

BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO

BỘ TÀI CHÍNH

HỌC VIỆN TÀI CHÍNH

-----***-----

LÊ THỊ BÍCH NGÀ

**HOÀN THIỆN THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN
TẠI TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN NHÀ VÀ ĐÔ THỊ**

Chuyên ngành : Tài chính - Ngân hàng

Mã số : 9.34.02.01

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Hà Nội, năm 2021

Công trình được hoàn thành tại: Học viện Tài chính

Người hướng dẫn khoa học:

- 1. PGS, TS. Lưu Thị Hương**
- 2. PGS, TS. Nguyễn Lê Cường**

Phản biện 1:

Phản biện 2:

Phản biện 3:

**Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng chấm luận án
cấp Học viện, họp tại Học viện Tài chính
vào hồi giờ ngày tháng năm 2020**

Có thể tìm hiểu luận án tại:

- Thư viện Quốc gia
- Thư viện Học viện Tài chính

MỞ ĐẦU

1. Tính cấp thiết của đề tài

Đầu tư là một trong những hoạt động chủ yếu, quyết định sự phát triển của doanh nghiệp. Hoạt động đầu tư của doanh nghiệp thường được tiến hành tập trung theo các dự án. Một dự án dù được được chuẩn bị, phân tích kỹ lưỡng đến đâu nhưng vẫn thể hiện tính chủ quan của người lập dự án. Vì vậy, nhằm đảm bảo tính khách quan, phòng ngừa tối đa các rủi ro có thể xảy ra trong đầu tư, thẩm định tài chính dự án cần được coi là một trong những ưu tiên hàng đầu của doanh nghiệp. Hơn thế, thẩm định tài chính dự án còn giúp doanh nghiệp loại bỏ các dự án đầu tư không hiệu quả, tìm ra những cơ hội đầu tư tốt, tránh thiệt hại, lãng phí nguồn lực; là cơ sở đưa ra quyết định lựa chọn dự án phù hợp nhất để đầu tư; thẩm định tài chính dự án cũng là thủ tục bắt buộc đối với các dự án cần vay vốn từ các tổ chức tín dụng.

Thẩm định tài chính dự án đã và đang được nhiều doanh nghiệp quan tâm, nhờ đó nhiều dự án được triển khai và hoạt động có hiệu quả. Tuy vậy, không ít khiếm khuyết phát sinh trong quá trình thẩm định tài chính dự án đã dẫn đến mục tiêu thẩm định tài chính dự án không được hiện thực hóa, gây tổn thất lớn cho nhiều doanh nghiệp. Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị (HUD) không phải là trường hợp ngoại lệ. HUD là một doanh nghiệp nhà nước hoạt động trong lĩnh vực xây dựng và cung cấp dịch vụ bất động sản, có nhiều năm dẫn đầu các doanh nghiệp trên thị trường bất động sản với số lượng dự án lớn. Với một vị thế quan trọng, nhu cầu thẩm định tài chính các dự án của HUD cũng rất lớn. Nếu không hoàn thiện thẩm định tài chính dự án, hiệu quả của các dự án sẽ bị suy giảm, sự phát triển của HUD sẽ khó được bền vững. Đứng trước thực tế đó tác giả đã lựa chọn nghiên cứu vấn đề thẩm định tài chính dự án tại HUD trong luận án: **Hoàn thiện thẩm định tài chính dự án tại Tổng Công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị.**

2. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

- Đối tượng nghiên cứu : Thẩm định tài chính dự án của doanh nghiệp.

- Phạm vi nghiên cứu:

Phạm vi không gian: Thẩm định tài chính dự án đầu tư xây dựng mới của Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị (HUD).

Phạm vi thời gian: Các số liệu thứ cấp trong khoảng thời gian từ năm 2011 - 2020.

3. Mục đích và nhiệm vụ nghiên cứu

Mục đích nghiên cứu: Đề xuất giải pháp hoàn thiện thẩm định tài chính dự án tại HUD; *Nhiệm vụ nghiên cứu:* (i) Hệ thống hóa những vấn đề lý luận về thẩm định tài chính dự án của doanh nghiệp; (ii) Phân tích, đánh giá thực trạng thẩm định tài chính dự án tại HUD; (iii) Đề xuất giải pháp hoàn thiện thẩm định tài chính dự án tại HUD.

4. Câu hỏi nghiên cứu

Luận án: “Hoàn thiện thẩm định tài chính dự án tại Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị” nhằm luận giải các câu hỏi sau:

(i) Thẩm định tài chính dự án là gì? Nội dung thẩm định tài chính dự án? Các tiêu chí nào được sử dụng để đánh giá sự hoàn thiện thẩm định tài chính dự án? (ii) Các nhân tố ảnh hưởng đến thẩm định tài chính dự án của doanh nghiệp? (iii) Thực trạng thẩm định tài chính dự án tại HUD như thế nào? (iv) Nguyên nhân dẫn đến những hạn chế trong thẩm định tài chính dự án tại HUD? Giải pháp hoàn thiện thẩm định tài chính dự án tại HUD?

5. Phương pháp nghiên cứu

Trong luận án tác giả sử dụng các phương pháp nghiên cứu kinh tế sau: (i) Phương pháp nghiên cứu tài liệu: thu thập, tổng hợp, phân tích; Sử dụng phần mềm Crystal Ball thẩm định rủi ro; (ii) Phương pháp phi thực nghiệm bao gồm: phỏng vấn sâu lãnh đạo một số doanh nghiệp, phỏng vấn gián tiếp qua email, điều tra qua bảng hỏi.

6. Tổng quan tình hình nghiên cứu và khoảng trống nghiên cứu

6.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu

Tác giả đã nghiên cứu 19 công trình trong và ngoài nước có liên quan đến đề tài, tập trung vào các nội dung: Tỷ suất chiết khấu; Kỹ thuật thẩm

định; Rủi ro của dự án; Triển khai sử dụng mô hình kinh tế lượng; Nội dung thẩm định.

6.2. Khoảng trống nghiên cứu

Qua các nghiên cứu được tiếp cận, tác giả có một số kết luận: (i) Các nghiên cứu đều đề cao phương pháp và kỹ thuật thẩm định về mặt lý thuyết, ít có những nghiên cứu về thẩm định tài chính dự án của doanh nghiệp; (ii) Các nghiên cứu ít đề cập đến vấn đề phân tích rủi ro của dự án, nếu có chỉ sử dụng phương pháp phân tích độ nhạy hoặc phân tích tình huống một cách đơn giản; (iv) Có những nghiên cứu cung cấp những định hướng cơ bản về mặt lý thuyết, chưa triển khai ứng dụng với dự án cụ thể của các doanh nghiệp; (v) Một số nghiên cứu cũng đề cập đến các kỹ thuật phân tích rủi ro trong đó có kỹ thuật phân tích mô phỏng Monte Carlo. Tuy nhiên, các nghiên cứu này chỉ hướng dẫn thực hành các kỹ thuật phân tích dự án nói chung, khó áp dụng cho những doanh nghiệp thuộc các nền kinh tế có thông tin còn yếu kém, số liệu thống kê không đầy đủ như Việt Nam. Từ những nhận xét trên, NCS đã xác định khoảng trống nghiên cứu của luận án: (i) Nghiên cứu quy trình, phương pháp và nội dung thẩm định tài chính dự án xây dựng mới của một doanh nghiệp cụ thể hoạt động trong lĩnh vực đầu tư, kinh doanh bất động sản; (ii) Sử dụng phần mềm Crystal Ball để phân tích rủi ro của dự án khi có sự biến động đồng thời của nhiều yếu tố đầu vào.

7. Những đóng góp mới của luận án

Luận án có một số đóng góp mới sau: (i) Hệ thống hóa và làm sáng tỏ những vấn đề về thẩm định tài chính dự án của doanh nghiệp; (ii) Tổng hợp những bài học kinh nghiệm thẩm định tài chính dự án của một số doanh nghiệp trong và ngoài nước mà HUD có thể tham khảo; (iii) Phân tích thực trạng thẩm định tài chính dự án đầu tư xây dựng mới; (iv) Sử dụng phân tích mô phỏng bằng phần mềm Crystal Ball để thẩm định rủi ro dự án tại HUD; (v) Đề xuất những giải pháp nhằm hoàn thiện thẩm định tài chính dự án tại HUD.

8. Kết cấu luận án

Luận án được kết cấu theo 3 chương:

Chương 1: Cơ sở lý luận về thẩm định tài chính dự án của doanh nghiệp

Chương 2: Thực trạng thẩm định tài chính dự án tại Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị

Chương 3: Giải pháp hoàn thiện thẩm định tài chính dự án tại Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị.

Chương 1: CƠ SỞ LÝ LUẬN VỀ THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN CỦA DOANH NGHIỆP

1.1. KHÁI QUÁT VỀ DỰ ÁN VÀ THẨM ĐỊNH DỰ ÁN CỦA DOANH NGHIỆP

1.1.1. Dự án của doanh nghiệp

1.1.1.1. Đầu tư dài hạn của doanh nghiệp:

Đầu tư dài hạn của doanh nghiệp chính là hoạt động bỏ vốn để mua sắm, xây dựng hình thành các tài sản cố định (TSCĐ) hữu hình và TSCĐ vô hình, hình thành lượng tài sản lưu động thường xuyên cần thiết phù hợp với quy mô kinh doanh nhất định hoặc để góp vốn liên doanh dài hạn, mua cổ phiếu, trái phiếu của đơn vị khác nhằm thu lợi nhuận.

1.1.1.2. Dự án của doanh nghiệp

Dự án (DA) là một tập hợp các hoạt động đặc thù được thực hiện trong một thời gian nhất định được giới hạn bởi các nguồn lực (nhân lực, vật lực, tài lực) nhằm đạt được mục tiêu cụ thể .

1.1.2. Thẩm định dự án của doanh nghiệp

1.1.2.1. Khái niệm và sự cần thiết thẩm định dự án

Thẩm định DA là một quá trình nhất quán xem xét, rà soát, kiểm tra, đánh giá lại DA một cách khoa học, khách quan, toàn diện dựa trên những tiêu chuẩn nhất định về mọi mặt như: tài chính, kinh tế xã hội nhằm khẳng định tính hiệu quả cũng như tính khả thi của DA giúp chủ đầu tư đưa ra quyết định có thực hiện đầu tư hay không; Doanh nghiệp cần thiết phải thẩm

định DA vì: kết quả thẩm định DA là căn cứ để nhà tài trợ vốn ra quyết định tài trợ; là căn cứ để chủ đầu tư ra quyết định đầu tư; là cơ sở để cơ quan quản lý nhà nước cấp phép đầu tư.

1.1.2.2. Nội dung thẩm định dự án

Nội dung thẩm định DA bao gồm: Thẩm định kỹ thuật; Thẩm định tác động môi trường; Thẩm định kinh tế - xã hội của DA; Thẩm định tài chính DA.

1.2. THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN CỦA DOANH NGHIỆP

1.2.1. Khái niệm thẩm định tài chính dự án của doanh nghiệp

Thẩm định tài chính DA của doanh nghiệp là việc xem xét, đánh giá lại DA một cách khoa học, khách quan, toàn diện về mặt tài chính nhằm khẳng định tính hiệu quả của DA, tạo căn cứ cho quyết định đầu tư của doanh nghiệp.

1.2.2. Quy trình thẩm định tài chính dự án của doanh nghiệp

Quy trình thẩm định tài chính DA gồm các bước: Xác định các thông số quan trọng của DA; Kiểm tra độ tin cậy của các thông số; Nếu thông số chưa đạt độ tin cậy thì xây dựng lại cho đạt; Kiểm tra cơ sở khoa học và thực tiễn trong phương pháp lập DA; Nếu chưa đạt, xây dựng lại cho khoa học và phù hợp với thực tiễn; Đánh giá bằng kết quả DA theo mức lạc quan; Nếu không đạt đề nghị bác bỏ DA, nếu đạt xây dựng độ nhạy theo các thông số chủ yếu trong các tình huống; Dựa vào bảng nhận định kết quả theo độ nhạy (hoặc đề nghị bác bỏ DA) để đi đến kết luận và ra quyết định.

1.2.3. Phương pháp thẩm định tài chính dự án

1.2.3.1. Phương pháp so sánh các chỉ tiêu

Phương pháp này so sánh các chỉ tiêu tài chính chủ yếu của DA với các DA đã và đang xây dựng hoặc đang hoạt động.

1.2.3.2. Phương pháp thẩm định tài chính theo trình tự

Thẩm định tài chính DA được tiến hành từ tổng quát đến chi tiết. Thẩm định tổng quát nhằm phát hiện những vấn đề chưa hợp lý cần xem xét.

Thẩm định chi tiết tiến hành trực tiếp hoặc thông qua việc tính toán lại các chỉ tiêu đề cập trong DA.

1.2.3.3. Thẩm định dựa trên phân tích rủi ro

Phương pháp này dự kiến một số tình huống có thể xảy ra như vượt chi phí đầu tư, sản lượng đạt thấp, chi phí đầu vào tăng, giá tiêu thụ sản phẩm giảm... và chọn các yếu tố quan trọng nhất có tác động xấu đến hiệu quả của DA để xem xét. Nếu DA có hiệu quả trong trường hợp xấu nhất thì DA có độ an toàn cao. Nếu không phải xem lại khả năng phát sinh các tình huống xấu, đề xuất các biện pháp hữu hiệu khắc phục hay hạn chế.

1.2.4. Nội dung thẩm định tài chính dự án

1.2.4.1. Thẩm định tổng vốn đầu tư và nhu cầu vốn theo tiến độ triển khai thực hiện dự án

Trong nội dung này cán bộ thẩm định tài chính phải thẩm định: tính đầy đủ của các khoản mục cấu thành tổng vốn đầu tư, sự phù hợp của phương pháp xác định tổng mức đầu tư, nhu cầu vốn theo tiến độ, khả năng đảm bảo nguồn vốn và khả năng trả nợ của DA

1.2.4.2. Thẩm định các khoản thu và các khoản chi phí hàng năm của dự án

Thẩm định các khoản thu hàng năm từ hoạt động của DA bao gồm: doanh thu hàng năm của DA; các khoản thu khác như giá trị ước tính khi thanh lý TSCĐ và thu hồi VLĐ ban đầu hoặc bổ sung nếu có.

Thẩm định chi phí sản xuất hàng năm của DA cần kiểm tra: chi phí nguyên vật liệu, nhiên liệu, điện, nước, bao bì đóng gói; Chi phí nhân công; Chi phí khấu hao; Các khoản chi phí khác như chi phí bảo trì, sửa chữa máy móc định kỳ... Kiểm tra chi phí sử dụng vốn vay ngân hàng; Kiểm tra các loại thuế áp dụng cho DA.

1.2.4.3. Thẩm định dòng tiền của dự án

Dòng tiền vào của DA bao gồm: Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh hàng năm; Số tiền thuần từ thanh lý TSCĐ; Thu hồi vốn lưu động thường xuyên khi kết thúc DA.

Dòng tiền ra của DA bao gồm: chi phí đầu tư xây dựng cơ bản và chi phí đầu tư vốn lưu động thường xuyên cần thiết.

Dòng tiền thuần hàng năm của DA = Tổng dòng tiền vào hàng năm của DA – Tổng dòng tiền ra hàng năm của DA

Hoặc: *Dòng tiền thuần hàng năm của DA = Dòng tiền thuần hoạt động - Đầu tư mới tăng thêm (nếu có) + (-) Thay đổi vốn lưu động thường xuyên + Thu thuần từ thanh lý TSCĐ (1.1)*

Khi thẩm định dòng tiền của DA, người ta sử dụng hai quan điểm:

- Quan điểm tổng đầu tư TIP (Total Investment Point of view) hay còn gọi là quan điểm của ngân hàng khi xét duyệt cho vay các DA, không phân biệt nguồn vốn nhằm đánh giá hiệu quả của DA căn cứ vào giá trị dòng tiền thuần do DA tạo ra.

Dòng tiền thuần hàng năm của DA theo quan điểm tổng đầu tư (FCFF) được xác định như sau:

FCFF = EBIT(1-t) + Khấu hao TSCĐ – Đầu tư mới tăng thêm (nếu có) + (-) Thay đổi VLĐ thường xuyên + Thu thuần từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ*

Trong đó : t là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp

- Quan điểm chủ sở hữu EPV (Equity Point of view)

Quan điểm EPV xem xét dòng tiền còn lại của DA sau khi đã thanh toán nợ vay, nhằm đánh giá hiệu quả và rủi ro của vốn chủ sở hữu trong trường hợp có vay vốn. Dòng tiền hoạt động hàng năm của DA = LNST + Khấu hao TSCĐ hàng năm - Trả nợ gốc hàng năm

Thay vào công thức (1.1) ta có dòng tiền thuần hàng năm của dự án theo quan điểm chủ sở hữu (FCFE) được xác định như sau:

FCFE = Lợi nhuận sau thuế + Khấu hao TSCĐ hàng năm – Trả nợ gốc hàng năm – Đầu tư mới tăng thêm (nếu có) + (-) Thay đổi Vốn lưu động thường xuyên + Thu thuần từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ

1.2.4.4. *Thẩm định tỷ suất chiết khấu của dự án*

Tỷ suất chiết khấu dùng để chiết khấu dòng tiền của DA về hiện tại, đó chính là chi phí vốn mà doanh nghiệp phải trả khi huy động vốn cho DA. Thẩm định tỷ suất chiết khấu của DA được thực hiện như sau:

a. Trường hợp dự án được tài trợ hoàn toàn bằng vốn chủ sở hữu

Dòng tiền theo quan điểm tổng đầu tư chính là dòng tiền theo quan điểm chủ sở hữu. Vì vậy, tỷ suất chiết khấu chính là chi phí cơ hội của vốn chủ sở hữu. Trường hợp này ta sẽ lựa chọn:

Tỷ suất chiết khấu \Rightarrow Chi phí cơ hội của vốn chủ sở hữu

Chi phí vốn chủ sở hữu có thể được xác định bằng suất sinh lời kỳ vọng của nhà đầu tư; được tính theo mô hình chiết khấu cổ tức hoặc được tính theo mô hình CAPM.

b. Trường hợp dự án được tài trợ bằng nguồn vốn của chủ sở hữu và nợ

- Theo quan điểm tổng đầu tư: tỷ suất chiết khấu được tính toán dựa trên chi phí vốn bình quân gia quyền WACC.

$$WACC = \frac{D}{(D+E)} r_d (1-t) + \frac{E}{(D+E)} r_e$$

Trong đó: D là vốn vay; E là vốn chủ sở hữu; (D + E) là tổng vốn đầu tư của DA; t là thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp; r_d là lãi suất đi vay; r_e là chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp

r_e trong công thức trên được xác định cụ thể như sau: Nếu cơ cấu vốn của DA giống như cơ cấu vốn của doanh nghiệp thì r_e được xác định như đã trình bày ở phần (a) mục (1.2.4.4); Nếu cơ cấu vốn của DA khác với cơ cấu vốn của doanh nghiệp ta tính WACC theo lý thuyết của Modigliani và Miller (MM) với giả định số vốn vay hàng năm là cố định như sau:

$$r_e \text{ điều chỉnh} = r_e + (1-t) * (r_e - r_d) (D/E) \quad (1.7)$$

- Theo quan điểm chủ sở hữu

Tỷ suất chiết khấu được xác định khác nhau trong hai trường hợp: Nếu cơ cấu vốn của DA giống cơ cấu vốn của doanh nghiệp thì tỷ suất chiết khấu được tính toán như phần (a) mục (1.2.4.4); Nếu cơ cấu vốn của DA khác với cơ cấu vốn của doanh nghiệp thì tỷ suất chiết khấu là r_e điều chỉnh được tính theo công thức (1.7) phần (b) mục (1.2.4.4)

1.2.4.5. Thẩm định chỉ tiêu hiệu quả tài chính

a. Giá trị hiện tại thuần NPV (Net Present Value)

$$NPV = \sum_{i=0}^n \frac{B_i - C_i}{(1+r)^i} = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

Trong đó: B_i là dòng tiền vào của DA ở năm i ; C_i là dòng tiền ra của DA ở năm i ; n là tuổi thọ của dự án; r là tỷ suất chiết khấu;

$CF_i = B_i - C_i$ là dòng tiền thuần của DA.

Nếu $NPV < 0$, DA không khả thi; $NPV \geq 0$, DA được chấp nhận.

b. Tỷ suất doanh lợi nội bộ IRR (intrerrnal rate of Returns)

$$IRR = r_1 + (r_2 - r_1) \times \frac{NPV_1}{NPV_1 + |NPV_2|}$$

Trong đó: r_1, r_2 lần lượt là lãi suất sao cho tại đó ta có giá trị tương ứng $NPV_1 > 0$ và tiến dần đến 0; $NPV_2 < 0$ và tiến dần đến 0. IRR là tỷ suất chiết khấu làm cho $NPV = 0$. Nếu: (i) $IRR < \text{tỷ suất chiết khấu}$ thì loại bỏ DA; (ii) $IRR = \text{tỷ suất chiết khấu}$ thì tùy trường hợp cụ thể công ty sẽ ra quyết định lựa chọn hay loại bỏ DA; (iii) $IRR > \text{tỷ suất chiết khấu}$, DA được chấp nhận.

c. Chi tiêu lợi ích trên chi phí (B/C: Benefit cost ratio)

$$\frac{B}{C} = \frac{\sum_{i=0}^n \frac{B_i}{(1+r)^i}}{\sum_{i=0}^n \frac{C_i}{(1+r)^i}}$$

B_i là dòng tiền vào của dự án ở năm i ; C_i là dòng tiền ra của dự án ở năm i ; n là tuổi thọ của dự án; r là lãi suất chiết khấu

Nguyên tắc lựa chọn dự án: (i) $B/C < 1$ thì dự án không được chấp nhận; (ii) $B/C \geq 1$, DA được lựa chọn.

d. Chỉ số sinh lời PI (Profitability index)

$$PI = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{B_i - C_i}{(1+r)^i}}{CF_0}$$

Trong đó: B_i và C_i lần lượt là dòng tiền vào và ra của DA ($i = 1, 2, \dots, n$); CF_0 là vốn đầu tư ban đầu; r là tỷ suất chiết khấu.

Nguyên tắc lựa chọn DA: (i) $PI < 1$, DA bị loại bỏ; (ii) $PI \geq 1$, DA được chấp nhận.

e. Thời gian hoàn vốn PP (Pay-back Period)

Thời gian hoàn vốn là khoảng thời gian cần thiết để DA thu hồi được vốn đầu tư đã bỏ ra. Nguyên tắc lựa chọn DA: (i) Nếu thời gian hoàn vốn PP của DA < thời gian định mức thì DA được chọn; (ii) Nếu thời gian hoàn vốn PP của DA \geq thời gian định mức thì DA bị loại bỏ

1.2.4.6. Thẩm định rủi ro của dự án

Thẩm định rủi ro có thể dùng ba kỹ thuật cơ bản sau: (i) Phân tích độ nhạy; (ii) Phân tích tình huống (Scenarios); (iii) Phân tích mô phỏng Monte Carlo bằng phần mềm Crystal Ball.

1.2.5. Các nhân tố ảnh hưởng tới thẩm định tài chính dự án của doanh nghiệp

1.2.5.1. Nhóm nhân tố chủ quan

Các nhân tố chủ quan bao gồm: (i) Quy trình, nội dung và phương pháp thẩm định tài chính DA; (ii) Chất lượng thông tin cung cấp cho thẩm định tài chính DA; (iii) Trình độ, phẩm chất đạo đức của cán bộ thẩm định

tài chính DA; (iv) Tổ chức thẩm định tài chính DA; (v) Trang thiết bị, công nghệ phục vụ thẩm định tài chính DA.

1.2.5.2. Nhóm nhân tố khách quan

Nhân tố khách quan bao gồm: (i) Môi trường kinh tế ổn định sẽ giảm rủi ro của DA và ngược lại; (ii) Môi trường pháp lý như các cơ chế chính sách, tính đồng bộ của hệ thống văn bản pháp luật.

1.3. KINH NGHIỆM THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN CỦA MỘT SỐ DOANH NGHIỆP VÀ BÀI HỌC ĐỐI VỚI TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN NHÀ VÀ ĐÔ THỊ

1.3.1. Kinh nghiệm thẩm định tài chính dự án của một số doanh nghiệp

1.3.1.1. Kinh nghiệm của các doanh nghiệp nước ngoài

Khi thẩm định một DA cần chú trọng kế hoạch chuẩn bị vốn đầu tư; các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính DA phù hợp với mục tiêu doanh nghiệp trong từng giai đoạn; cần phải sử dụng phương pháp hiện đại để xác định tỷ suất chiết khấu đúng, đủ; nên áp dụng phương pháp mô phỏng trong thẩm định rủi ro.

1.3.1.2. Kinh nghiệm của một số doanh nghiệp Việt Nam

Kinh nghiệm của một số Tổng công ty của Việt Nam: (i) Cơ chế thẩm định DA là cơ chế kiểm soát tập trung thông qua Hội đồng thẩm định; (ii) Đặt ra giới hạn ngân sách vốn giúp tránh đầu tư dàn trải; (iii) Khi thẩm định dòng tiền vào của DA, tránh dự báo lạc quan, áp dụng nhiều phương pháp khác nhau để xác định dự báo doanh thu tin cậy; (iv) Tiến hành xây dựng bộ chi phí vốn chủ sở hữu cho từng lĩnh vực đầu tư làm cơ sở cho quá trình thẩm định các DA mới; (v) Nhân lực thẩm định tài chính phải có trình độ đại học trở lên; ưu tiên sử dụng dịch vụ tư vấn thẩm định chuyên nghiệp; (vi) Chú trọng chất lượng nguồn thông tin thẩm định; (vii) Xây dựng quy trình thẩm định khoa học.

1.3.2. Bài học kinh nghiệm đối với Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị

Bài học kinh nghiệm cho HUD: (i) Thẩm định dòng tiền phải tuân thủ nguyên tắc cẩn trọng; (ii) Thẩm định tỷ suất chiết khấu bằng cách xác định WACC, xác định chi phí vốn chủ sở hữu bằng các kỹ thuật tiên tiến; (iii) Thẩm định rủi ro phải được coi trọng, cần áp dụng các kỹ thuật hiện đại như phân tích mô phỏng Monte Carlo; (iv) Nhân lực thẩm định tài chính DA có kinh nghiệm, trình độ từ đại học trở lên, thành thạo công nghệ, luôn cập nhật các kỹ thuật mới trong lĩnh vực thẩm định tài chính; (v) Cơ sở vật chất cần được trang bị hiện đại nhằm đáp ứng các yêu cầu phân tích như máy tính và các phần mềm hỗ trợ.

Chương 2: THỰC TRẠNG THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN TẠI TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN NHÀ VÀ ĐÔ THỊ

2.1. KHÁI QUÁT VỀ TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN NHÀ VÀ ĐÔ THỊ

2.1.1. Lịch sử hình thành phát triển và cơ cấu tổ chức của HUD

Tổng Công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị tiền thân là Công ty Phát triển nhà và đô thị được thành lập vào 10/10/1989. Hơn 30 năm xây dựng và phát triển, hiện nay Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị là Công ty TNHH Một thành viên do Nhà nước sở hữu 100% vốn điều lệ, có tên giao dịch quốc tế là: HOUSING AND URBAN DEVELOPMENT CORPORATION, tên viết tắt là: HUD. Mô hình tổ chức của HUD là mô hình Công ty mẹ - công ty con.

2.1.2. Hoạt động kinh doanh của HUD

Bảng 2.1. Kết quả sản xuất kinh doanh của HUD giai đoạn 2011 – 2020

Đơn vị: Tỷ đồng

Năm	Giá trị SXKD	Giá trị đầu tư	Doanh thu	Lợi nhuận trước thuế	Nộp NSNN
2011	10.098	6.063	8.600	797	506
2012	8.359	4.071	5.006	281	591
2013	7.112	2.167	4.884	361	392
2014	8.258	2.737	7.758	411	780
2015	8.767	2.386	7.570	407	671
2016	8.885	3.066	7.732	532	624
2017	9.452	2.774	7.920	625	672
2018	9.985	3.482	7.870	652	698
2019	10.300	3.779	8.335	649	814
2020*	11055	4081	8650	685	1550

() Số liệu kế hoạch*

- Giai đoạn 2011-2015: Giá trị sản xuất kinh doanh, giá trị đầu tư, doanh thu và lợi nhuận có xu hướng giảm do đầu tư dàn trải, vượt xa năng lực quản trị doanh nghiệp và tài chính của công ty.
- Giai đoạn 2016 -2020: HUD đã tổ chức, sắp xếp lại những hoạt động kinh doanh. HUD tập trung chủ yếu vào lĩnh vực đầu tư kinh doanh bất động sản (BDS).

2.2. THỰC TRẠNG THÂM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN TẠI TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN NHÀ VÀ ĐÔ THỊ

2.2.1. Khái quát về các dự án đầu tư của HUD

- Giai đoạn 2011- 2015: Số lượng DA của công ty mẹ giảm mạnh; Năm 2015 số DA giảm chỉ còn 26 với giá trị đầu tư 1.128 tỷ đồng giảm 3 lần so với 2011. Tình hình cũng tương tự với các công ty con. Năm 2011 các công ty con thực hiện là 71 DA với giá trị đầu tư là 2.622 tỷ, đến 2015, số DA chỉ còn 47 với giá trị là 1.258 tỷ .

- Giai đoạn 2016-2020: Sự ổn định trong bộ máy tổ chức giúp hoạt động đầu tư DA của HUD cũng có những chuyển biến tích cực. Giá trị đầu

tư các DA đạt mức 3.000 - 4.000 tỷ đồng. HUD cũng thu hẹp phạm vi đầu tư để nâng cao chất lượng, hiệu quả của các DA. Các DA chỉ tập trung trong lĩnh vực BĐS với tỷ trọng từ 98% - 100%.

2.2.1.1. Tốc độ gia tăng số lượng các dự án

- Giai đoạn 2011- 2016: Số lượng DA của công ty mẹ giảm mạnh nhất là năm 2015, so với năm 2014 số lượng DA giảm từ 35 DA xuống còn 26 DA tương ứng với tỷ lệ giảm là (-25,7%). Đối với các công ty con số lượng DA giảm mạnh nhất là năm 2013 chỉ còn 43 DA so với 66 DA năm 2012 tương ứng với tỷ lệ giảm là (- 34,8%).

- Giai đoạn 2016 -2020, số lượng và giá trị đầu tư của DA tiếp tục giảm. Tuy nhiên việc giảm này là phù hợp vì đây là giai đoạn HUD thực hiện sắp xếp lại hoạt động đầu tư, giúp doanh nghiệp tập trung vào các DA đang triển khai với chất lượng và hiệu quả tốt hơn.

2.2.1.2. Tốc độ gia tăng quy mô của dự án

Năm 2016, HUD đã rút đầu tư khỏi các doanh nghiệp liên doanh, liên kết. HUD cũng giảm đầu tư tại các công ty con và tập trung phát triển cho các DA tại công ty mẹ. Vì vậy, đến năm 2018 quy mô đầu tư của công ty mẹ đã tăng 26,2% so với năm 2017. Năm 2020 mức tăng trưởng đã ổn định hơn đối với cả công ty mẹ và các công ty con với tỷ lệ dự kiến lần lượt là 7,1% và 5%.

2.2.2. Thực trạng thẩm định tài chính dự án tại Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị

2.2.2.1. Quy trình thẩm định tài chính dự án tại HUD

HUD không xây dựng quy trình thẩm định tài chính riêng mà ban hành quy trình thẩm định dự án chung trong đó chỉ rõ việc thẩm định tài chính giao cho của Ban Tài chính kế toán. Các bước thực hiện thẩm định tài chính của Ban Tài chính kế toán cũng khá tương đồng với quy trình thẩm định tài chính đã nêu tại mục 1.1.2.

2.2.2.2. Thực trạng phương pháp thẩm định tại HUD

Các cán bộ thẩm định tài chính sẽ xem xét tổng quát toàn bộ DA, sau đó tiến hành thẩm định chi tiết từng bảng tính của DA, so sánh các chỉ tiêu cụ thể với các quy định của Bộ xây dựng, Bộ tài chính. Không có trường hợp nào cán bộ thẩm định thực hiện thay đổi các thông số quan trọng, có ảnh hưởng lớn đến DA để tiến hành tính toán lại.

2.2.2.3. Thực trạng nội dung thẩm định tài chính dự án tại HUD

a. Thẩm định tổng vốn đầu tư

Thẩm định chi phí xây dựng, chi phí đầu tư thiết bị, chi phí khác. Kiểm tra tính hợp lý của cơ cấu vốn; phân nguồn vốn và khả năng đảm bảo nguồn vốn. Xác định: Nguồn trả nợ = Lợi nhuận gộp+ khấu hao.

b. Thẩm định các khoản thu và các khoản chi phí

- Các khoản thu bao gồm: (i) Doanh thu của các DA được HUD xác định dựa trên công suất và giá bán sản phẩm của DA theo tình hình thị trường tại thời điểm lập DA; (ii) Thanh lý TSCĐ chỉ tính giá trị thu hồi ròng của những TSCĐ đã khấu hao hết, không tính đến giá trị còn lại của TSCĐ chưa khấu hao hết.

- Thẩm định các khoản chi phí của DA: Chi phí hoạt động được kiểm tra đối chiếu với các văn bản hướng dẫn; Thuế phải nộp và khấu hao thực hiện đối chiếu với các quy định hiện hành; Chi phí lãi vay được thẩm định trên bảng trả nợ về thời gian vay, tổng trả hàng năm.

c. Thẩm định dòng tiền

- Dòng tiền được thẩm định trong các dự án điển hình của HUD trên quan điểm tổng đầu tư tính toán như sau:

Dòng tiền thuần hàng năm của DA = - Vốn đầu tư ban đầu + LNST hàng năm + Khấu hao TSCĐ+ Lãi vay vốn đầu tư

Các chi phí đầu tư mới (đầu tư thay thế những TSCĐ) được tính vào tổng chi phí khấu trừ thuế hàng năm trong khi vẫn trích khấu hao.

Dòng tiền của một số dự án xác định theo quan điểm chủ sở hữu được xác định bằng phương pháp trực tiếp như sau:

Dòng tiền vào = Doanh thu + Thuế VAT đầu vào được khấu trừ + Vốn vay

Dòng tiền ra = Chi phí đầu tư ban đầu + chi phí vận hành + Thuế TNDN + Thuế VAT đầu ra + Trả gốc và lãi vốn vay

Dòng tiền thuần của DA = Dòng tiền vào – Dòng tiền ra

d. Thẩm định tỷ suất chiết khấu: Tất cả các DA của HUD đều sử dụng lãi suất vay nợ ngân hàng của DA làm tỷ suất chiết khấu.

e. Thẩm định chỉ tiêu hiệu quả tài chính: 3 chỉ tiêu NPV, IRR, PP được sử dụng ở mức độ rất thường xuyên là 100%; chỉ tiêu PI và B/C được 100% các cán bộ thẩm định thừa nhận chỉ thỉnh thoảng mới dùng.

f. Thẩm định rủi ro của dự án: Số liệu khảo sát của tác giả cho thấy tại HUD, 30 % không thực hiện phân tích rủi ro. Trong 70% cán bộ có thực hiện phân tích rủi ro tỷ lệ sử dụng phân tích độ nhạy và phân tích tình huống là ngang nhau cùng chiếm 50%, không có phân tích mô phỏng.

2.2.2.4. Tác động của kết quả thẩm định tới hiệu quả của các dự án thực hiện

a. Tỷ lệ các dự án thực hiện thiếu hiệu quả sau thẩm định

Theo số liệu tác giả tổng hợp được: (i) giai đoạn 2010 – 2012 tỷ lệ dự án đình trệ không bàn giao được quỹ đất và quỹ nhà ở chiếm 17%; giai đoạn 2013 – 2015, tỷ lệ dự án không xây dựng và bàn giao hạ tầng kỹ thuật cho địa phương là 38,24%; giai đoạn 2015- 2018, tỷ lệ dự án thiếu hiệu quả là 27,9%. HĐTV đã có nghị quyết tạm dừng 20 dự án, trong đó bàn giao trả lại địa phương 13 dự án. HUD cũng giãn tiến độ, phân kỳ đầu tư và hoãn tiến độ triển khai 12 dự án.

b. Tỷ lệ hàng tồn kho của các dự án BĐS thực hiện so với tổng tài sản

Các dự án hoạt động thiếu hiệu quả dẫn đến tỷ lệ hàng tồn kho luôn ở mức cao từ 54, 79% - 56,14% trong giai đoạn 2011 – 2016; cao nhất là 68,34% năm 2017, giảm thấp nhất là 50,69% năm 2019 và quay lại mức cao 58,7% trong 6 tháng đầu năm 2020.

2.2.3. Minh họa thẩm định tài chính dự án tại Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị qua dự án HUD TOWER

Kết quả tài chính sau thẩm định dự án: NPV = 513.383.818.798 đ; IRR= 19,15%, thời gian hoàn vốn 8,73 năm.

2.3. ĐÁNH GIÁ THỰC TRẠNG THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN TẠI TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN NHÀ VÀ ĐÔ THỊ

2.3.1. Những kết quả đạt được

Tổng công ty đã xây dựng bộ quy trình thẩm định, có phân công, phân nhiệm rõ ràng ; Kỹ thuật thẩm định tài chính: có chú ý tới yếu tố lạm phát, tính toán suất đầu tư có xem xét đến các DA tương tự khác; Các DA được điều chỉnh phù hợp với thực tế và nội dung điều chỉnh được tham vấn của nhiều phòng ban liên quan; (vi) Quá trình thẩm định tài chính DA luôn tuân thủ những quy định pháp luật.

2.3.2. Hạn chế và nguyên nhân

2.3.2.1. Hạn chế

Thẩm định tài chính dự án tại HUD chưa đáp ứng được yêu cầu vì còn có những hạn chế sau: (i) Báo cáo thẩm định tài chính dự án thiếu độ chính xác; (ii) Kết quả thẩm định tài chính dự án chưa được coi là căn cứ tin cậy để ra quyết định đầu tư.

2.3.2.2. Nguyên nhân

Các nguyên nhân chủ quan bao gồm: Quy trình thẩm định tài chính chưa được cụ thể hóa bằng một văn bản trong HUD; Phương pháp thẩm định tài chính còn đơn giản; Nội dung thẩm định tài chính còn sơ sài; Chất lượng của cán bộ thẩm định tài chính chưa cao, chưa đồng đều; Các phương tiện hiện đại hỗ trợ cho công tác thẩm định tài chính DA chưa được đầu tư đúng mức; Việc theo dõi, phân tích, quản lý các thông tin về vận hành các DA đang thực hiện chưa được chú trọng; Lãnh đạo của HUD chưa quan tâm đến hoàn thiện thẩm định tài chính DA.

Nguyên nhân khách quan như: Các chính sách pháp luật về đền bù, giải phóng mặt bằng chưa phù hợp làm cho các DA bị chậm tiến độ dẫn đến

giảm hiệu quả tài chính; Nền kinh tế có những giai đoạn đóng băng thị trường BĐS, nhà ở, nhà cho thuê mà người thẩm định không thể lường hết được đặc biệt đối với những DA có thời gian dài; Nhà nước thiếu các cơ quan nghiên cứu, xây dựng hệ thống thông tin dự báo thị trường đáng tin cậy hỗ trợ các doanh nghiệp.

Chương 3: GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN TẠI TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN NHÀ VÀ ĐÔ THỊ

3.1. ĐỊNH HƯỚNG HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ CỦA TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN NHÀ VÀ ĐÔ

3.1.1. Định hướng phát triển của Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị

Mục tiêu tăng trưởng của Tổng công ty: (i) Giá trị sản xuất kinh doanh hàng năm tăng từ 5% - 7%; (ii) Giá trị doanh thu tăng bình quân hàng năm từ 5% - 6%; (iii) Lợi nhuận trước thuế tăng bình quân hàng năm 6%; (iv) Nộp ngân sách nhà nước đạt tỷ lệ 7% - 8% doanh thu hàng năm; (v) Tổng giá trị đầu tư hàng năm đạt 30% - 35% doanh thu.

3.1.2. Định hướng hoạt động đầu tư của Tổng công ty

Tổng công ty Đầu tư phát triển nhà và đô thị đã đưa ra kế hoạch đầu tư từ năm 2021 đến 2025 lần lượt như sau: 4.306 tỷ; 4.564 tỷ; 4.861 tỷ; 5.133 tỷ và 5.415 tỷ.

3.2. GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN TẠI TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN NHÀ VÀ ĐÔ THỊ

3.2.1. Nguyên tắc hoàn thiện thẩm định tài chính dự án

Các giải pháp hoàn thiện thẩm định tài chính dự án phải đảm bảo nguyên tắc: (i) tuân thủ quy định của pháp luật và phù hợp với định hướng phát triển của HUD; (ii) tôn trọng tính độc lập, khách quan, khoa học, logic để có kết quả chính xác nhất; (iii) phù hợp với thực tiễn đơn vị nhưng phải

đáp ứng yêu cầu phát triển, ứng dụng công nghệ thông tin; (iv) thực hiện toàn diện về cả quy trình, phương pháp, nội dung...

3.2.2. Các giải pháp đề xuất

3.2.2.1. Hoàn thiện việc thu thập và quản lý thông tin thẩm định

Thành lập bộ phận chuyên trách thu thập thông tin theo yêu cầu, quản lý thông tin theo nội dung, lưu trữ các thông tin của các DA đã thực hiện nhằm mục đích phục vụ tốt nhất cho công tác thẩm định tài chính DA.

3.2.2.2. Hoàn thiện nội dung thẩm định tài chính

a. Hoàn thiện việc thẩm định tổng mức đầu tư và cơ cấu vốn của DA

HUD cần xác định một tỷ lệ nợ vay hợp lý trong tổng đầu tư; Tìm phương thức huy động vốn chủ động như vay nợ bằng trái phiếu.; Ước tính nguồn vốn chính xác và chuẩn bị đầy đủ cho DA; Kiểm tra an toàn tài chính của vốn đầu tư đặc biệt là khả năng trả nợ của DA.

Tính đúng: Nguồn trả nợ = LNST + Khấu hao + Lãi vay

Xác định phương án trả nợ đảm bảo nguyên tắc:

Tổng trả nợ tại năm $t \leq$ dòng tiền thuần dự án tạo ra trong năm t

b. Hoàn thiện thẩm định các khoản thu, các khoản chi của dự án

- Hoàn thiện thẩm định các khoản thu

➤ Hoàn thiện thẩm định doanh thu: (i) Xác định mức giá của DA bằng cách lấy mức giá trung bình theo số liệu thống kê của sản phẩm tương tự trên thị trường để dự báo; (ii) Công suất khai thác của DA có thể dựa vào dữ liệu trung bình do các doanh nghiệp nghiên cứu thị trường BĐS có uy tín cung cấp; (iii) Tính chỉ số lạm phát trung bình trong một khoảng thời gian hoặc lấy số liệu dự báo của các chuyên gia làm cơ sở tính hệ số trượt giá; (iv) Phải thẩm định tính toán doanh thu của DA với dự kiến về diện tích và đơn giá trên m^2 đúng, đủ và hợp lý; (v) Lưu ý chính sách thanh toán của DA cho từng đợt bán hàng, dự kiến khách hàng thanh toán đúng hạn mới cho thấy dòng vào thực tế của DA. Không được tính giá trị còn lại chưa khấu hao hết của TSCĐ vào doanh thu để khấu trừ thuế dẫn đến xác định LNST sai.

➤ Khi thẩm định khoản thu ròng từ thanh lý TSCĐ nên giả định giá trị của TSCĐ khi hết sử dụng bằng 0, như vậy không cần quan tâm đến giá trị ròng của thanh lý TSCĐ; Đối với TSCĐ chưa khấu hao hết nên giả định giá trị thanh lý bằng giá trị còn lại.

Hoàn thiện thẩm định các khoản chi: HUD phải bố trí cán bộ có nhiều kinh nghiệm trong tính toán các chi phí giải phóng mặt bằng; Tính toán đầy đủ các chi phí xây dựng, chi phí bán hàng và các chi phí khác liên quan; Lưu ý chi phí thuế quyền sử dụng đất và tỷ lệ tăng chi phí hợp lý.

c. Hoàn thiện thẩm định dòng tiền

HUD nên xem xét thẩm định dòng tiền theo 2 quan điểm tổng đầu tư và chủ sở hữu sẽ giúp nhà quản trị doanh nghiệp ra quyết định chính xác hơn. Khi thẩm định dòng tiền theo quan điểm tổng đầu tư, cán bộ thẩm định tài chính ngoài việc sử dụng phương pháp xác định dòng tiền tự do (FCFF) như đã trình bày ở chương 1, tác giả đề xuất áp dụng phương pháp sau cho phù hợp với thực tiễn và dễ hiểu khi trình bày với các ngân hàng để xin vay vốn: *Dòng tiền thuần của DA = LNST + Khấu hao TSCĐ + Lãi vay – Đầu tư mới tăng thêm (nếu có) +(-) Thay đổi VLD thường xuyên + Thu thuần từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ (*)*

d. Hoàn thiện thẩm định tỷ suất chiết khấu : Nếu xác định dòng tiền tổng đầu tư theo phương pháp xác định FCFF thì phải tính chi phí vốn trung bình WACC có lá chắn thuế; nếu xác định theo công thức (*) như đề xuất ở phần (c) nêu trên thì sử dụng WACC không có lá chắn thuế; Khi thẩm định dòng tiền theo quan điểm chủ sở hữu: nếu cơ cấu vốn của DA giống như cơ cấu vốn của doanh nghiệp thì tỷ suất chiết khấu là chi phí vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp; nếu cơ cấu vốn của DA khác cơ cấu vốn của doanh nghiệp thì tỷ suất chiết khấu là chi phí vốn chủ sở hữu có điều chỉnh.

e. Hoàn thiện thẩm định chỉ tiêu hiệu quả tài chính: Nên yêu cầu tất cả dự án đều phải sử dụng 4 chỉ tiêu tính toán thông dụng hiện nay trên thế giới đó là NPV, IRR, PP và PI.

f. Hoàn thiện thẩm định rủi ro: Đề xuất sử dụng phương pháp phân tích mô phỏng bằng sử dụng phần mềm Crystal Ball để đánh giá rủi ro và đưa ra báo cáo cho nhà quản trị của công ty.

3.2.2.3. Hoàn thiện quy trình thẩm định tài chính

Tổng công ty cần có phân định rõ trách nhiệm của bộ phận thẩm định tài chính để kết quả thẩm định tốt hơn; Quy trình thẩm định tài chính phải do các chuyên viên phụ trách. Các cán bộ thẩm định tài chính phải được đánh giá độc lập và có thể đưa ra các giả định mới.

3.2.2.4. Hoàn thiện phương pháp thẩm định tài chính

HUD cần sử dụng thêm phương pháp thẩm định hiện đại như thẩm định rủi ro để đánh giá mức độ ảnh hưởng của các thông số dễ biến động với chỉ tiêu so sánh NPV và IRR, giúp cho việc ra quyết định có cơ sở tin cậy hơn.

3.2.2.5. Hoàn thiện về công tác tổ chức thẩm định

Các DA có thuê tư vấn, cần phải cử những cán bộ có kinh nghiệm, có năng lực hỗ trợ cho tư vấn để việc đánh giá được chính xác; Các DA do HUD tự thẩm định tài chính cần lựa chọn các cán bộ có năng lực; kinh nghiệm để thực hiện.

3.2.3. Vận dụng các giải pháp hoàn thiện thẩm định tài chính dự án tại HUD tái thẩm định dự án HUD TOWER

NCS đã tính toán lại thông số của dự án như giá cho thuê nhà, khu thương mại, lãi suất chiết khấu, tỷ lệ cho thuê, các chi phí hoạt động... và tái thẩm định dự án Hud Tower cho kết quả: (i) Quan điểm tổng đầu tư NPV = 100.509.915.249 đ, IRR=17,7%, xác suất thành công = 57,2%; (ii) Quan điểm chủ sở hữu NPV = 100.533.754.264 đ, IRR= 18,6%, xác suất thành công = 60,89%.

3.3. CÁC KIẾN NGHỊ NHẪM THỰC HIỆN GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN THẨM ĐỊNH TÀI CHÍNH DỰ ÁN TẠI TỔNG CÔNG TY ĐẦU TƯ PHÁT TRIỂN NHÀ VÀ ĐÔ THỊ

3.3.1. Kiến nghị với Quốc hội

3.3.1.1. Cần phải có sự rà soát, sửa đổi và thống nhất giữa các văn bản pháp luật

- Thống nhất giữa Luật Đầu tư và Luật Đất đai về: thẩm quyền cho phép chuyển đổi mục đích sử dụng đất; thủ tục giao đất, cho thuê đất; thời điểm, thời gian xác định nhu cầu sử dụng đất, cơ quan tiếp nhận hồ sơ.
- Thống nhất giữa Luật Đầu tư và luật Bảo vệ môi trường về đánh giá tác động môi trường khi thực hiện dự án.

3.3.1.2. Cần nói lỏng các quy định về sở hữu nhà tại Việt Nam đối với người nước ngoài

Cần nói lỏng và có hướng dẫn cụ thể về: sở hữu, chuyển nhượng và chuyển tiền sau khi kết thúc giao dịch.

3.3.2. Kiến nghị với Chính phủ

3.3.2.1. Chính phủ cần nghiên cứu đưa ra các chính sách phù hợp hơn thúc đẩy và giúp doanh nghiệp nâng cao năng lực vốn để phát triển

Các chính sách cần nghiên cứu: điều chỉnh thời hạn nộp thuế sử dụng đất của dự án; cung cấp vốn trung và dài hạn cho thị trường BĐS; thành lập quỹ tín thác đầu tư BĐS; điều chỉnh tỷ lệ giữa căn hộ có diện tích lớn và nhỏ.

3.3.2.2. Cần nhanh chóng cơ cấu lại thị trường bất động sản

Tập trung phân khúc căn hộ nhỏ, nhà ở cho người thu nhập thấp.

3.3.2.3. Chính phủ cần sớm cho phép chứng khoán hóa bất động sản

Niêm yết theo dự án và phát hành chứng chỉ BĐS cho phép chuyển nhượng tự do.

KẾT LUẬN

Trên cơ sở hệ thống hóa lý luận và nghiên cứu thực tiễn, luận án đã giải quyết được những vấn đề sau:

Thứ nhất, luận án đã tổng hợp và phân tích những nội dung cơ bản về thẩm định tài chính DA. Những lý luận này là cơ sở để thực hiện thẩm định những dự án cụ thể.

Thứ hai, luận án đã phân tích thực trạng thẩm định tài chính dự án tại Tổng công ty HUD. Từ đó rút ra được những điểm hạn chế và nguyên nhân dẫn đến những hạn chế trong công tác thẩm định tài chính dự án của doanh nghiệp.

Thứ ba, luận án đã đưa ra những giải pháp cũng như những kiến nghị nhằm hoàn thiện công tác thẩm định tài chính dự án tại đơn vị, hạn chế những rủi ro có thể phát sinh trong quá trình thực hiện dự án, giúp nâng cao hiệu quả đầu tư.

Thứ tư, luận án đã sử dụng phần mềm Crytal Ball để thẩm định rủi ro trong điều kiện nhiều thông số quan trọng của dự án cùng thay đổi. Đây là một bước thẩm định nổi trội hơn hẳn so với phân tích độ nhạy hoặc phân tích tình huống.

Tuy nhiên, luận án của tác giả còn những hạn chế sau:

Một là, việc tiếp cận các số liệu là rất khó khăn, hạn chế. Các đối tượng được khảo sát chưa thể hiện rõ quan điểm của mình trong câu trả lời. Vì vậy, tính khái quát của luận án có thể bị ảnh hưởng.

Hai là, các số liệu thống kê phân tích rủi ro thu thập từ nhiều nguồn, vì vậy có thể ảnh hưởng đến kết quả lựa chọn dạng phân phối xác suất của dữ liệu.

**DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU CỦA TÁC GIẢ
LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI ĐÃ ĐƯỢC CÔNG BỐ**

1. Lê Thị Bích Nga (2019), “Phân tích rủi ro bằng phương pháp mô phỏng trong thẩm định tài chính dự án đầu tư” , *Tạp chí Kinh tế và dự báo*, số 6, 2/2019, trang 56 - 58.
2. Lê Thị Bích Nga (2019), “Xác định tỷ suất chiết khấu trong các dự án đầu tư”, *Tạp chí Kinh tế Châu Á - Thái Bình dương*, số Chuyên đề tháng 1/2019, trang 69 -71.