

# Các phương pháp xác định tỷ suất vốn hóa ứng dụng trong thẩm định giá trị bất động sản

**TS. NGUYỄN QUỲNH HOA**

*Đại học Kinh tế TP.HCM*

**B**ài viết nhằm hệ thống hóa các phương pháp xác định tỷ suất vốn hóa trong lý thuyết thẩm định giá trên thế giới, phân tích thực trạng và các bất cập của việc vận dụng các phương pháp xác định tỷ suất vốn hóa được hướng dẫn trong các văn bản pháp lý cũng như tại các công ty thẩm định giá ở VN. Nghiên cứu chỉ ra rằng các phương pháp xác định tỷ suất vốn hóa được thừa nhận trên thế giới hết sức phong phú và đa dạng, tuy nhiên sự vận dụng ở VN lại rất hạn chế, thậm chí còn nhiều sai lệch. Bài viết cũng đề nghị một số giải pháp nhằm nâng tính khoa học của việc ứng dụng các phương pháp xác định tỷ suất vốn hóa.

**Từ khóa:** *Tỷ suất vốn hóa, tỷ suất sinh lợi, tỷ suất hoàn vốn, tỷ suất chiết khấu, vốn.*

## 1. Đặt vấn đề

Trong hệ thống các phương pháp thẩm định giá trị bất động sản thì tiếp cận thu nhập đóng vai trò đặc biệt quan trọng để ước tính giá trị các bất động sản có tạo ra thu nhập. Để ứng dụng phương pháp vốn hoá trực tiếp, một dạng của tiếp cận thu nhập, thì việc xác định tỷ suất vốn hoá là một bài toán then chốt, có ý nghĩa quyết định đến độ chính xác của kết quả thẩm định. Các phương pháp xác định tỷ suất vốn hóa trong lý thuyết thẩm định giá trên thế giới rất phong phú và đa dạng, tuy nhiên ở VN chúng lại ít được vận dụng. Các khảo sát thực tế của tác giả cho thấy việc sử dụng lẫn lộn giữa tỷ suất vốn hóa và tỷ suất chiết khấu còn rất phổ biến trong lĩnh vực thẩm định giá. Bài viết nhằm đưa ra một cái nhìn toàn cảnh về tỷ suất vốn hóa ứng dụng trong thẩm định giá trị bất động sản, trong đó nhấn mạnh đến

các phương pháp xác định tỷ suất vốn hóa – thông số cơ bản của tiếp cận thu nhập.

## 2. Khái niệm về tỷ suất vốn hóa

Tỷ suất vốn hóa (capitalization rate) là một phân số thể hiện mối quan hệ giữa thu nhập ròng của một năm và giá trị của tài sản, vì thế nó được sử dụng để chuyển thu nhập thành giá trị.

$$R = I/V \quad (1)$$

Trong đó:

I: Thu nhập hoạt động ròng tài sản tạo ra trong năm thứ nhất;

V: Giá trị bất động sản;

R: Tỷ suất vốn hóa.

Tỷ suất vốn hoá bao gồm hai thành phần: tỷ suất thu nhập trên vốn (return on investment) và tỷ suất hoàn vốn (return of investment).

Tỷ suất thu nhập trên vốn: là sự bù đắp cho nhà đầu tư vì giá trị của đồng tiền theo thời gian, cho rủi

ro và các yếu tố khác gắn liền với những vụ đầu tư cụ thể. Nói một cách khác, đó là phần trăm được trả cho việc sử dụng đồng tiền. Tỷ suất thu nhập trên vốn còn được gọi là tỷ suất sinh lợi (yield). Tỷ suất hoàn vốn, hay tỷ suất thu hồi vốn (capital recovery), là sự thu hồi tổng vốn đầu tư ban đầu.

**Mối quan hệ giữa tỷ suất vốn hóa và tỷ suất chiết khấu (tỷ suất sinh lợi)**

Tỷ suất vốn hoá bao gồm tỷ suất thu nhập trên vốn và tỷ suất hoàn vốn. Tỷ suất thu nhập trên vốn đối với người cho vay được gọi là lãi suất, đối với nhà đầu tư được gọi là tỷ suất sinh lợi hay tỷ suất chiết khấu, nó chỉ cho biết thu nhập trên vốn đầu tư. Chiết khấu được thực hiện hoặc trên thu nhập hàng kỳ hoặc giá trị vốn thu hồi, hoặc kết hợp cả hai.

Trong khi đó tỷ suất vốn hoá, sử dụng trong thẩm định giá trị bất

động sản lại bao gồm cả sự hoàn vốn lẫn thu nhập trên vốn. Tỷ suất hoàn vốn là sự hoàn trả những khoản đầu tư ban đầu. Thành phần này của tỷ suất vốn hoá được áp dụng chỉ cho phần có thể hao mòn của tài sản.

$$R_0 = Y + R_{CR} \quad (2)$$

Trong đó:

Y: Tỷ suất sinh lợi;

$R_{CR}$ : Tỷ suất hoàn vốn.

Công thức (2) cũng hàm ý rằng tỷ suất vốn hoá sẽ chính bằng tỷ suất chiết khấu (hay tỷ suất sinh lợi) trong trường hợp không cần thu hồi vốn, đó là trường hợp tỷ suất vốn hoá đối với dòng thu nhập vĩnh viễn, ví dụ như thu nhập từ đất mang lại.

Về mặt lý thuyết, tỷ suất sinh lợi đối với thu nhập hiện tại một cách trực tiếp hoặc gián tiếp cần tính đến các yếu tố:

- Tỷ suất sinh lợi của đầu tư không rủi ro;
- Phụ phí rủi ro;
- Phụ phí cho tính thanh khoản thấp;
- Phụ phí cho quản lý đầu tư.

Để có thể chỉ ra các yếu tố trên được tính đến như thế nào trong tỷ suất sinh lợi người ta sử dụng phương pháp cộng dồn (mô hình cumulative). Còn tỷ suất vốn hoá, ngoài các thành tố trên còn tính đến sự điều chỉnh cho những thay đổi mong đợi – tăng hoặc giảm – giá trị của tài sản.

### 3. Các phương pháp xác định tỷ suất vốn hoá trong lý thuyết thẩm định giá trên thế giới

#### 3.1. Phương pháp so sánh thị trường

Một phương pháp phổ biến để ước tính tỷ suất vốn hoá là giải pháp chiết xuất từ dữ liệu thị trường, theo đó thẩm định viên tiến hành khảo sát các thông tin thị trường về giá

bán, giá thuê, thu nhập hoạt động ròng của các bất động sản tương tự với bất động sản thẩm định, để từ đó tính toán tỷ suất vốn hoá bằng cách chia thu nhập hoạt động ròng của năm thứ nhất cho giá bán của bất động sản so sánh. Tỷ suất vốn hoá tính được bao gồm cả tỷ suất sinh lợi và tỷ suất hoàn vốn. Tỷ suất vốn hoá xác định theo phương pháp thị trường ngầm phản ánh những đánh giá của người mua trên thị trường về xu hướng thay đổi của thu nhập và giá trị bất động sản, cũng như của thu nhập trên vốn đầu tư. Để chọn tỷ suất thích hợp áp dụng cho tài sản thẩm định, thẩm định viên phải căn cứ vào sự tương đồng giữa tài sản thẩm định với các tài sản so sánh. Sự tương đồng được xét căn cứ vào các tiêu chí: sự sử dụng tốt nhất và hiệu quả nhất, đặc điểm vật chất của bất động sản, tuổi đời hiệu quả của công trình, tỷ lệ giá trị giữa đất và công trình, giá thuê, tỷ lệ bỏ trống, các điều kiện mua bán, điều kiện thuê, điều kiện thị trường.

#### 3.2. Kỹ thuật phân dư (kỹ thuật giá trị còn lại)

Kỹ thuật phân dư cho phép thẩm định viên ước tính giá trị thành phần chưa biết của bất động sản khi biết được giá trị những thành phần khác. Thành phần có thể là thành phần vật chất của bất động sản như đất và công trình, thành phần tài chính như vốn vay và vốn chủ sở hữu. Một khi đã biết một thành phần, thành phần còn lại được coi là phân dư (residual), thu nhập từ nó sẽ được vốn hoá để tìm ra giá trị của thành phần này trong tổng thể giá trị bất động sản.

Theo kỹ thuật phân dư, tỷ suất vốn hoá được xác định trên các phương diện sau:

##### 3.2.1. Phương diện vật chất

Trên phương diện vật chất, giá

trị tổng thể của bất động sản được hình thành từ giá trị của đất và giá trị của công trình xây dựng trên đất. Tỷ suất vốn hoá chung ( $R_0$ ) được xác định từ tỷ suất vốn hoá của đất và của công trình, có tính đến tỷ trọng giá trị của chúng trong giá trị tổng thể của bất động sản.

$$R_0 = L.R_L + B.R_B \quad (3)$$

Trong đó:

$R_L$ : Tỷ suất vốn hoá của đất;

$R_B$ : Tỷ suất vốn hoá của công trình trên đất;

L: Tỷ trọng giá trị của đất trong tổng giá trị bất động sản;

B: Tỷ trọng giá trị công trình trong tổng giá trị bất động sản.

Do đất là vĩnh viễn nên đối với đất không yêu cầu sự thu hồi vốn, vì vậy tỷ suất vốn hoá của đất trùng với tỷ suất sinh lợi. Còn công trình xây dựng bị giảm dần giá trị theo thời gian nên trong tỷ suất vốn hoá của công trình phải bao gồm cả tỷ suất hoàn vốn. Vì vậy tỷ suất vốn hoá của công trình luôn cao hơn tỷ suất vốn hoá của đất ( $R_B > R_0 > R_L$ ).

##### 3.2.2. Phương diện tài chính

Trên phương diện tài chính, giá trị bất động sản được hình thành từ hai nguồn vốn: vốn chủ sở hữu và vốn vay ngân hàng, vì thế tỷ suất vốn hoá toàn bộ cũng phải phù hợp với việc thu hồi của cả hai nguồn vốn này, nghĩa là thu nhập bất động sản tạo ra phải đủ lớn để có thể trang trải được nợ và mang lại một khoản thu nhập xứng đáng trên vốn sở hữu mà nhà đầu tư đã bỏ ra.

$$R_0 = M.R_M + E.R_E \quad (4)$$

Trong đó:

$R_M$ : Tỷ suất vốn hoá của vốn vay;

$R_E$ : Tỷ suất vốn hoá vốn chủ sở hữu;

M: Tỷ lệ % vốn vay trên tổng giá trị bất động sản;

E: Tỷ lệ % vốn sở hữu trên tổng giá trị bất động sản

Tỷ suất vốn hoá của vốn vay còn được gọi là hệ số trả nợ vay ( $R_M$ ). Đó là tỷ lệ thanh toán nợ hàng năm trên vốn vay gốc. Tỷ suất này bao gồm tỷ suất sinh lợi của người cho vay và tỷ suất hoàn vốn (thu hồi vốn gốc), tức là tổng của lãi suất và hệ số quỹ tích lũy (hàm số 6 trong Bảng tính tài chính):

$$R_M = i + SFF \quad (5)$$

Tỷ suất vốn hoá vốn sở hữu (RE) là tỷ lệ thu nhập trước thuế hàng năm trên vốn chủ sở hữu. Tỷ suất này bao gồm cả tỷ suất sinh lợi lẫn tỷ suất thu hồi vốn và có thể được rút ra từ các số liệu về các giao dịch trên thị trường, nó được dùng để vốn hoá cho dòng thu nhập của vốn sở hữu.

### 3.2.3. Phương diện pháp lý

Việc thẩm định giá trị một bất động sản tạo ra thu nhập phải bắt đầu từ các hợp đồng cho thuê. Giá thuê trên hợp đồng sẽ xác định lợi ích của các bên thuê và cho thuê. Tỷ suất vốn hoá tổng thể sẽ là trung bình có trọng số của các tỷ suất vốn hoá áp dụng cho các khoản lợi tức của bên cho thuê và bên thuê. Ở điều kiện VN do thị trường bất động sản chưa phát triển, sự thiếu thông tin là phổ biến nên việc sử dụng phương pháp này rất hạn chế.

### 3.3. Mô hình hoàn vốn

Trong trường hợp dự đoán được có sự giảm vốn đầu tư thì cần tính đến sự hoàn vốn khi ước tính tỷ suất vốn hoá. Để hoàn lại những khoản vốn đầu tư ban đầu, một phần của thu nhập hoạt động ròng được đưa vào quỹ tích lũy. Có ba phương pháp hoàn vốn đầu tư:

#### 3.3.1. Hoàn vốn tuyến tính (Ring method)

Phương pháp này được sử dụng

trong trường hợp sự hoàn vốn được thực hiện bằng những phần bằng nhau.

$$R = Y + 1 : n \quad (6)$$

Trong đó:

n: Tuổi đời kinh tế còn lại;

Y: Tỷ suất sinh lợi.

#### 3.3.2. Hoàn vốn theo quỹ trả nợ và theo tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư (Inwood method)

Tiền đề Inwood (William Inwood, 1911) áp dụng cho thu nhập ổn định hàng năm. Tiền đề này giả định rằng giá trị hiện tại của dòng thu nhập dựa trên một tỷ suất chiết khấu đơn và dòng thu nhập sẽ đủ bù đắp cho thu nhập trên vốn cũng như sự thu hồi vốn của nhà đầu tư.

$$R = Y + SFF(n, Y) \quad (7)$$

Trong đó:

SFF: Hệ số quỹ tái tạo tài sản;

Y: Tỷ suất sinh lợi

Kết quả của tỷ suất vốn hoá ở công thức (7) là nghịch đảo của hệ số giá trị hiện tại của 1 đồng thu nhập hàng năm trong Bảng tài chính. Công thức Inwood phù hợp với việc sử dụng Bảng tính lãi suất để tính giá trị hiện tại của dòng thu nhập.

#### 3.3.3. Hoàn vốn theo quỹ trả nợ và theo tỷ suất lợi nhuận không rủi ro (Hoskold method)

Công thức Hoskold khác với công thức Inwood ở điểm là tách biệt hai loại lãi suất: Một loại lãi suất dự đoán cho thu nhập, tiêu biểu cho thu nhập và rủi ro liên quan, và một loại lãi suất an toàn cho việc thu hồi vốn đầu tư vào cuối kỳ. Công thức này dựa trên giả định dòng thu nhập có hạn định về thời gian và đủ để: (1) thanh toán khoản thu nhập trên vốn với một tỷ suất sinh lợi dự đoán; và (2) hình thành một quỹ tái tạo tài sản với rủi ro tối thiểu, và sẽ tích lũy với một lãi suất

an toàn để hoàn vốn vào cuối kỳ đầu tư.

$$R = Y + SFF(n, Y_k) \quad (8)$$

Trong đó:  $Y_k$ : Tỷ suất lợi nhuận không rủi ro.

Phương pháp Hoskold ít được sử dụng trong thẩm định giá bất động sản, và chỉ được coi là thích hợp đối với một số loại đầu tư.

#### 3.4. Mô hình thu nhập – giá trị

Trong đầu tư bất động sản, nhà đầu tư mong đợi sự thay đổi trong giá trị tài sản như một bộ phận của thu nhập từ đầu tư. Mối quan hệ giữa tỷ suất vốn hoá R, tỷ suất sinh lợi Y và thay đổi của giá trị tài sản được thể hiện bằng mô hình bất động sản cơ bản:

$$R = Y - \Delta a \quad (9)$$

Trong đó:

$\Delta$ : Thay đổi của thu nhập và/hoặc giá trị;

a: Hệ số thay đổi hàng kỳ.

Công thức (9) cho các kết quả giống như kết quả từ phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), tuy nhiên trong một số trường hợp quá trình tính toán có thể đơn giản hơn. Thẩm định viên phải có khả năng dự đoán xu hướng thay đổi của giá trị bất động sản trong tương lai để từ đó tính toán tỷ suất vốn hoá một cách phù hợp. Sự thay đổi của thu nhập và giá trị dẫn đến các biến thể của công thức (9) như trong các trường hợp sau:

##### 3.4.1. Thu nhập và giá trị tài sản dự kiến không thay đổi:

Trường hợp này do  $\Delta$  bằng 0 nên tỷ suất vốn hoá bằng tỷ suất chiết khấu:

$$R = Y \quad (10)$$

Nghĩa là nếu thu nhập và giá trị không thay đổi thì có thể sử dụng tỷ suất chiết khấu làm tỷ suất vốn hoá.

##### 3.4.2. Thu nhập không đổi và giá trị tài sản thay đổi

Khi thu nhập ổn định và giá trị thay đổi qua các kỳ của dự án, công thức tổng quát (9) được sửa đổi bằng cách sử dụng thêm hệ số quỹ tích lũy cho hệ số thay đổi a.

$$R = Y - \Delta \cdot SFF \quad (11)$$

Trong đó:

SFF: Hệ số quỹ tích lũy được tính theo tỷ suất sinh lợi và thời hạn của đầu tư.

Chú ý rằng, giá trị bất động sản có thể tăng, khi đó  $\Delta > 0$  và  $R < Y$ . Nếu giá trị bất động sản giảm thì  $\Delta < 0$  và  $R > Y$ , điều này là hiển nhiên vì khi dự đoán được sự giảm giá trị tài sản nhà đầu tư sẽ tính đến sự thu hồi vốn đầu tư, nghĩa là tỷ suất vốn hoá sẽ phải bao gồm cả tỷ suất hoàn vốn.

### 3.4.3. Thu nhập và giá trị thay đổi theo tỷ lệ cố định

Khi thu nhập và giá trị dự kiến thay đổi theo một tỷ lệ cố định thì  $\Delta a$  trong công thức (9) là thay đổi của thu nhập và giá trị cho một kỳ. Công thức trở thành:

$$R = Y - CR \quad (12)$$

Trong đó:

Y: Tỷ suất sinh lợi;

CR: Tỷ lệ thay đổi mỗi kỳ của thu nhập và giá trị. CR có thể  $> 0$  hoặc  $< 0$ .

Đây thực tế là một dòng tiền tăng trưởng với tỷ lệ không đổi. Mô hình này đôi khi được coi như là một mô hình tỷ suất vốn hóa đóng băng do mối quan hệ giữa thu nhập và giá trị được cho là sẽ giữ nguyên theo thời gian.

### 3.5. Mô hình Ellwood

Đóng góp của L.W. Ellwood (1966) trong phân tích tín dụng đầu tư là việc soạn thảo một công thức ngắn gọn, cho phép nhận được kết quả tương tự kết quả của phương pháp đầu tư truyền thống. Sự hấp dẫn của kỹ thuật Ellwood ở chỗ nó đề nghị một công thức đầu tư ngắn

gọn với hệ số trả nợ đã được biết và phần trăm thay đổi giá trị bất động sản trong suốt giai đoạn dự báo. Kỹ thuật truyền thống được sử dụng nhiều hơn khi biết trước khoản vay khi mua bất động sản và giá trị thu hồi; kỹ thuật Ellwood dễ hơn để sử dụng khi biết rõ các hệ số. Trong trường hợp có thể sử dụng bất kỳ kỹ thuật nào thì kết quả tính toán sẽ tương đồng, khi đó lựa chọn kỹ thuật này hay kỹ thuật khác tùy thuộc lựa chọn của thẩm định viên và các giả định cho trước.

Công thức Ellwood:

$$r = Y - mC \quad (13)$$

$$\text{Hay là } R = Y - mC + \text{dep} * SFF(Y, n) \text{ (hoặc } - \text{app} * SFF(Y, n)) \quad (14)$$

Trong đó:

r: Tỷ suất vốn hóa để chuyển thu nhập thành giá trị, không tính đến sự tăng hay

giảm giá trị tài sản;

R: Tỷ suất vốn hóa để chuyển thu nhập thành giá trị, có tính đến sự tăng hay giảm

giá trị tài sản trong kỳ dự báo;

Y: Tỷ suất sinh lợi;

M: Tỷ lệ nợ vay trên giá trị bất động sản;

C: Hệ số thế chấp;

dep: Phần trăm giảm giá trị tài sản trong thời kỳ dự báo;

app: Phần trăm tăng giá trị tài sản trong thời kỳ dự báo, có thể được sử dụng trong công thức như  $- \text{dep}$ ;

SFF(Y, n): Hệ số quỹ tích lũy theo tỷ suất sinh lợi của đầu tư.

Ví dụ trường hợp không dùng nợ vay

Bất động sản mang lại thu nhập hoạt động ròng 500 triệu đồng/năm trong thời gian 10 năm. Nhà đầu tư dự đoán giá trị tài sản sẽ tăng 30% trong suốt thời kỳ nắm giữ. Nhà đầu tư không sử dụng vốn vay. Tỷ

suất sinh lợi là 15%. Công thức Ellwood có dạng:

$$R = Y - mC - \text{app} * SFF(Y, n)$$

Với:  $Y = 15\%$

$$mC = 0$$

$$\text{dep/app} = 0,30$$

$$SFF(15\%, 10n) = 0,04925$$

$$R = 0,15 - 0 - 0,30 \times 0,04925 = 0,1352$$

Giá trị bất động sản:  $V = 500/0,1352 = 3.697,5$  triệu đồng.

Nếu sử dụng kỹ thuật đầu tư truyền thống giá trị của bất động sản sẽ được xác định từ giá trị hiện tại của dòng thu nhập và giá trị hiện tại của khoản thu hồi vào cuối kỳ đầu tư:

- Giá trị hiện tại của dòng thu nhập:  $PVI = 500 \times F5(15\%, 10n) = 2.509,4$  triệu đồng

- Giá trị hiện tại của khoản thu hồi:  $PVREV = 1,3V \times F4(15\%, 10n) = 0,3213V$

- Giá trị bất động sản:  $V = 2.509,4 + 0,3213V$

Suy ra  $V = 3.697,5$  triệu đồng, nghĩa là kết quả như nhau từ hai cách tính.

Công thức tính toán hệ số C của Ellwood (mortgage coefficient): Hệ số này giữ vai trò chính yếu trong kỹ thuật Ellwood. Hệ số C là sự tổng hợp các quan hệ khác nhau giữa vốn vay và vốn chủ sở hữu. Công thức tính hệ số C:

$$C = Y + P * SFF(Y, n) - f \quad (15)$$

Trong đó:

C: Hệ số thế chấp;

Y: Tỷ suất sinh lợi;

N: Số năm trong chu kỳ nắm giữ bất động sản;

P: Tỷ trọng vốn vay được trả dần trong kỳ dự báo;

SFF(Y, n): Hệ số quỹ tích lũy theo tỷ suất sinh lợi trên vốn đầu tư;

f: Hệ số trả nợ vay, được tính

trên cơ sở khoản trả hàng năm.

Bằng cách kết hợp các biến số trong công thức (15) và nhân kết quả thu được với tỷ trọng nợ vay trên giá trị ta có mức điều chỉnh cho tỷ suất sinh lợi để xác định tỷ suất vốn hoá. Khi đó tỷ suất vốn hoá chung sẽ tính đến đòn bẩy tài chính, sự hoàn trả vốn vay và sự tăng giá trị vốn chủ sở hữu nhờ vốn vay được trả ngày càng nhiều và nhờ sự bán lại tài sản vào cuối kỳ đầu tư.

Ví dụ: Bất động sản được tài trợ bởi một khoản vay bằng 70% giá trị với lãi suất 12%, thời hạn thanh toán 20 năm. Thời gian nắm giữ dự kiến là 10 năm, tỷ suất sinh lợi của vốn chủ sở hữu là 15%. Hệ số C được tính như sau :

- Hệ số trả nợ hàng tháng:  $PMT(i=12\%; 20n; \text{monthly}) = 0,01101$

- Hệ số trả nợ hàng năm:  $f = 0,01101 \times 12 = 0,13213$

- Tỷ trọng vốn vay được trả dần trong kỳ dự báo :

-  $P = 1 - PV(i=12\%; 10n; PMT = 0,01101 \text{ monthly}) = 0,2325$

- Hệ số quỹ tích lũy:  $SFF(i=15\%, 10n) = 0,04925$

$C = 0,15 + 0,2325 \times 0,04925 - 0,13213 = 0,029321$

Nếu biết thêm rằng giá trị bất động sản sẽ giảm 25% trong suốt thời kỳ nắm giữ thì tỷ suất vốn hoá theo mô hình Ellwood được tính như sau:

$R = 0,15 - 0,7 \times 0,029321 + 0,25 \times 0,04925 = 0,14179$

Mô hình Ellwood thích hợp để sử dụng khi biết rõ các hệ số và ước lượng được phần trăm thay đổi giá trị trong giai đoạn nắm giữ. Ở Mỹ, phương pháp Ellwood được sử dụng với độ tin cậy cao với giai đoạn đầu tư phổ biến từ 8 – 10 năm.

Tóm lại, các phương pháp

xác định tỷ suất vốn hoá trong lý thuyết thẩm định giá trên giới hết sức phong phú và đa dạng, chúng cung cấp các phương tiện hữu hiệu cho các thẩm định viên, giúp họ có nhiều lựa chọn khi tiến hành công tác thẩm định.

## 4. Thực trạng vận dụng các phương pháp xác định tỷ suất vốn hoá ở VN

### 4.1. Các phương pháp được hướng dẫn trong các văn bản pháp lý

4.1.2. *Nghị định 188 năm 2004, Nghị định 123 năm 2007 của Chính phủ và Thông tư 145 năm 2007 của Bộ Tài chính*

Phương pháp thu nhập được đề cập lần đầu tiên ở Nghị định 188/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 và được hướng dẫn cụ thể ở Thông tư 114/2004/TT-BTC ngày 26/11/2004 của Bộ Tài chính. Ngày 27/7/2007, Nghị định 123/2007/ NĐ-CP ra đời, theo đó bổ sung thêm hai phương pháp xác định giá đất là phương pháp chiết trừ và phương pháp thặng dư. Hướng dẫn thi hành NĐ188 và NĐ123 là Thông tư 145/2007/TT-BTC ngày 06/12/2007. Các nội dung hướng dẫn về phương pháp thu nhập trong cả hai Nghị định trên nhìn chung không có nhiều khác biệt, theo đó giá trị lô đất được xác định bằng “thương số giữa mức thu nhập thuần túy thu được hàng năm trên 1 đơn vị diện tích đất so với lãi suất tiền gửi tiết kiệm bình quân của 1 năm (tính đến thời điểm xác định giá đất) của loại tiền gửi VND kỳ hạn 01 năm (12 tháng) tại ngân hàng thương mại quốc doanh có mức lãi suất tiền gửi tiết kiệm cao nhất trên địa bàn”. (Điều 4 - Khoản 2 NĐ188/2004).

NĐ188, NĐ123 và Thông tư 145 đều hướng dẫn sử dụng lãi

suất tiền gửi tiết kiệm bình quân 1 năm của loại tiền gửi VND kỳ hạn 12 tháng tại ngân hàng thương mại quốc doanh làm tỷ suất vốn hoá. Hướng dẫn này có hai điểm bất cập: Thứ nhất, việc áp dụng một loại tỷ suất vốn hoá chung cho cả hai loại thu nhập: tiền thuê đất và thu nhập từ đất là điểm không chính xác, bởi vì nếu dùng tiền thuê đất để xác định giá trị đất thì tỷ suất vốn hoá tương ứng phải là tỷ suất vốn hoá tiền thuê, thường được xác định từ khảo sát thị trường. Còn nếu sử dụng thu nhập từ đất (sau khi đã trừ phần chi trả cho các yếu tố sản xuất khác) thì tương ứng phải sử dụng tỷ suất vốn hoá của đất (RL). Thứ hai, nếu sử dụng lãi suất tiền gửi ngân hàng kỳ hạn 12 tháng làm tỷ suất vốn hoá tức là không tính đến những rủi ro đặc thù khi đầu tư vào đất.

Cũng cần nhấn mạnh rằng, các văn bản trên chỉ áp dụng cho việc thẩm định giá trị đất chứ không phải cho bất động sản nói chung.

### 4.1.3. Tiêu chuẩn số 9 – Phương pháp thu nhập

Tiêu chuẩn thẩm định giá số 9 về phương pháp thu nhập được Bộ Tài chính ban hành theo QĐ 129 ngày 31/12/2008 đánh dấu một mốc quan trọng trong việc sử dụng phương pháp thu nhập để thẩm định giá trị bất động sản ở VN. Các thuật ngữ của phương pháp thu nhập được thống nhất trong Tiêu chuẩn số 9 đã tạo sự thuận tiện trong việc sử dụng phương pháp vốn rất phức tạp này. Tuy nhiên, hướng dẫn của Tiêu chuẩn số 9 lại lẫn lộn giữa tỷ suất vốn hoá, tỷ suất chiết khấu. Tiêu chuẩn hướng dẫn ba phương pháp chủ yếu xác định tỷ suất vốn hoá, trong đó những bàn luận của tác giả tập trung vào hai phương pháp đầu tiên:

## Phương pháp 1:

Tỷ suất vốn hoá = Tỷ suất lợi nhuận của nhà đầu tư không rủi ro + Phụ phí rủi ro (16)

**Phương pháp 2** (phương pháp đầu tư):

Xác định tỷ suất vốn hoá căn cứ vào bình quân gia quyền của tỷ suất thu hồi vốn và lãi suất kỳ vọng của nhà đầu tư vào tài sản, theo công thức sau:

$$M \times R_m + (1 - M) \times R_e = R_0 \quad (17)$$

Về công thức (16) có thể dễ dàng nhận thấy: đây là phương pháp xác định tỷ suất chiết khấu (hay tỷ suất sinh lợi) chứ không phải phương pháp xác định tỷ suất vốn hoá. Sự khác biệt của hai tỷ suất này đã được trình bày chi tiết ở mục 2.

Công thức (17): Công thức đã dẫn trong tiêu chuẩn là đúng tuy nhiên cách giải thích về các chỉ tiêu lại sai.  $R_m$  trong tiêu chuẩn được chú thích là tỷ suất thu hồi vốn là không đúng, mà phải là tỷ suất vốn hoá của vốn vay (hay hệ số trả nợ vay), trong đó bao gồm cả phần trả lãi lẫn trả nợ gốc cho nguồn vốn vay được tài trợ cho việc mua bất động sản (Mục 3.2.2.).

Các ví dụ ở phụ lục của Tiêu chuẩn số 9 cũng lẫn lộn giữa hai loại tỷ suất này khiến cho phần hướng dẫn trở nên rất rắc rối và khó hiểu với người đọc. Thiết nghĩ, cần bổ sung thêm vào tiêu chuẩn các nội dung để phân biệt rõ hai loại tỷ suất vốn hoá và tỷ suất chiết khấu để từ đó có các hướng dẫn tính toán phù hợp.

## 4.2. Thực trạng xác định tỷ suất vốn hoá ở các công ty thẩm định giá

Để làm rõ thực trạng việc vận dụng các phương pháp xác định tỷ suất vốn hoá trong công tác thẩm

định giá bất động sản ở VN, tác giả đã tiến hành một cuộc khảo sát tại 18 công ty có chức năng thẩm định giá, chủ yếu đóng trên địa bàn TP.HCM và một số ít ở Bình Dương. Việc khảo sát được thực hiện trong thời gian từ tháng 2 đến tháng 3 năm 2012, bằng cách yêu cầu người được phỏng vấn điền thông tin trực tiếp lên Bảng câu hỏi, hoặc trả lời qua email. Tổng số phiếu phát ra: 120, số phiếu thu về: 91; số phiếu sử dụng được: 85. Kết quả chính được tóm tắt như sau:

(1) Về phương pháp thẩm định giá trị bất động sản thường được sử dụng:

Kết quả khảo sát cho thấy: Phương pháp so sánh được sử dụng nhiều nhất trong việc thẩm định giá trị bất động sản, kể đến là phương pháp chi phí, tiếp theo là phương pháp thu nhập, phương pháp thặng dư, riêng phương pháp lợi nhuận rất ít được sử dụng;

(2) Về tần suất sử dụng phương pháp thu nhập trong 1 năm qua:

Có đến 26 trong số 85 người được hỏi (30,6%) trả lời không sử dụng đến phương pháp thu nhập trong 1 năm qua. Số còn lại có sử dụng nhưng không đáng kể, nhiều nhất là 30% trên tổng số hồ sơ, ít nhất là khoảng 1%. Trong số những người có sử dụng phương pháp thu nhập thì đa số dùng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chỉ có 17 người trả lời có sử dụng phương pháp vốn hoá trực tiếp;

(3) Mức độ thường xuyên sử dụng phương pháp vốn hoá trực tiếp:

Trong số 85 người được hỏi, chỉ 7 người (8,2%) trả lời thường xuyên sử dụng phương pháp vốn hoá trực tiếp, 22 người (25,9%) trả lời thỉnh thoảng và 56 người (65,9%) hiếm khi sử dụng phương

pháp này;

(4) Về các khó khăn khi sử dụng phương pháp vốn hoá trực tiếp:

Kết quả khảo sát cho thấy trong số các khó khăn khi sử dụng phương pháp vốn hoá trực tiếp thì vấn đề xác định tỷ suất vốn hoá được xếp hạng đầu tiên về mức độ khó, tiếp theo là xác định chi phí hoạt động, kế đến là tỷ lệ bỏ trống, và cuối cùng là việc xác định giá thuê;

(5) Về các khó khăn khi xác định tỷ suất vốn hoá:

Kết quả khảo sát cũng chỉ ra rằng các khó khăn trong việc xác định tỷ suất vốn hoá chủ yếu do thiếu thông tin thị trường, thiếu ngân hàng dữ liệu, sau đó là thiếu tài liệu tham khảo và thiếu văn bản hướng dẫn.

Khi được hỏi:

(1) Anh/chị dùng phương pháp nào để xác định tỷ suất vốn hoá?

(2) Những vướng mắc anh/chị gặp phải khi xác định tỷ suất vốn hoá là gì?

Các ý kiến trả lời tập trung chủ yếu như sau:

(1) Về các phương pháp được sử dụng để xác định tỷ suất vốn hoá: Chỉ có 19% trả lời đúng về cách xác định tỷ suất vốn hoá: dùng phương pháp so sánh thị trường; từ công thức vốn vay, vốn sở hữu; từ các thành phần cấu tạo nên bất động sản (đất và công trình trên đất); từ các công thức sổ nhân thu nhập; từ mô hình thu nhập – giá trị. Có đến 38% số người được hỏi trả lời dùng phương pháp tính chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) làm tỷ suất vốn hoá, 15% trả lời rằng việc xác định tỷ suất vốn hoá dựa theo tỷ suất lợi nhuận của đầu tư không rủi ro cộng với rủi ro của ngành. Hiển nhiên, hai phương pháp kể trên được sử dụng để xác định tỷ

suất chiết khấu, điều này cho thấy sự nhầm lẫn giữa tỷ suất vốn hoá và tỷ suất chiết khấu hiện còn rất phổ biến ở những người làm công tác thẩm định giá trị bất động sản ở nước ta.

(2) Về các vướng mắc khi xác định tỷ suất vốn hoá các ý kiến tập trung chủ yếu:

- Khó xác định phần trăm thay đổi giá trị của bất động sản để xác định tỷ suất vốn hoá phù hợp;
- Khó khăn trong việc xác định lãi suất kỳ vọng của nhà đầu tư;
- Khó khăn khi xác định tỷ suất rủi ro của ngành;
- Dữ liệu thường không có sẵn và mức biến động rất cao;
- Thông tin thị trường không minh bạch;
- Thiếu các văn bản hướng dẫn từ phía các cơ quan chức năng;
- Thiếu cơ sở dữ liệu để xác định các thông số có liên quan đến việc xác định TSVH.

## 5. Kết luận và kiến nghị

Nghiên cứu các văn bản hướng dẫn về tỷ suất vốn hoá, tổng hợp các ý kiến khảo sát chuyên gia về đề tài này, người viết rút ra ba kết luận quan trọng:

**Một là**, các hướng dẫn về cách xác định tỷ suất vốn hoá trong các văn bản hướng dẫn ở nước ta hiện còn nhiều bất cập cần phải được bổ sung để hoàn thiện;

**Hai là**, sự hiểu biết của những người làm công tác thẩm định giá trị bất động sản còn chưa thấu đáo, dẫn đến những nhận định sai và sử dụng phương pháp không đúng khi xác định tỷ suất vốn hoá;

**Thứ ba**, thực tế vận dụng các phương pháp xác định tỷ suất vốn hoá trong ngành thẩm định giá ở VN hiện nay còn một khoảng cách rất xa so với lý thuyết được thừa nhận rộng rãi trên thế giới.

Từ kết quả nghiên cứu đã được thực hiện, để nâng cao tính khoa học của các phương pháp xác định tỷ suất vốn hoá tác giả đề nghị các giải pháp sau:

(1) *Xây dựng hệ thống ngân hàng dữ liệu để xác định tỷ suất vốn hoá bằng phương pháp so sánh thị trường.*

Kết quả khảo sát cho thấy một trong những vướng mắc lớn khi xác định tỷ suất vốn hoá là việc thiếu ngân hàng dữ liệu về các giao dịch bất động sản tương đồng, khiến cho vấn đề áp dụng phương pháp so sánh để xác định tỷ suất vốn hoá trở nên khó khăn. Vì vậy, để có thể xác định tỷ suất vốn hoá bằng phương pháp so sánh thị trường cần thiết phải xây dựng một ngân hàng dữ liệu trong đó lưu giữ các thông tin về giá bán, giá thuê, tỷ suất vốn hoá của các bất động sản tạo ra thu nhập. Cơ sở dữ liệu ban đầu có thể xây dựng cho một khu vực, sau đó mở rộng cho một vùng rộng hơn. Ngân hàng dữ liệu khi được xây dựng sẽ là công cụ hết sức đắc lực cho các thẩm định viên về giá, giúp họ giảm thiểu được thời gian tìm kiếm thông tin và nâng cao độ chính xác của kết quả thẩm định.

(2) *Xác định tỷ suất sinh lợi trong lĩnh vực đầu tư bất động sản.*

Phương pháp so sánh thị trường được coi là cách tốt nhất để xác định tỷ suất vốn hoá. Tuy nhiên, trên thực tế chúng ta có thể không tìm được các số liệu về thu nhập hoạt động ròng từ các giao dịch mua bán khách quan, khi đó việc xác định tỷ suất vốn hoá bằng phương pháp so sánh sẽ gặp khó khăn, và đôi khi là không thể. Trong trường hợp này thẩm định viên có thể sử dụng các mô hình xác định tỷ suất

vốn hoá đã được trình bày ở mục 2. Hầu hết các mô hình này đều chứa một thành phần cơ bản là tỷ suất sinh lợi, vì thế việc xác định tỷ suất sinh lợi là khâu cốt yếu để sử dụng các mô hình xác định tỷ suất vốn hoá. Dự báo tỷ suất sinh lợi là việc không đơn giản vì người ta chỉ biết nó chính xác là bao nhiêu sau khi kết thúc thời kỳ đầu tư. Hai yếu tố quyết định tỷ suất sinh lợi của một vụ đầu tư vào bất động sản là dòng thu nhập mà tài sản tạo ra trong suốt thời kỳ nắm giữ và sự thay đổi giá trị của bất động sản vào cuối kỳ đầu tư. Từ tính chất của đầu tư có thể phân chia đầu tư bất động sản thành 2 loại: các đầu tư riêng lẻ và đầu tư của các công ty, tổ chức có niêm yết trên sàn chứng khoán. Đối với những vụ đầu tư riêng lẻ vào bất động sản, có thể sử dụng hai phương pháp xác định tỷ suất sinh lợi:

- Phương pháp khảo sát thị trường: phỏng vấn các nhà đầu tư tiềm năng trong lĩnh vực bất động sản xem họ đòi hỏi tỷ suất lợi nhuận là bao nhiêu đối với việc đầu tư vào các hình bất động sản khác nhau. Những cuộc khảo sát này cho phép ước tính tỷ suất sinh lợi đối với các loại hình bất động sản cụ thể trong từng khu vực như căn hộ chung cư, mặt bằng bán lẻ, khách sạn hay cao ốc văn phòng. Hiển nhiên, những cuộc khảo sát kiểu này thường cho ra các tỷ suất sinh lợi khác nhau đối với các nhà đầu tư khác nhau khi họ cùng đầu tư vào một nhóm tài sản. Vì vậy, cần nhận biết các nhà đầu tư tiêu biểu.

- Sử dụng số liệu lịch sử: Tỷ suất sinh lợi từ việc đầu tư bất động sản có thể được xác định thông qua dòng tiền mà tài sản tạo ra. Khi biết được giá mua bất động

sản, giá thuê, điều kiện cho thuê, giá trị thu hồi vào cuối kỳ chúng ta có thể dễ dàng tính tỷ suất sinh lợi của vụ đầu tư bằng đại lượng IRR. Tập hợp dãy số liệu quan sát ta có thể nhận định mức lợi nhuận bình quân từ việc đầu tư vào các loại hình bất động sản khác nhau. Để xác định tỷ suất sinh lợi bằng cách dựa vào các giao dịch thị trường, một lần nữa, cần xây dựng ngân hàng dữ liệu trong đó lưu giữ và cập nhật thường xuyên thông tin về giá bán, giá thuê từ các giao dịch trên thị trường. Hệ thống thông tin đầy đủ, hoặc chỉ ít là tương đối đầy đủ, và được cập nhật thường xuyên sẽ giúp thẩm định viên phân tích các tỷ suất sinh lợi thực tế, kết hợp với sự theo dõi các diễn biến, hành động, mục tiêu của các nhà đầu tư để tìm ra một tỷ suất sinh lợi phù hợp cho bất động sản thẩm định.

- Xác định tỷ suất sinh lợi bằng mô hình định giá tài sản vốn (mô hình CAPM): Nếu bất động sản đầu tư thuộc quyền quản lý, khai thác của các công ty niêm yết trên sàn chứng khoán có thể sử dụng mô hình CAPM hoặc mô hình đa nhân tố để xác định tỷ suất sinh lợi.

(3) Ứng dụng mô hình Ellwood để xác định tỷ suất vốn hoá:

Kỹ thuật Ellwood đã rất phát triển trong ngành thẩm định giá trên thế giới từ nhiều thập niên qua vì những ưu điểm vượt trội của nó so với các phương pháp trước đó khi ước tính giá trị bất động sản thẩm định, tuy nhiên ở VN nó vẫn còn rất xa lạ. Ưu điểm của mô hình Ellwood là xem xét vấn đề trên góc độ của một nhà đầu tư điển hình. Để sử dụng phương pháp Ellwood thẩm định viên cần nắm vững các kỹ thuật tính toán. Việc phổ biến công thức và công bố để đưa vào sử dụng rộng rãi hệ số C trong

Bảng tính Ellwood sẽ cung cấp thêm công cụ cho các thẩm định viên và giúp giảm thiểu các phép tính phức tạp.

Thêm vào đó, các văn bản hướng dẫn về phương pháp thu nhập trong thẩm định giá trị bất động sản cũng cần được xem xét hoàn thiện để việc các phương pháp xác định tỷ suất vốn hóa theo đúng lý thuyết được thừa nhận trên thế giới ●

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- A. Г. Грязнова и др. Оценка недвижимости. Учебник. М. Финансы и статистика – 2004.
- Appraisal Institute, *The Appraisal of Real Estate*, Twelfth Edition.
- Bộ Tài chính (2007), *Thông tư 145/2007/NĐ-CP ngày 06/12/2007* của Bộ Tài chính hướng dẫn thực hiện Nghị định số 188/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 của Chính phủ về phương pháp xác định giá đất và khung giá các loại đất và Nghị định số 123/2007/NĐ-CP ngày 27/07/2007 của Chính phủ sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 188/2004/NĐ-CP.
- Chính phủ nước CHXHCN VN (2004),

*Nghị định số 188/2004/NĐ-CP*, ngày 16/11/2004 của Chính phủ về Phương pháp xác định giá đất và khung giá các loại đất.

- Chính phủ nước CHXHCN VN (2007), *Nghị định số 123/2007/NĐ-CP* ngày 27/07/2007 của Chính phủ về Sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định số 188/2004/NĐ-CP ngày 16/11/2004 của Chính phủ về phương pháp xác định giá đất và khung giá các loại đất.
- Damodaran, Aswath., (2002), *Định giá đầu tư*, Dịch từ tiếng Anh, Người dịch Đinh Thế Hiền (2010), NXB Tài chính.
- Đoàn Văn Trường (2000), *Các phương pháp thẩm định giá trị bất động sản*, NXB Khoa học kỹ thuật, Hà Nội.
- Jack P. Friedman and Nicholas Ordway (1989), *Income Property Appraisal And Analysis*, Prentice Hall.
- Nguyễn Quỳnh Hoa và Nguyễn Ngọc Vinh (2012), *Giáo trình Thẩm định giá bất động sản*, NXB Lao động xã hội.
- Tiêu chuẩn 9, Phương pháp thu nhập, Ban hành kèm theo Quyết định số 129/2008/QĐ-BTC ngày 31/12/2008 của Bộ trưởng Bộ Tài chính.
- Ủy ban tiêu chuẩn thẩm định giá Quốc tế (2005), *Tiêu chuẩn thẩm định giá quốc tế 2005*, Lần xuất bản thứ 7, Dịch từ tiếng Anh, Người dịch Phạm Thị Ngọc Mỹ và cộng sự (2006), NXB Tài chính.

## Mối quan hệ giữa...

(Tiếp theo trang 54)

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Chun Tsai (2010), “Bubbles In The Taiwan Housing Market: The Determinants And Effects”, *Journal Homepage*
- Lê Chi, *Nợ xấu bất động sản 28.000 tỷ đồng*, <http://ebank.vnexpress.net/gl/ebank/tin-tuc/2012/12/no-xau-bat-dong-san-28-000-ty-dong/>, Thứ ba, 18/12/2012, 13:42 GMT+7
- Lê Xuân Nghĩa (2012), *Thị trường bất động sản và hệ thống tài chính*, tham luận tại hội thảo Thị trường Bất động sản, Bộ Xây dựng.
- Mikhed và Zemcik (2009), “Testing For Bubbles In Housing Market: A Panel Data Approach”, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 38, 366-386
- Muellbauer và Murphy (2008), *Booms And Bursts In The Us Housing Market*, Center for Economic Policy, Research Discussion Paper, No 1615
- Ngân hàng Nhà nước, *Báo cáo thường niên*, từ năm 2000 đến 2012
- Tổng cục Thống kê, *Niên giám thống kê*, từ năm 2000 đến 2012
- UBGSTCQG, *Báo cáo tình hình kinh tế VN*, năm 2011 và 2012
- Warwick McKibbin (2006), “Busting of the US housing bubble”, *Economic Scenarios*