

XÁC ĐỊNH TỶ LỆ CHIẾT KHẤU TRONG ĐỊNH GIÁ TÀI SẢN VÀ PHÂN TÍCH DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Nguyễn Quang Hà

TS. Trường Đại học Nông lâm Bắc Giang

TÓM TẮT

Trong các tài liệu, văn bản hiện hành về định giá đất, định giá rừng, phân tích chi phí – lợi ích trong quản lý dự án, tỷ lệ chiết khấu được quy định, và được hiểu là tỷ lệ lãi suất (danh nghĩa) phổ biến trên thị trường ở thời điểm định giá, phân tích dự án. Tác giả bài báo cho rằng, các quy định đó là thiếu cơ sở khoa học, không chính xác, và sẽ gây ra các nhầm lẫn đáng kể trong kết quả định giá, phân tích, nhất là trong các thời kỳ có biến động lớn về tỷ lệ lạm phát (như thời kỳ 2009 – 2013 ở Việt Nam). Theo phân tích của tác giả: tỷ lệ chiết khấu, với bản chất là tỷ lệ sinh lợi mong đợi của nhà đầu tư, trong trường hợp tổng quát sẽ bao gồm ba bộ phận: tỷ lệ sinh lợi thực tế, tỷ lệ lạm phát (hai bộ phận này cấu thành tỷ lệ lãi suất danh nghĩa), và tỷ lệ bù đắp rủi ro. Tuy nhiên, việc đưa bộ phận nào trong ba bộ phận nói trên khi tính toán tỷ lệ chiết khấu tùy thuộc chủ yếu vào loại giá cả sử dụng (giá cố định – đã loại trừ yếu tố lạm phát) hay giá hiện hành – tính đến yếu tố lạm phát). Mặt khác, độ lớn của từng bộ phận cần được xác định dựa vào số liệu bình quân của cả thời kỳ, chứ không thể chỉ dựa vào số liệu của năm tính toán, định giá. Sửa đổi, bổ sung các điểm nói trên trong các quy định, hướng dẫn hiện hành về tỷ lệ chiết khấu là hết sức cần thiết để đảm bảo tính chính xác, thống nhất trong định giá bất động sản, định giá rừng, và phân tích dự án đầu tư.

Từ khóa: Định giá tài sản, lãi suất, phân tích dự án, tỷ lệ chiết khấu

I. ĐẶT VẤN ĐỀ

Kỹ thuật chiết khấu - tính toán quy đổi giá trị các thời điểm phát sinh chi phí và thu nhập về cùng thời điểm đã được đề cập và sử dụng từ thế kỷ 17, ví dụ bởi Culpeper, the Elder 1621 (Scorgie, 1996). Theo thời gian, kỹ thuật này được nghiên cứu, phát triển, và với sự phát triển của các phương tiện tính toán, hiện được sử dụng rộng rãi trong kinh tế và quản lý, phục vụ cho các mục đích khác nhau, nhất là phục vụ cho định giá tài sản và tính toán, phân tích hiệu quả của các dự án đầu tư dài hạn.

Tuy nhiên, vấn đề tưởng như khá rõ ràng đó về mặt triết lý và lý thuyết tính toán, lại tồn tại một thực tế (ít nhất là ở nước ta) là việc lựa chọn và sử dụng tỷ lệ chiết khấu (tên gọi phổ biến khác thường được sử dụng là tỷ lệ lãi suất, hoặc lãi suất) khi tính hệ số chiết khấu đã không được chú ý nghiên cứu sử dụng một cách chính xác, dẫn đến sự tùy tiện, thiếu cơ sở khoa học trong tính toán.

Cụ thể, trong các tài liệu chính thống về định giá tài sản hiện nay ở nước ta, điển hình là các Nghị định Chính phủ và thông tư hướng

dẫn của Bộ Tài chính và Các Bộ liên quan như Bộ tài nguyên và Môi trường, Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn về định giá đất, định giá rừng, định giá bất động sản (Nghị định 188/2004/NĐ-CP; Nghị định 123/2007/NĐ-CP; Nghị định 48/2007/NĐ-CP...) đều quy định sử dụng lãi suất ngân hàng thương mại ở thời điểm (năm) định giá. Còn trong các tài liệu về phân tích dự án (kể cả các sách giáo khoa), thì tỷ lệ lãi suất sử dụng để tính các chỉ số NPV, hoặc làm căn cứ để so sánh với IRR là lãi suất danh nghĩa của các nguồn vốn huy động cho dự án (ví dụ: tính bình quân từ các nguồn vốn huy động).

Việc quy định sử dụng tỷ lệ lãi suất như trên xuất phát từ sự nhầm lẫn, hoặc thiếu rõ ràng về bản chất của tỷ lệ chiết khấu và gây ra những sai sót đáng kể về kết quả tính toán, phân tích, nhất là trong điều kiện lãi suất ngân hàng biến động lớn do sự biến động của tỷ lệ lạm phát, như ở Việt Nam trong 5 năm gần đây.

Ví dụ: nếu sử dụng theo quy định hiện hành theo các văn bản pháp quy về định giá đất, định giá rừng là sử dụng tỷ lệ lãi suất huy động

vốn thời hạn 1 năm của các ngân hàng thương mại, do việc chỉ tính trong sáu tháng đầu năm 2012, trần lãi suất huy động vốn thời hạn 1 năm của các NHTM đã giảm từ 14%/năm vào tháng 2/2012 xuống 9%/năm ở thời điểm tháng 7/2012, giá trị quy đổi của một cùng luồng thu nhập trong 20 năm sẽ chênh lệch nhau 2,34 lần, nghĩa là cùng một tài sản, nếu việc định giá vào tháng 7 sẽ có giá cao hơn gấp 2,34 lần giá của chính nó nếu được định giá nửa năm trước đó, và sự khác biệt này hoàn toàn không phải do biến động của các yếu tố ảnh hưởng đến cung cầu hay giá trị tài sản, mà chỉ thuần túy do tỷ lệ lạm phát. Hay nói cách khác, tỷ lệ lạm phát của năm (thậm chí là tháng) định giá sẽ quyết định giá của tài sản có thời hạn sử dụng (hoặc một dự án kéo dài trong) hai ba mươi năm sau đó. Hệ quả tai hại của kết quả định giá này, nhất là trong điều kiện thiếu cơ sở thẩm định, so sánh do không có các giao dịch trên thị trường, là rất lớn.

Còn đối với trường hợp tính toán các chỉ số phân tích tài chính và kinh tế của dự án, trong trường hợp dự án sử dụng nhiều nguồn vốn, cả vốn tự có, vay ưu đãi...thì kết quả phân tích, so sánh sẽ rất thiếu chính xác.

Thêm vào đó, việc không làm rõ bản chất của tỷ lệ lãi suất trong tính toán hệ số chiết khấu còn dẫn đến sự tùy tiện, thiếu nhất quán trong việc sử dụng giá cả (cố định hay hiện hành) trong tính toán luồng chi phí và thu nhập. Do vậy, kết quả tính toán càng trở thành thiếu chính xác.

Bài viết này làm rõ các vấn đề cơ bản về bản chất của tỷ lệ chiết khấu, từ đó đề xuất về cách thức sử dụng, lựa chọn tỷ lệ lãi suất để tính toán tỷ lệ chiết khấu có cơ sở khoa học, khả thi trong ứng dụng vào thực tiễn quản lý.

II. ĐỐI TƯỢNG, PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Các bộ phận của tỷ lệ chiết khấu:

Bản chất của tỷ lệ chiết khấu trong kỹ thuật chiết khấu – quy đổi các dòng thu nhập và chi phí ở các thời điểm khác nhau về cùng một

thời điểm - là tỷ lệ sinh lợi (rate of returns) của một khoản đầu tư nào đó (ví dụ: mua sắm tài sản, đầu tư vào dự án...) được kỳ vọng bởi nhà đầu tư. Nghĩa là, với tỷ lệ sinh lợi đó (cũng thường được diễn đạt là nếu được bù đắp với tỷ lệ đó), thì việc nhà đầu tư nhận được các khoản thu nhập (hay bỏ ra các chi phí) ở thời điểm hiện tại và các thời điểm nào đó trong tương lai (hoặc quá khứ) là như nhau. Do vậy, tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa được nhà đầu tư kỳ vọng bao gồm ba bộ phận:

1) Phần bù đắp/phần thưởng cho nhà đầu tư khi họ quyết định hi sinh tiêu dùng hiện tại để đầu tư trong điều kiện chắc chắn, hoàn toàn không có rủi ro, không lạm phát - tỷ lệ sinh lợi thực tế - real interest rate.

2) Phần bù đắp cho rủi ro từ mất giá của đồng tiền theo thời gian : tức tỷ lệ lạm phát - inflation rate

3) Phần bù đắp cho rủi ro đi liền với các đầu tư cụ thể nào đó, có mức rủi ro cao hơn so với mức sinh lợi trong điều kiện chắc chắn – risk premium. Để thuận tiện cho việc diễn đạt, chúng tôi tạm gọi bộ phận này là “tỷ lệ đền bù rủi ro” (tính bằng tỷ lệ phần trăm).

Nếu đơn giản hoá việc tính toán, tỷ lệ chiết khấu – trong trường hợp cần tính đến đầy đủ các bộ phận – sẽ là:

$$R = r_r + r_i + r_p = i + r_p$$

Với: R , r_r , r_i , r_p lần lượt là tỷ lệ chiết khấu, tỷ lệ lãi suất thực tế, tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ bù đắp rủi ro, i là lãi suất danh nghĩa của ngân hàng

Hai bộ phận 1) và 2) là các khái niệm quen thuộc (để ý rằng hai bộ phận này cấu thành nên lãi suất tín dụng ngân hàng). Số liệu về các bộ phận này hoàn toàn có thể tra cứu từ các nguồn báo cáo thống kê, còn bộ phận thứ 3 phức tạp hơn, cả về khái niệm và cách tính toán, xác định.

Về khái niệm, trong các mô hình tài chính, rủi ro được định nghĩa theo các quan điểm khác nhau, nhưng các điểm chung từ các quan điểm đó là:

- Rủi ro trong đầu tư được xác định như là sự khác biệt giữa mức sinh lợi thực tế và mức

sinh lợi dự tính/kỳ vọng của đầu tư đó, một đầu tư nào đó có khả năng khác biệt này càng lớn thì mức rủi ro càng cao.

- Rủi ro được chia thành hai bộ phận: i) các rủi ro cá biệt hay rủi ro không hệ thống: là các rủi ro gắn với các đặc điểm riêng biệt của loại hình/lĩnh vực đầu tư cụ thể nào đó. (đi liền với các đầu tư cụ thể), loại rủi ro này có thể loại trừ bằng đa dạng hoá đầu tư, và ii) các rủi ro chung của thị trường hay còn gọi là rủi ro hệ thống, loại rủi ro này không loại trừ được bằng đa dạng hoá. Tỷ lệ đền bù rủi ro được xác định đối với loại rủi ro hệ thống.

Các nhân tố chủ yếu ảnh hưởng đến độ lớn của phí đền bù rủi ro của một loại đầu tư nào đó bao gồm (Damodaran, 2011):

- Mức độ “ghét rủi ro” (risk aversion) của nhà đầu tư, đến lượt nó, mức độ ghét rủi ro của các nhà đầu tư lại phụ thuộc vào các nhân tố như độ tuổi, độ ưa thích tiêu dùng hiện tại...

- Tính ổn định có thể dự báo được của nền kinh tế

- Mức độ tiếp cận thông tin của nhà đầu tư
- Khả năng thanh khoản của đầu tư

Ngoài ra, độ lớn của phí đền bù rủi ro còn phụ thuộc vào khả năng xảy ra các thảm hoạ, các yếu tố liên quan đến tính hợp lý trong thái độ, thói quen của các nhà đầu tư.

Về cách tính toán, xác định, có thể chia các phương pháp xác định tỷ lệ phí đền bù rủi ro thành ba nhóm:

- Các phương pháp khảo sát nhà đầu tư: dựa vào kết quả khảo sát ý kiến đánh giá của các nhà đầu tư, các nhà quản lý, các nhà nghiên cứu.

- Các phương pháp dựa vào số liệu lịch sử: căn cứ vào mức độ sai khác giữa tỷ lệ sinh lợi thực tế của thị trường rủi ro (ví dụ: thị trường chứng khoán) và tỷ lệ sinh lợi của các đầu tư chắc chắn (ví dụ: trái phiếu chính phủ) trong quá khứ để xác định.

- Các phương pháp ước lượng dựa vào các mức giá, lãi suất thị trường hiện tại, ví dụ: dựa vào mức giá giao dịch hiện tại của một nhóm cổ phiếu đại diện (S&P 500 chẳng hạn), mức

gia tăng cổ tức dự báo trong tương lai để tính tỷ lệ lợi tức cổ phiếu, so sánh tỷ lệ lợi tức cổ phiếu này với mức tỷ lệ sinh lợi chắc chắn để xác định phí đền bù rủi ro.

III. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

3.1. Xác định độ lớn các bộ phận trong tỷ lệ chiết khấu

Định giá tài sản, phân tích dự án được tiến hành trên cơ sở các lợi ích và chi phí (các luồng thu nhập và chi phí) phát sinh trong nhiều năm, do vậy, các tỷ lệ sinh lợi, tỷ lệ lạm phát, tỷ lệ bù đắp rủi ro phải được xác định trên cơ sở bình quân nhiều năm, không thể dựa vào các tỷ lệ cá biệt của năm định giá. Để đơn giản hóa việc xử lý các sai lệch từ các nguồn số liệu được công bố, chúng tôi đề xuất xác định giá trị các bộ phận trong tỷ lệ chiết khấu, sử dụng số liệu của Ngân hàng thế giới, cụ thể:

- Tỷ lệ sinh lợi thực tế r_r : $r_r = i - r_p$

Từ số liệu công bố của Ngân hàng thế giới về lãi suất thực tế của các nước (tính bằng hiệu số giữa lãi suất danh nghĩa của vốn vay và tỷ lệ lạm phát tính theo chỉ số GDP điều chỉnh trong 10 năm gần đây (2002 – 2011), chúng tôi tính được lãi suất thực tế bình quân của Việt Nam là 2,84 %/năm (loại trừ hai năm đột biến có lãi suất thực tế âm – năm 2008 và 2011, xem phụ biểu 01).

- Tỷ lệ lạm phát r_p :

Cũng từ số liệu của Ngân hàng thế giới về tỷ lệ lạm phát của Việt Nam giai đoạn 2002-2011, loại trừ hai năm có tỷ lệ lạm phát đột biến (2008:22,1%; 2011: 20,9%, phụ biểu 01), tỷ lệ lạm phát bình quân là: 7,55%/năm

- Tỷ lệ bù đắp rủi ro r_p

Hiện tại, theo hiểu biết của chúng tôi, chưa có các kết quả nghiên cứu, khảo sát về tỷ lệ rủi ro trong đầu tư ở Việt Nam, tuy nhiên, một trong các kết quả nghiên cứu có sức thuyết phục về chỉ số này là kết quả nghiên cứu về tỷ lệ chấp nhận rủi ro của các nhà đầu tư từ khảo sát 82 quốc gia (trong đó có Việt Nam) được tiến hành bởi nhóm tác giả thuộc Trường Quản

trị IESE, Đại học Navarra, Tây Ban Nha năm 2012 (với 6.014 câu trả lời), theo đó, tỷ lệ rủi ro phổ biến được chấp nhận bởi các nhà đầu tư ở các nước phát triển dao động trong khoảng khá nhỏ: 5,5-6%, còn ở các nước đang phát triển biến động lớn hơn, phổ biến trong khoảng 8-12%. Các câu trả lời về tỷ lệ mong đợi về bù đắp rủi ro ở Việt Nam trong nghiên cứu này là 10,8% (Phụ biểu 02). Do vậy, theo chúng tôi, trong các tính toán, phân tích, có thể có thể chọn mức tỷ lệ bù đắp rủi ro là 10%.

3.2. Lựa chọn các bộ phận để tính toán tỷ lệ chiết khấu

Từ việc làm rõ các bộ phận cấu thành của tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa trên đây, việc xác định, lựa chọn đưa bộ phận nào vào tỷ lệ chiết khấu để quy đổi giá trị của dòng tiền phải được quyết định tùy thuộc vào loại giá cả sử dụng và mục tiêu/bản chất của việc quy đổi trong tính toán định giá tài sản hoặc phân tích dự án.

- Đối với các dòng thu nhập ròng trong tương lai được tính theo giá cố định – mức giá ở thời điểm hiện tại (đây là trường hợp phổ biến) ví dụ: định giá đất, định giá rừng theo phương pháp thu nhập, tính toán các chỉ tiêu NPV, IRR, BCR trong phân tích dự án, các dòng chi phí và thu nhập là các chi phí và thu nhập tương lai, nhưng sử dụng giá cố định (giá cả của các đầu vào, đầu ra của năm hiện tại), nghĩa là đã loại trừ ảnh hưởng của lạm phát. Do vậy, tỷ lệ chiết khấu sử dụng phải chỉ bao gồm bộ phận thứ nhất và thứ ba trong tỷ lệ chiết khấu danh nghĩa nói trên, không bao gồm tỷ lệ lạm phát:

$$R = r_r + r_p$$

- Đối với các dòng thu nhập và chi phí trong tương lai được tính theo giá dự báo (thương được thực hiện chủ yếu bằng cách đơn giản là điều chỉnh giá ở thời điểm hiện tại theo tỷ lệ lạm phát dự báo), thì tỷ lệ chiết khấu phải bao gồm đầy đủ cả ba bộ phận nói trên:

$$R = r_r + r_i + r_p$$

- Đối với các dòng chi phí đã thực hiện trong quá khứ, quy đổi về hiện tại, ví dụ trường

hợp định giá rừng, định giá bất động sản theo phương pháp chi phí, các chi phí mà nhà đầu tư đã bỏ ra là chi phí thực tế (các chi phí được tính theo giá thực tế của năm phát sinh), và họ mong đợi được bù đắp lại lượng giá trị tương ứng với lượng đầu tư thực tế đó, bao gồm phần thưởng cho đầu tư (kể cả phần mạo hiểm chấp nhận rủi ro) nghĩa là tỷ lệ sinh lợi thực tế và tỷ lệ rủi ro, và mất mát do lạm phát. Do vậy, tỷ lệ chiết khấu phải bao gồm đầy đủ ba bộ phận:

$$R = r_r + r_i + r_p$$

IV. KẾT LUẬN

Tỷ lệ chiết khấu sử dụng khi quy đổi giá trị của các luồng tiền ở các thời điểm khác nhau về thời điểm hiện tại (sử dụng phổ biến trong định giá đất, định giá rừng và phân tích dự án) với bản chất là tỷ lệ sinh lợi mong đợi của nhà đầu tư bao gồm ba bộ phận: tỷ lệ sinh lợi thực tế, tỷ lệ lạm phát và tỷ lệ đền bù rủi ro. Việc lựa chọn bộ phận nào đưa vào tỷ lệ chiết khấu phụ thuộc vào loại giá cả sử dụng trong phân tích và tùy thuộc vào phương pháp định giá, không thể đơn thuần sử dụng một loại tỷ lệ chiết khấu, và càng không thể coi là suất của thị trường tín dụng là tỷ lệ chiết khấu.

Độ lớn của mỗi bộ phận trong tỷ lệ chiết khấu nói trên cần được xác định trên cơ sở bình quân trong một thời kỳ tương đối dài (5-10 năm), không thể sử dụng số liệu của năm định giá/năm phân tích dự án để tính toán định giá hoặc phân tích dự án.

Các điều chỉnh nói trên, theo chúng tôi, là hết sức cần thiết trong sửa đổi, bổ sung các văn bản pháp quy về phương pháp định giá đất, định giá rừng, định giá bất động sản hiện hành để đảm bảo cơ sở khoa học của phương pháp định giá, tránh các tùy tiện, không thống nhất về phương pháp và kết quả định giá.

Ngoài ra, các thu thập, phân tích của chúng tôi từ các nguồn đáng tin cậy cho thấy, độ lớn của các bộ phận trong tỷ lệ chiết khấu: có thể sử dụng trong tính toán định giá, phân tích dự án hiện nay ở Việt Nam là: tỷ lệ sinh lợi thực tế: 2,5 – 3%; tỷ lệ lạm phát: 7,5%; tỷ lệ bù đắp rủi ro: 10%.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Chính phủ (2004) *Nghị định số 188/2004-NĐ-CP ngày 16/11/2004 về Phương pháp xác định giá đất và khung giá các loại đất.*
2. Chính phủ (2007) *Nghị định số 123/2007-NĐ-CP ngày 27/7/2007 về sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 188/2004/NĐ-CP ngày 16 tháng 11 năm 2004 về phương pháp xác định giá đất và khung giá các loại đất.*
3. Chính phủ (2007), *Nghị định số 48/2007-NĐ-CP ngày 28/3/2007 về nguyên tắc và phương pháp xác định giá các loại rừng.*
4. <http://www.data.worldbank.org/indicator>
5. Damodaran. A, (2011). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications* – The 2011 Edition, Stern School of Business
6. Fernandez,P *et al.* (2012). *Market Risk Premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7192 answer.* Working Paper, IESE Business School, University of Navarra, Spain.
7. Scorgie, M. E. (1996). “Evolution of the application of present value to valuation of non-monetary resources”. *Accounting and Business Research*, 26(3), pp. 237–248.

IDENTIFICATION DISCOUNT RATE IN ASSET PRICING AND PROJECT ANALYSIS

Nguyen Quang Ha

SUMMARY

In the current documents relating to land pricing, forest pricing, and cost – benefit analysis in project management, discount rate is commonly referred to (normal) interest rate that prevalence in the credit market at the year of pricing/analysis taken place. That knowledge, according to the author, is not correct, leading to significant mistakes in pricing and analysis outcomes, in particular, in the period with big fluctuation of inflation rate such as the period 2009-2012 in Vietnam. The author shows that discount rate, by its nature, is expected returns of the investors, and hence, in general, consists of three components: i) real interest rate; ii) inflation rate; and iii) risk premium. However, the decision on which components should be included in the discount rate should be made relevant to the type of price used in the analysis: fixed price or current price. A part from that, the magnitude of each component should be identified based on their average value in a relatively long period, instead of based on that of specific year, in which the analysis taken place. The author recommends that making the above amendments in current literature and legal documents relating to discount rate is necessary to ensure a more accurate and consistent outcome in real estate pricing and project analysis

Key word: *Asset pricing, discount rate, interest rate, project analysis*

Người phản biện: PGS.TS. Nguyễn Văn Tuấn

Ngày nhận bài: 28/02/2014

Ngày phản biện: 02/3/2014

Ngày quyết định đăng: 07/3/2014

**Phụ biểu 01. TỶ LỆ LÃI SUẤT THỰC TẾ, TỶ LỆ LẠM PHÁT
VIỆT NAM, THỜI KỲ 2002 - 2011**

Năm	Lãi suất thực tế (%/năm)	Tỷ lệ lạm phát (%/năm)
2002	4,9	3,9
2003	2,6	6,7
2004	1,4	8,2
2005	2,6	8,2
2006	3,6	7,3
2007	2,7	8,2
2008	-5,2	22,1
2009	3,8	6
2010	1,1	11,9
2011	-3,2	20,9
Bình quân	2,84	7,55

Nguồn: World Bank (<http://www.data.worldbank.org/indicator>)

**Phụ biểu 02. KỶ VỌNG VỀ TỶ LỆ BÙ ĐÁP RỦI RO CỦA THỊ TRƯỜNG (MRP)
Ở MỘT SỐ QUỐC GIA**

Nước	MRP	Nước	MRP
Philippines	7,4	United State	5,5
Thailand	8,1	Spain	6
Indonesia	8,1	Germany	5,5
China	8,7	UK	5,6
Pakistan	9,5	Italy	5,6
Vietnam	10,8	Japan	5,5

Nguồn: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres (2012) “Market Risk Premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers”, IESE Business School, June 19, 2012.