1+k)^n \quad (3)$$

Công thức vốn hóa dòng tiền thực:

$$V_0 = OCF/[k + k.h/((1+k)^n - 1)] \quad (4)$$

Công thức vốn hóa thu nhập thực sau thuế:

$$V_0 = EAT_r/k \quad (5)$$

Công thức (3) là sự biến đổi của công thức (4) và có thể dễ dàng áp dụng khi dự đoán được tốc độ giảm giá của bất động sản. Công thức (5) là công thức được giới thiệu phổ biến trong nhiều tài liệu nhưng thực tế rất khó ứng dụng vì $EAT = OCF - D_r$ mà D_r lại phụ thuộc vào V_0 , là biến số chưa biết trước. Do đó, tác giả đề xuất sử dụng công thức (4) thay cho công thức (5). Trong trường hợp này, dòng tiền chiết khấu là dòng tiền thực và tỷ suất vốn hóa quan hệ với tỷ suất chiết khấu thông qua tham số mức độ hao mòn của tài sản cuối thời kỳ tính toán h .

Thứ ba, trường hợp OCF các năm là đều nhau, quỹ khấu hao D_r được trích đều và được tái đầu tư với tỷ suất sinh lời p , để thẩm định giá trị bất động sản có thể áp dụng công thức sau:

$$V_0 = OCF / [k + p.h/((1+p)^n - 1)] \quad (8)$$

Dòng tiền chiết khấu là dòng tiền thực và tỷ suất vốn hóa quan hệ với tỷ suất chiết khấu bởi tham số p và h .

Cuối cùng, trường hợp OCF các năm không đều nhau, ta không thể áp dụng công thức vốn hóa mà sử dụng công thức tổng quát (1) để chiết khấu dòng tiền thực về hiện tại nhằm tìm ra giá trị của bất động sản:

$$V_0 = \sum I_t/(1+k)^t + V_n/(1+k)^n \quad (1)$$

Tài liệu tham khảo

1. Bộ Tài chính (2005, 2008). 12 tiêu chuẩn thẩm định giá
2. Nguyễn Minh Hoàng (2008). Định giá tài sản và giá trị doanh nghiệp. Nhà xuất bản Lao động – Xã hội.
3. Nguyễn Thế Phương (2011). Thẩm định giá bất động sản. Nhà xuất bản Phương Đông.
4. Nguyễn Ngọc Vinh và Nguyễn Quỳnh Hoa (2012). Thẩm định giá bất động sản. Nhà xuất bản Lao động – Xã hội.
5. Đoàn Văn Trương (1999). Các phương pháp thẩm định giá bất động sản. Nhà xuất bản Khoa học – Kỹ thuật Hà Nội.
6. Đoàn Thanh Hà (2010). Thẩm định giá bất động sản và máy móc thiết bị. Nhà xuất bản Phương Đông.