

# XỬ LÝ MỘT SỐ TRƯỜNG HỢP ĐẶC BIỆT TRONG PHÂN TÍCH HIỆU QUẢ TÀI CHÍNH DỰ ÁN ĐẦU TƯ XÂY DỰNG BẤT ĐỘNG SẢN KINH DOANH

Trần Văn Tấn<sup>a,\*</sup>

<sup>a</sup>*Khoa Kinh tế & Quản lý xây dựng, Trường Đại học Xây dựng,  
55 đường Giải Phóng, quận Hai Bà Trưng, Hà Nội, Việt Nam*

*Nhận ngày 22/02/2021, Sửa xong 08/5/2021, Chấp nhận đăng 10/5/2021*

## Tóm tắt

Các dự án đầu tư xây dựng bất động sản kinh doanh có những đặc thù riêng, chịu nhiều ảnh hưởng từ những quy định của pháp luật nên việc lập và phân tích dự án rất phức tạp, đòi hỏi người lập và thẩm định dự án phải hiểu biết và xử lý đúng bản chất kinh tế, phù hợp với quy định của pháp luật. Bài viết này tập trung vào việc xử lý một số vấn đề phức tạp trong phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư xây dựng bất động sản kinh doanh cho hai trường hợp đang xảy ra phổ biến ở Việt Nam: 1) trường hợp dự án đầu tư xây dựng văn phòng để kinh doanh cho thuê một phần và giữ lại một phần làm văn phòng làm việc của chủ đầu tư; 2) trường hợp dự án đầu tư xây dựng tổ hợp nhà ở, văn phòng làm việc và trung tâm thương mại trong đó có phần căn hộ chung cư bán. Bài viết chỉ ra những bất cập trong việc xác định dòng tiền, xác định lãi suất chiết khấu, phân tích lãi lỗ khi phân tích các loại dự án này và đề xuất giải pháp khắc phục. Phạm vi nghiên cứu là đầu tư kinh doanh bất động sản ở Việt Nam, dựa trên hệ thống pháp luật của Việt Nam. Để giải quyết vấn đề tác giả đã sử dụng các phương pháp nghiên cứu lý thuyết gồm sưu tầm tài liệu, sách, báo; phân tích; suy luận logic; tổng hợp vấn đề và kế thừa các nghiên cứu đã có.

*Từ khóa:* bất động sản; dự án đầu tư xây dựng; dự án đầu tư xây dựng bất động sản; hiệu quả tài chính dự án đầu tư.

## SOLVING SOME SPECIAL CASES IN FINANCIAL EFFICIENCY ANALYSIS OF REAL ESTATE PROJECT

### Abstract

Real estate investment projects have own characteristics and are heavily influenced by legal regulations so that the project formulation and analysis is very complicated, requiring project planners and appraisers must understand and handle properly, consistent with economic nature and provisions of laws. This article focuses on solving some of the complex problems in analyzing the financial performance of real estate investment project for two cases that are common in Vietnam: 1) the case of an investment project to build the office to lease a part for business and to keep a part as an office for the investor using himself; 2) the case of an investment project to build a complex of houses, offices and commercial centers in which apartments are for sale. The article points out inadequacies in determining cash flows, determining discount rate, analyzing profit and loss when analyzing project and proposes solutions to overcome them. The research scope is real estate investment in Vietnam, based on the legal system of Vietnam. To solve the problem, the author used theoretical research methods including collecting documents, books, newspapers; analysis; logical inference; synthesize the problem and inherit existing studies.

*Keywords:* real estate; construction investment project; real estate project; financial efficiency of investment project.

[https://doi.org/10.31814/stce.nuce2021-15\(3V\)-10](https://doi.org/10.31814/stce.nuce2021-15(3V)-10) © 2021 Trường Đại học Xây dựng (NUCE)

\*Tác giả đại diện. Địa chỉ e-mail: [tantv@nuce.edu.vn](mailto:tantv@nuce.edu.vn) (Tấn, T. V.)

## 1. Giới thiệu

Phân tích hiệu quả tài chính (HQTC) dự án đầu tư (DĐT) là việc phân tích hiệu quả dự án khi đứng trên giác độ lợi ích của người bỏ vốn vào dự án, nó trả lời cho câu hỏi: đồng vốn đầu tư vào dự án mang lại lợi ích cho người bỏ vốn như thế nào? Trong phân tích HQTC DĐT có hai nội dung rất quan trọng là phân tích lãi lỗ và phân tích các chỉ tiêu hiệu quả tài chính. Phân tích HQTC DĐT có vai trò vô cùng quan trọng, nó là căn cứ cơ bản để ra quyết định có đầu tư vốn hay tài trợ vốn cho dự án hay không. Kiến thức và kỹ năng phân tích HQTC DĐT rất cần thiết cho những chuyên gia lập và phân tích dự án, thẩm định dự án. Đối với những DĐT xây dựng thông thường, chủ đầu tư bỏ vốn (có thể gồm cả vốn chủ sở hữu và vốn vay) để đầu tư xây dựng (ĐT XD) tạo lập ra tài sản. Sau khi xây dựng xong thì đưa tài sản (công trình xây dựng hoàn thành) vào khai thác, sử dụng để sinh lợi trong nhiều năm. Việc phân tích HQTC cho những DĐT này không có nhiều phức tạp, đã có nhiều tài liệu viết [1–7]. Tuy nhiên khi phân tích dự án cần đứng trên các quan điểm lợi ích khác nhau. Các tác giả Glenn P. Jenkins, Chun-Yan Kuo, Arnold C. Harberger [8] đã làm rõ các quan điểm phân tích dự án gồm quan điểm của ngân hàng (còn gọi là quan điểm tổng vốn), quan điểm của chủ sở hữu, quan điểm của chính phủ, quan điểm của nền kinh tế. Như vậy khi phân tích HQTC cần làm rõ hai quan điểm phân tích là quan điểm tổng vốn và quan điểm vốn chủ sở hữu. Ở Việt Nam vấn đề này cũng đã được giảng dạy ở các trường và các trung tâm đào tạo về lĩnh vực lập và phân tích dự án đầu tư. Chương trình đào tạo ở Trường Đại học Xây dựng, khi giảng dạy về khoa học Kinh tế đầu tư cũng đã giảng dạy về hai quan điểm này. Trong nghiên cứu cũng đã có bài viết về vấn đề này [9]. Khi tiếp cận theo các quan điểm phân tích khác nhau thì việc xác định nội dung dòng tiền và lãi suất chiết khấu (LSCK) sẽ khác nhau. Trong lĩnh vực kinh doanh bất động sản (BDS) thì hoạt động ĐT XD BDS kinh doanh là rất phổ biến. Do đặc thù riêng của lĩnh vực này và do những quy định cụ thể của pháp luật có liên quan mà trong thực tiễn ĐT XD BDS kinh doanh xuất hiện một số trường hợp DĐT đặc biệt như dự án đầu tư xây dựng văn phòng vừa cho mục tiêu làm văn phòng làm việc của chủ đầu tư, vừa cho thuê văn phòng; dự án đầu tư xây dựng tổ hợp văn phòng, trung tâm thương mại, chung cư bán mà các dự án này đều được phép huy động trước tiền của khách hàng mà việc phân tích HQTC của nó cần phải được lưu ý xử lý cho đúng bản chất kinh tế và phù hợp với quy định của pháp luật. Ở Việt Nam còn rất ít những nghiên cứu sâu về các trường hợp này. Tại nghiên cứu “Một số trường hợp phân tích dự án đầu tư kinh doanh bất động sản trên quan điểm lợi ích của nhà đầu tư” tác giả đã nghiên cứu cho 5 trường hợp: 1) đầu tư tạo lập bất động sản để bán; 2) đầu tư tạo lập bất động sản để cho thuê; 3) đầu tư tạo lập bất động sản để bán và cho thuê; 4) đầu tư tạo lập bất động sản để sử dụng và cho thuê; 5) đầu tư tạo lập bất động sản để bán, sử dụng và cho thuê [10]. Nghiên cứu đã chỉ rõ cách hạch toán lãi lỗ, cách xác định dòng tiền và LSCK cho các trường hợp này. Tuy nhiên nghiên cứu mới chỉ tập trung vào quan điểm lợi ích của chủ sở hữu, chưa đề cập đến quan điểm phân tích tổng vốn. Một nghiên cứu của tác giả Lê Thị Bích Nga cho thấy ở Việt Nam không có quy định cụ thể khi thẩm định dự án đầu tư thì phải xác định dòng tiền theo quan điểm tổng vốn hay quan điểm vốn chủ sở hữu. Kết quả khảo sát của tác giả này cho thấy có 33,33% dự án xác định dòng tiền theo quan điểm tổng vốn và 66,67% dự án xác định dòng tiền theo quan điểm vốn chủ sở hữu. Bên cạnh đó nhiều trường hợp khi phân tích theo quan điểm tổng vốn lại lấy lãi suất vay vốn làm LSCK [11]. Do Luật Kinh doanh BDS cho phép nhà đầu tư BDS được huy động trước tiền của khách hàng [12] nên rất nhiều dự án ĐT XD BDS kinh doanh đều có kế hoạch huy động tiền thanh toán trước của khách hàng và coi đây là một nguồn vốn của dự án. Nghiên cứu của Lê Thị Bích Nga cũng cho thấy tại Tổng Công ty đầu tư phát triển nhà và đô thị, cơ cấu nguồn vốn của các dự án thường gồm vốn chủ sở hữu chiếm từ 20% đến 30%, vốn vay thương mại chiếm từ 25% đến 30%, vốn huy động hợp pháp khác chiếm từ 40% đến 55%. Nguồn vốn huy động hợp pháp khác thực chất chủ yếu là huy động tiền thanh toán trước của khách hàng mua nhà

hoặc thuê BĐS [11]. Vấn đề đặt ra là với những dự án này việc phân tích HQTC theo từng quan điểm lợi ích được thực hiện thế nào cho đúng bản chất kinh tế và phù hợp với quy định của pháp luật? Cụ thể là: nguồn tiền ứng trước của khách hàng có coi là nguồn vốn hay không? Xử lý tiền ứng trước của khách hàng khi xây dựng dòng tiền như thế nào, đặc biệt là khi phân tích dự án theo quan điểm tổng vốn? Tiền ứng trước của khách hàng có đưa vào doanh thu để phân tích lãi lỗ không, đưa như thế nào? Xác định LSCK khi phân tích theo quan điểm tổng vốn như thế nào? Những câu hỏi này còn chưa được nghiên cứu thấu đáo. Nghiên cứu của Lê Thị Bách Nga mặc dù đã chỉ ra những vấn đề như trên nhưng cũng chưa có những đề xuất giải pháp triệt để. Về khía cạnh học thuật, Trường Đại học Xây dựng là nơi có truyền thống đào tạo kiến thức và kỹ năng lập và phân tích dự án đầu tư, đặc biệt là có ngành đào tạo về kinh tế và quản lý BĐS. Qua trao đổi với các giảng viên và các nhà khoa học ở đây cho thấy còn nhiều ý kiến khác nhau về vấn đề này. Sinh viên tại đây được hướng dẫn làm đồ án môn học về phân tích dự án đầu tư và làm đồ án tốt nghiệp với đề tài lập báo cáo nghiên cứu khả thi đầu tư xây dựng, trong đó có rất nhiều dự án ĐTXD BĐS kinh doanh. Tác giả bài báo đã tiến hành nghiên cứu 18 đồ án tốt nghiệp của sinh viên làm đề tài lập báo cáo nghiên cứu khả thi ĐTXD và kinh doanh BĐS được thực hiện trong năm 2019 - 2020. Mỗi đề tài đồ án là một dự án đầu tư xây dựng tổ hợp văn phòng, trung tâm thương mại kết hợp nhà chung cư để bán và do một cán bộ giảng dạy hướng dẫn. Kết quả phân tích cho thấy còn tồn tại rất nhiều bất đồng, thiếu thống nhất trong xử lý các vấn đề, cụ thể như sau:

- Về ứng trước tiền mua nhà của khách hàng: 100% số dự án đều đề xuất tiến độ bán nhà ngay từ khi còn đang xây dựng và có kế hoạch huy động tiền thanh toán trước của khách hàng, coi đây là một nguồn vốn. Mỗi dự án đều đề xuất 3 nguồn vốn là vốn tự có, vốn huy động từ khách hàng và vốn vay ngân hàng. Tuy nhiên có 5/18 dự án huy động trước 100% tiền bán nhà ngay trong thời gian xây dựng, 1 dự án huy động trước 90% tiền bán nhà ngay trong thời gian xây dựng. Những đề xuất này không phù hợp với quy định của pháp luật về kinh doanh bất động sản. Các dự án còn lại huy động tối đa 70% tiền bán nhà trong thời gian xây dựng, phù hợp với quy định của pháp luật.

- Về quan điểm phân tích HQTC: 100% số dự án đều phân tích HQTC theo cả hai quan điểm là quan điểm tổng vốn và quan điểm vốn chủ sở hữu.

- Về xây dựng nội dung dòng tiền khi phân tích HQTC: các dự án đều thống nhất nội dung dòng tiền khi phân tích theo quan điểm vốn chủ sở hữu, đều đưa tiến độ bán nhà vào dòng lợi ích. Tuy nhiên khi xây dựng nội dung dòng tiền cho phân tích theo quan điểm tổng vốn thì có nhiều bất đồng: có 13/18 dự án đưa toàn bộ tiền bán nhà theo tiến độ vào dòng lợi ích nhưng lại gọi là doanh thu bán nhà. Có 2/18 dự án tách tiền thu bán nhà thành 2 phần: phần bán trong thời gian xây dựng thì coi là nguồn vốn và không đưa vào dòng tiền, còn phần bán sau thời gian xây dựng thì coi là doanh thu bán nhà và đưa vào dòng lợi ích. Có 2/18 dự án đưa toàn bộ tiền bán nhà theo tiến độ vào dòng lợi ích nhưng lại tách thành 2 phần: phần bán trong thời gian xây dựng gọi là tiền huy động từ khách hàng, phần bán sau thời gian xây dựng gọi là doanh thu. Có 1/18 dự án đưa toàn bộ tiền bán nhà theo tiến độ vào dòng lợi ích và gọi là tiền huy động từ khách hàng.

- Về xác định LSCK khi phân tích dự án theo quan điểm tổng vốn: có 3/18 dự án tính toán LSCK bằng phương pháp bình quân gia quyền lãi suất các nguồn vốn nhưng chỉ tính dự án có 2 nguồn vốn tự có và vay ngân hàng, không đề cập đến nguồn tiền huy động từ khách hàng mặc dù đề xuất phương án nguồn vốn cho dự án có coi tiền huy động trước của khách hàng là nguồn vốn. Có 1/18 dự án tính toán LSCK bằng phương pháp bình quân gia quyền lãi suất các nguồn vốn nhưng lại không đưa nguồn vốn ứng trước của khách hàng vào tính toán. Có 6/18 dự án tính toán LSCK bằng phương pháp bình quân gia quyền lãi suất các nguồn vốn nhưng lấy lãi suất nguồn vốn huy động từ khách hàng bằng với lãi suất nguồn vốn chủ sở hữu (coi vốn huy động từ khách hàng như vốn chủ sở hữu). Có 6/18 dự án tính

toán LSCK bằng phương pháp bình quân gia quyền lãi suất các nguồn vốn nhưng lấy lãi suất nguồn vốn huy động từ khách hàng bằng với lãi suất nguồn vốn vay ngân hàng (coi vốn huy động từ khách hàng là vốn vay). Có 2/18 dự án tính toán LSCK bằng phương pháp bình quân gia quyền lãi suất các nguồn vốn nhưng lại lấy lãi suất của nguồn vốn huy động từ khách hàng bằng 0%.

- Về xác định doanh thu khi phân tích lãi lỗ: có 3/18 dự án đưa tiền độ thu tiền bán nhà vào doanh thu của dự án, như vậy dự án có doanh thu bán nhà ngay khi còn đang xây dựng, chưa bàn giao nhà, điều này không phù hợp với quy định của pháp luật. Có 6/18 dự án chỉ đưa tiền bán nhà sau thời gian xây dựng vào doanh thu của dự án, bỏ qua phần bán nhà trong thời gian xây dựng. Có 8/18 dự án chuyển toàn bộ tiền bán nhà vào ghi nhận doanh thu sau khi xây dựng xong. Có 1/18 dự án không đưa tiền bán nhà vào doanh thu của dự án.

Qua các phân tích trên cho thấy còn tồn tại rất nhiều vấn đề thiếu nhất quán, chưa đúng bản chất kinh tế và chưa phù hợp với quy định của pháp luật trong cách xây dựng dòng tiền, xác định LSCK và xác định doanh thu để phân tích lãi lỗ cho các dự án ĐTXD BĐS kinh doanh. Liên quan đến các vấn đề này chủ yếu xảy ra ở 2 trường hợp là: 1) trường hợp dự án ĐTXD văn phòng để kinh doanh cho thuê một phần và giữ lại một phần làm văn phòng làm việc của chủ đầu tư; 2) trường hợp dự án ĐTXD tổ hợp văn phòng làm việc, trung tâm thương mại và nhà ở trong đó có phần căn hộ chung cư bán trong đó có huy động trước tiền của khách hàng. Bài viết này tập trung đề xuất cách xử lý các vấn đề đã nêu cho 2 trường hợp này.

Khi phân tích HQTC các dự án này sẽ xuất hiện một số tình huống đặc biệt trong việc phân bổ chi phí đầu tư, xác định nguyên giá tài sản cố định và phân bổ khấu hao, phân tích lãi lỗ, xác định dòng tiền và LSCK cho việc tính toán các chỉ tiêu hiệu quả theo quan điểm động (quan điểm có xét đến giá trị tiền tệ theo thời gian), nghiên cứu sâu hơn theo cả hai quan điểm hiệu quả khi phân tích tài chính là quan điểm tổng vốn và quan điểm vốn chủ sở hữu. Nghiên cứu này không lặp lại những kiến thức phổ biến, thông thường mà chỉ tập trung đề xuất giải pháp xử lý những tình huống đặc biệt cho một số nội dung cụ thể khi phân tích HQTC của hai trường hợp DAĐT này.

## **2. Dự án đầu tư xây dựng văn phòng cho thuê kết hợp làm trụ sở doanh nghiệp**

Đây là một dạng đầu tư kinh doanh BĐS khá phổ biến. Doanh nghiệp bỏ vốn xây dựng tòa nhà văn phòng và cung cấp dịch vụ cho thuê văn phòng, trong đó có một phần diện tích được giữ lại làm trụ sở của doanh nghiệp. Tài sản đầu tư gồm hai phần là phần tài sản kinh doanh cho thuê và phần tài sản sử dụng cho hoạt động chung của doanh nghiệp. Nếu nhìn ở góc độ lợi nhuận do dự án này tạo ra thì chỉ có phần tài sản kinh doanh cho thuê là tạo ra doanh thu cho thuê, từ đó mà tạo ra lợi nhuận. Còn phần tài sản giữ lại làm trụ sở doanh nghiệp không tạo ra doanh thu và do đó không tạo ra lợi nhuận trực tiếp từ dự án này nhưng nó lại tham gia vào quá trình hoạt động kinh doanh chung của doanh nghiệp trong tương lai. Do đó khi phân tích lãi lỗ của dự án thì chỉ xem xét phần tài sản kinh doanh cho thuê. Còn khi phân tích các chỉ tiêu hiệu quả tài chính theo quan điểm động để ra quyết định đầu tư thì xem xét toàn bộ dự án. Một số vấn đề cần chú ý xử lý như sau:

- Khi lập phương án kinh doanh của dự án cần đề xuất rõ quy mô diện tích cho từng phần tài sản văn phòng kinh doanh cho thuê và văn phòng làm trụ sở doanh nghiệp.

- Chi phí đầu tư phải được phân bổ cho từng phần tài sản, thường phân bổ theo tỷ trọng diện tích sàn hoặc tỷ trọng diện tích làm việc. Chi phí đầu tư phân bổ hình thành nên nguyên giá của tài sản và được dùng để phân bổ khấu hao tài sản. Chi phí khấu hao của phần tài sản kinh doanh cho thuê được dùng cho hạch toán lãi lỗ của dự án này. Chi phí khấu hao của phần tài sản làm trụ sở doanh nghiệp không được dùng cho hạch toán lãi lỗ của dự án này mà nó được hạch toán vào chi phí hoạt động chung của doanh nghiệp.

- Chi phí quản lý vận hành tòa nhà cũng phải được xác định riêng cho từng phần tài sản. Có thể xác định cụ thể cho từng phần tài sản nếu phương án tổ chức quản lý vận hành được đề xuất riêng cho từng phần tài sản, hoặc xác định theo phương pháp phân bổ giống như phân bổ chi phí đầu tư khi phương án tổ chức quản lý vận hành tòa nhà được đề xuất chung cho cả tòa nhà.

- Phân tích lãi lỗ: khi hạch toán doanh thu chỉ tính doanh thu cho thuê diện tích văn phòng, không tính cho phần diện tích giữ lại làm trụ sở doanh nghiệp. Khi hạch toán chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh, tất cả các chi phí bao gồm chi phí quản lý vận hành tòa nhà, chi phí khấu hao tài sản cố định, chi phí đất đai (thuế sử dụng đất hoặc tiền thuê đất), chi phí trả lãi tín dụng... chỉ tính phần đã phân bổ (hoặc đã tính riêng) cho phần diện tích văn phòng cho thuê.

- Xác định dòng tiền để tính các chỉ tiêu hiệu quả theo quan điểm động như giá trị hiện tại ròng (NPV), suất thu lợi nội tại (IRR): phần diện tích văn phòng cho thuê sẽ tạo ra doanh thu, được tính toán trên cơ sở quy mô diện tích cho thuê và giá cho thuê văn phòng dự kiến, và được đưa vào dòng lợi ích (dòng tiền vào). Còn phần diện tích làm trụ sở doanh nghiệp không tạo ra doanh thu nhưng nó tạo ra lợi ích là doanh nghiệp không phải mất tiền thuê văn phòng. Khoản lợi ích này có thể gọi là khoản tiết kiệm chi phí thuê văn phòng, được tính toán dựa trên quy mô diện tích mà doanh nghiệp sử dụng làm trụ sở và giá thuê văn phòng dự kiến tương đương với giá cho thuê dự kiến của dự án, và đưa nó vào dòng lợi ích của dự án. Dòng chi phí thì bao gồm toàn bộ chi phí đầu tư và chi phí quản lý vận hành tòa nhà.

Loại dự án này ít khi đặt vấn đề huy động tiền ứng trước của người thuê tài sản nhưng nếu có thì sẽ xuất hiện vấn đề phức tạp là ứng xử khoản tiền ứng trước của khách hàng như thế nào khi xây dựng dòng tiền và xác định LSCK khi phân tích dự án theo quan điểm tổng vốn. Vấn đề phức tạp này sẽ được đề xuất giải pháp ở mục sau.

### **3. Dự án đầu tư xây dựng tổ hợp văn phòng, trung tâm thương mại và nhà ở**

Đây là trường hợp phức tạp nhất, có nhiều vấn đề đặc biệt khó xử lý. Tài sản đầu tư của dự án được chia thành hai loại: 1) tài sản kinh doanh cho thuê gồm diện tích văn phòng, trung tâm thương mại (sau đây gọi là phần tài sản cho thuê); 2) tài sản bán là các căn hộ chung cư (sau đây gọi là phần nhà bán). Theo Luật Kinh doanh BĐS thì đối với phần nhà bán, chủ đầu tư được quyền huy động tiền thanh toán trước của người mua nhà và chỉ được sử dụng nguồn tiền này vào ĐTXD cho dự án [12]. Vấn đề phức tạp ở loại dự án này là phát sinh từ phần nhà bán, còn phần tài sản cho thuê thì bình thường như những dự án ĐTXD BĐS cho thuê khác. Vì vậy bài viết tập trung vào những vấn đề đặc biệt liên quan đến phần nhà bán như sau:

#### **3.1. Phương án nguồn vốn, phương án kinh doanh và phương án quản lý vận hành, khai thác**

Theo Luật Kinh doanh BĐS [12] thì việc thanh toán tiền mua nhà có thể thực hiện theo nhiều lần, lần đầu không quá 30% giá trị hợp đồng khi tòa nhà đã được thi công xong phần móng (có biên bản nghiệm thu), những lần tiếp theo phù hợp với tiến độ xây dựng nhưng tổng số không quá 70% giá trị hợp đồng mua bán nhà khi chưa bàn giao nhà. Tuy nhiên theo Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp thì doanh thu chuyển nhượng BĐS chỉ được ghi nhận khi người bán bàn giao BĐS cho người mua [13–15]. Vì vậy phương án nguồn vốn và phương án kinh doanh của dự án cần phải được đề xuất rõ ràng là dự án có huy động tiền thanh toán trước của người mua nhà hay không.

Nếu không huy động tiền thanh toán trước của người mua nhà thì nguồn vốn của dự án chỉ bao gồm vốn chủ sở hữu và vốn vay thương mại; phương án kinh doanh phải đề xuất rõ phương án bán nhà bao gồm tiến độ bàn giao nhà và giá bán dự kiến. Tuy nhiên trong thực tế phần lớn dự án đều huy động trước tiền thanh toán của khách hàng.

Nếu có huy động tiền thanh toán trước của người mua nhà thì trong phương án nguồn vốn của dự án phải coi tiền thanh toán trước của người mua nhà là một nguồn vốn đầu tư giống như nguồn vốn vay. Phương án kinh doanh phải đề xuất rõ tiến độ mở bán, tiến độ bàn giao nhà và giá bán dự kiến. Tiền thanh toán trước được xác định trên cơ sở giá bán nhà dự kiến, diện tích mở bán theo tiến độ và tỷ lệ phù hợp với quy định của pháp luật, được đưa vào tiến độ huy động vốn của dự án. Để cạnh tranh, thu hút khách hàng mua nhà thì chủ đầu tư thường đưa ra chính sách chiết giảm giá bán nhà khi tính tiền thanh toán trước theo tiến độ hoặc hỗ trợ lãi suất vay vốn cho người mua nhà. Chính sách này phải được cụ thể hóa vào phương án kinh doanh của dự án.

Vấn đề quản lý vận hành, khai thác đối với loại dự án này khá phức tạp. Người lập dự án cần đề xuất rõ phương án quản lý vận hành, khai thác để làm cơ sở tính toán, phân tích hiệu quả dự án. Có một số phương án quản lý vận hành, khai thác như sau:

- Chủ đầu tư chỉ quản lý vận hành phần tài sản cho thuê (văn phòng, trung tâm thương mại). Việc quản lý vận hành chung cả tòa nhà được giao cho đơn vị quản lý vận hành chuyên nghiệp thông qua đấu thầu do ban quản trị tòa nhà quyết định theo quy định của Luật nhà ở [16]. Trong trường hợp này chủ đầu tư chỉ là một chủ sở hữu trong tòa nhà và phải đóng góp chi phí quản lý vận hành tòa nhà theo quy chế quản lý vận hành tòa nhà.

- Chủ đầu tư quản lý vận hành toàn bộ tòa nhà (bao gồm cả quản lý vận hành nhà chung cư sau khi đã bán). Trong trường hợp này chủ đầu tư được thu phí quản lý vận hành nhà chung cư phù hợp với quy định của pháp luật về quản lý vận hành nhà chung cư [16].

### 3.2. Phân tích lãi lỗ của dự án

Phân tích lãi lỗ là việc hạch toán doanh thu, chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh và lợi nhuận theo quan điểm kế toán, do đó phải tuân theo quy định của Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp. Đối với loại dự án này, một số vấn đề đặc biệt cần xử lý như sau:

- Doanh thu bán nhà được xác định theo quy mô diện tích phù hợp với tiến độ bàn giao nhà và giá bán nhà dự kiến mà không phụ thuộc vào việc có huy động tiền thanh toán trước của người mua nhà hay không bởi vì Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp quy định rõ chỉ được ghi nhận doanh thu bán BĐS khi bên bán bàn giao nhà cho bên mua. Doanh thu của phần tài sản cho thuê thì xác định bình thường. Nếu dự án lựa chọn phương án chủ đầu tư quản lý vận hành toàn bộ tòa nhà thì được tính thêm doanh thu từ thu phí quản lý vận hành nhà chung cư phù hợp với quy định của pháp luật về nhà ở.

- Chi phí ĐTXD phải phân bổ cho 2 phần tài sản đầu tư là tài sản cho thuê và phần nhà bán. Chi phí ĐTXD phân bổ cho phần tài sản cho thuê hình thành nên nguyên giá của tài sản này và được phân bổ khấu hao vào các năm vận hành cho thuê tài sản, được hạch toán vào chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh hàng năm của dự án. Chi phí ĐTXD phân bổ cho phần nhà bán được coi là chi phí sản xuất hình thành nên phần nhà bán, được phân bổ và hạch toán vào chi phí sản xuất kinh doanh ở các năm có doanh thu bán nhà theo tỷ lệ doanh thu bán nhà.

- Các chi phí khác liên quan đến việc bán nhà như chi phí quảng cáo, tiếp thị, sàn giao dịch BĐS, chi phí quản lý... được phân bổ và hạch toán vào chi phí sản xuất kinh doanh ở các năm có doanh thu bán nhà theo tỷ lệ doanh thu bán nhà.

- Đối với chi phí vận hành, nếu dự án lựa chọn phương án thuê đơn vị quản lý vận hành chuyên nghiệp thì chi phí vận hành đưa vào phân tích cho dự án chỉ tính chi phí vận hành phần tài sản cho thuê và phần đóng góp chi phí quản lý vận hành tòa nhà với tư cách chủ đầu tư là một chủ sở hữu trong tòa nhà (tức là chi phí quản lý vận hành tòa nhà tương ứng với phần nhà bán không được đưa vào phân tích cho dự án này mà do chủ sở hữu nhà chung cư gánh chịu). Nếu dự án lựa chọn phương án chủ đầu tư quản lý vận hành toàn bộ tòa nhà thì phải tính toàn bộ chi phí quản lý vận hành tòa nhà vào chi phí vận hành dự án để phân tích.



- Khi xác định thu nhập chịu thuế cần chú ý tính đến khoản giảm giá bán nhà đối với phần thu tiền thanh toán trước của người mua nhà hoặc khoản tiền lãi hỗ trợ vay vốn cho người mua nhà thanh toán trước tùy theo phương án kinh doanh đã đề xuất.

- Có một vấn đề phức tạp phát sinh từ quy định của pháp luật về thuế thu nhập doanh nghiệp cho trường hợp dự án có thu tiền thanh toán trước của người mua nhà mà khi hạch toán lãi lỗ, xác định số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp cần phải có cách xử lý thỏa đáng [17, 18]. Theo quy định này thì khi doanh nghiệp thu tiền thanh toán trước của người mua nhà mà chưa hạch toán được thu nhập chịu thuế, chưa xác định được số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp thì doanh nghiệp phải tạm nộp tiền thuế bằng 1% số tiền thu được từ người mua nhà, đến khi hạch toán được doanh thu bán nhà và thu nhập chịu thuế thì sẽ quyết toán thuế với Nhà nước. Như vậy người lập và phân tích dự án phải căn cứ vào phương án đề xuất thu tiền thanh toán trước của người mua nhà để xác định số tiền thuế tạm nộp. Để nộp số tiền này cho Nhà nước thì doanh nghiệp phải ứng vốn ra, coi như một khoản đầu tư và sẽ được hoàn vốn khi quyết toán thuế với Nhà nước. Khi hạch toán lãi lỗ cho phần nhà bán thì phải xác định được thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp và cân đối với số tiền thuế đã tạm nộp. Nếu số thuế phải nộp lớn hơn số tiền thuế đã tạm nộp thì chỉ nộp bù số còn thiếu. Ngược lại, nếu số thuế phải nộp nhỏ hơn số tiền thuế đã tạm nộp thì được Nhà nước hoàn lại số tiền thuế đã tạm nộp thừa.

### *3.3. Phân tích các chỉ tiêu hiệu quả tài chính theo quan điểm động*

Hầu hết các DADT khi phân tích các chỉ tiêu hiệu quả tài chính theo quan điểm động đều tính toán NPV và IRR. Cần phải lưu ý rằng việc phân tích các chỉ tiêu hiệu quả tài chính theo quan điểm động là phân tích trên quan điểm của nhà kinh tế (không phải quan điểm của nhà kế toán) bởi vì nó có tính đến chi phí cơ hội của việc sử dụng nguồn lực khan hiếm, nó là căn cứ để ra quyết định đầu tư. Các DADT cũng phải được phân tích theo hai quan điểm hiệu quả là hiệu quả tổng vốn (hiệu quả vốn chung) và hiệu quả vốn chủ sở hữu. Đối với trường hợp dự án không huy động tiền thanh toán trước của người mua nhà thì không có tình huống phức tạp đặc biệt nên việc tính toán, phân tích được thực hiện bình thường. Ở đây chỉ tập trung vào xử lý cho trường hợp dự án có huy động tiền thanh toán trước của người mua nhà. Sau khi đã xác định được dòng tiền và LSCK thì việc tính toán NPV và IRR không có gì khó khăn. Vấn đề đặc biệt là nằm ở việc xác định nội dung dòng tiền và LSCK. Việc xác định nội dung dòng tiền và LSCK có sự khác nhau giữa hai quan điểm hiệu quả tổng vốn và hiệu quả vốn chủ sở hữu do cách ứng xử khác nhau đối với khoản thanh toán trước của người mua nhà (ngoại trừ sự khác nhau liên quan đến phần vốn vay ngân hàng như thông lệ, đó là khi phân tích theo quan điểm tổng vốn thì trong dòng tiền không bao gồm khoản vay vốn và khoản trả nợ vốn vay ngân hàng; khi phân tích theo quan điểm vốn chủ sở hữu thì phải đưa khoản vốn gốc vay vào dòng lợi ích, đưa khoản trả nợ ngân hàng gồm cả trả gốc và trả lãi vào dòng chi phí).

Khi phân tích theo quan điểm vốn chủ sở hữu thì khoản thanh toán trước của người mua nhà được coi là khoản thu về, được đưa vào dòng lợi ích (dòng tiền vào) theo tiến độ thanh toán trước. LSCK chỉ phản ánh chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu. Vấn đề này đã được làm rõ ở những nghiên cứu trước [10].

Khi phân tích theo quan điểm tổng vốn thì không quan tâm đến nguồn vốn từ đâu mà chỉ quan tâm xem xét các nguồn lực đầu tư vào dự án mang lại lợi ích như thế nào. Do đó khoản thanh toán trước của người mua nhà chính là một nguồn lực đầu tư vào dự án và được coi là một nguồn vốn đầu tư của dự án. Luật Nhà ở năm 2014 cũng coi đây là một nguồn vốn phục vụ cho phát triển nhà ở [16]. Như vậy, nếu dự án không vay ngân hàng thì sẽ có 2 nguồn vốn đầu tư là nguồn vốn chủ sở hữu và nguồn vốn ứng trước của người mua nhà. Nếu dự án có vay ngân hàng thì dự án sẽ có thêm nguồn vốn vay ngân hàng nữa. Khi đã coi tiền thanh toán trước của người mua nhà là một nguồn vốn thì không đưa

nó vào dòng tiền của dự án (giống như việc không đưa tiền vay ngân hàng vào dòng tiền của dự án). Trên thực tế hiện nay còn nhiều trường hợp vẫn coi tiền ứng trước của người mua nhà là khoản thu về và đưa nó vào dòng lợi ích (dòng tiền vào) như đã phân tích ở trên. Làm như vậy không đúng với bản chất của việc phân tích HQTC dự án theo quan điểm tổng vốn. Chi phí đầu tư xây dựng phần nhà ở sẽ tạo ra lợi ích trong tương lai là các căn hộ nhà ở hoàn thành. Khoản lợi ích này được quy đổi ra tiền với giả thiết bán các căn hộ theo tiến độ bàn giao nhà và giá bán dự kiến để thu tiền về và được đưa vào dòng lợi ích phù hợp với tiến độ bàn giao nhà.

Một vấn đề phức tạp nữa là xử lý dòng tiền thuế thu nhập doanh nghiệp trong trường hợp có huy động tiền thanh toán trước của người mua nhà để đưa vào dòng tiền của dự án như thế nào? Bình thường khi phân tích HQTC DAĐT đều phải đưa thuế thu nhập vào dòng chi phí (dòng tiền ra) vì nó làm giảm lợi ích của doanh nghiệp. Trong trường hợp này, như trên đã nói, khi dự án thu tiền thanh toán trước của người mua nhà thì phải tạm nộp tiền thuế bằng 1% số tiền thu được. Đến khi hạch toán được doanh thu bán nhà theo tiến độ bàn giao nhà thì phải xác định số thuế thu nhập doanh nghiệp và cân đối số tiền thuế đã tạm nộp để xác định số tiền thuế phải nộp thêm hay được Nhà nước hoàn trả do đã nộp thừa. Khi xác định dòng tiền của dự án thì vấn đề này có hai cách xử lý. Cách thứ nhất là bỏ qua ảnh hưởng của việc tạm nộp tiền thuế. Khi đó chỉ đưa tiền thuế thu nhập doanh nghiệp được hạch toán cho phần nhà bán theo tiến độ bàn giao nhà vào dòng chi phí của dự án để phân tích. Cách thứ hai là có xét đến ảnh hưởng của việc tạm nộp tiền thuế. Số tiền thuế tạm nộp được đưa vào dòng chi phí của dự án theo tiến độ tạm nộp. Khi bàn giao nhà, xác định được doanh thu bán nhà, hạch toán được thuế thu nhập doanh nghiệp từ hoạt động bán nhà và cân đối với số tiền thuế đã tạm nộp. Nếu phải nộp thêm tiền thuế thì đưa nó vào dòng chi phí của dự án theo tiến độ nộp thuế. Ngược lại, nếu được Nhà nước hoàn trả phần đã tạm nộp thừa thì đưa nó vào dòng lợi ích của dự án theo tiến độ hoàn thuế. Việc xử lý dòng tiền thuế này được thực hiện khi xây dựng dòng tiền theo cả hai quan điểm phân tích.

Việc xác định LSCK thì vấn đề phức tạp chỉ xuất hiện khi phân tích dự án theo quan điểm tổng vốn. Để xác định LSCK thì sử dụng phương pháp tính bình quân gia quyền chi phí sử dụng vốn theo quy mô các nguồn vốn của dự án (Công thức (1)).

$$r = \frac{r_{CSH} \times V_{CSH} + r_{NH} \times V_{NH} + r_{KH} \times V_{KH}}{100} \quad (1)$$

trong đó  $V_{CSH}$  là tỷ trọng (%) vốn chủ sở hữu;  $V_{NH}$  là tỷ trọng (%) vốn vay ngân hàng;  $V_{KH}$  là tỷ trọng (%) vốn ứng trước từ người mua nhà;  $r_{CSH}$  là lãi suất nguồn vốn chủ sở hữu;  $r_{NH}$  là lãi suất vay ngân hàng;  $r_{KH}$  là lãi suất của nguồn vốn ứng trước từ người mua nhà.

Lãi suất của nguồn vốn ứng trước từ người mua nhà chính là chi phí cơ hội của nguồn vốn này, có thể xác định trên cơ sở mức chiết khấu giá bán nhà khi thanh toán trước hoặc mức hỗ trợ lãi suất vay vốn cho người mua nhà theo phương án kinh doanh đã đề xuất. Trong trường hợp phương án kinh doanh có đề xuất chiết khấu giá bán nhà cho phần thanh toán trước của người mua nhà thì có thể xác định lãi suất của nguồn vốn này theo Công thức (2).

$$r_{KH} = \sqrt[n]{\frac{P_t}{P_o}} - 1 \quad (2)$$

trong đó  $P_t$  là giá bán nhà ở thời điểm bàn giao nhà được dùng để tính doanh thu bán nhà;  $P_o$  là giá bán nhà ở thời điểm mở bán đầu tiên dùng để tính tiền thanh toán trước của người mua nhà;  $n$  là số năm tính từ thời điểm mở bán đầu tiên đến thời điểm bàn giao nhà.

Trong trường hợp không có cơ sở để xác định lãi suất của nguồn vốn huy động từ khách hàng thì có thể lấy lãi suất của nguồn vốn này tương đương với lãi suất ngân hàng bởi vì nguồn vốn ứng trước



của người mua nhà cũng là nguồn lực khan hiếm, phải được tính đến chi phí cơ hội khi sử dụng nó giống như vốn đi vay ngân hàng.

#### 4. Kết luận

Trong thực tiễn đầu tư kinh doanh BĐS có rất nhiều tình huống hay phương án kinh doanh khác nhau. Người lập dự án phải đề xuất phương án kinh doanh cụ thể, từ đó mới thực hiện việc tính toán, phân tích dự án được chính xác, đúng đắn. Bài viết này đã lựa chọn 2 trường hợp DADT kinh doanh BĐS điển hình chứa đựng nhiều tình huống đặc biệt, đã lập luận và đề xuất giải pháp xử lý các tình huống đặc biệt đó có cơ sở khoa học khi phân tích hiệu quả tài chính cho dự án. Những vấn đề mà bài viết giải quyết rất có giá trị về mặt học thuật trong công tác đào tạo nguồn nhân lực trong lĩnh vực lập, phân tích, thẩm định dự án đầu tư và là nguồn tài liệu tham khảo cho các chuyên gia lập, phân tích, thẩm định các DADT kinh doanh BĐS.

#### Tài liệu tham khảo

- [1] Chơn, N. V. (2001). *Kinh tế đầu tư (Tập 1)*. Nhà xuất bản Thống kê.
- [2] Chơn, N. V. (2001). *Kinh tế đầu tư (Tập 2)*. Nhà xuất bản Thống kê.
- [3] Chơn, N. V. (2003). *Kinh tế đầu tư xây dựng*. Nhà xuất bản Xây dựng.
- [4] Blank, L., Tarquin, A. (2005). *Engineering Economy*. McGraw-Hill.
- [5] Park, C. S. (2004). *Fundamentals of Engineering Economics*. Prentice Hall.
- [6] Hiễn, Đ. T. (2009). *Lập và thẩm định hiệu quả tài chính dự án đầu tư*. Nhà xuất bản Thống kê.
- [7] Tuấn, V. C. (2007). *Phân tích kinh tế dự án đầu tư*. Nhà xuất bản Tài chính.
- [8] Jenkins, G. P., Kuo, C.-Y., Habberger, A. C. (2011). *Cost-Benefit analysis for investment decisions*. Queen's University, Kingston, Canada; University of California, Los Angeles, USA.
- [9] Tần, T. V. (2010). Những tồn tại thường gặp trong phân tích hiệu quả tài chính dự án đầu tư và giải pháp khắc phục. *Tạp chí Xây dựng*, 5:59–60.
- [10] Tần, T. V. (2016). Một số trường hợp phân tích dự án đầu tư kinh doanh bất động sản trên quan điểm lợi ích của nhà đầu tư. *Tạp chí Khoa học Công nghệ Xây dựng*, (29):3–7.
- [11] Nga, L. T. B. (2021). *Hoàn thiện thẩm định dự án tại Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị*. Luận án tiến sĩ, Học viện Tài chính.
- [12] Số 66/2014/QH13 (2014). *Luật Kinh doanh bất động sản*. Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam.
- [13] Số 14/2008/QH12 (2008). *Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp*. Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam.
- [14] Số 32/2013/QH13 (2013). *Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp*. Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam.
- [15] Số 71/2014/QH13 (2014). *Luật sửa đổi, bổ sung một số điều của các luật về thuế*. Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam.
- [16] Số 65/2014/QH13 (2014). *Luật Nhà ở*. Quốc hội nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam.
- [17] Số 78/2014/TT-BTC ngày 18/6/2014 (2014). *Thông tư hướng dẫn thi hành Nghị định số 218/2013/NĐ-CP ngày 26/12/2013 của Chính phủ quy định và hướng dẫn thi hành Luật Thuế thu nhập doanh nghiệp*. Bộ Tài chính.
- [18] Số 200/2014/TT-BTC ngày 22/12/2014 (2014). *Thông tư hướng dẫn chế độ kế toán doanh nghiệp*. Bộ Tài chính.