

NGUYỄN XUÂN THÀNH

*Nghiên cứu Tình huống***DỰ ÁN BOT CAI LẬY (III): PHÂN TÍCH PHÂN PHỐI**

Kết quả thẩm định tài chính và kinh tế là cơ sở để tính toán tác động của các bên liên quan, cụ thể là dùng phân tích phân phối để lượng hóa tác động của dự án tới các nhóm khác nhau bên cạnh chủ đầu tư dự án.

CHI PHÍ VỐN

Trong mô hình tài chính, Dự án BOT Cai Lậy được thu tiền vé BOT trong 7 năm từ 2016 đến 2022. Giá vé BOT được giữ nguyên như đề xuất ban đầu. Tuy nhiên, tốc độ tăng lưu lượng xe được điều chỉnh lên cho phù hợp với tốc độ tăng trưởng kinh tế của vùng Đông và Tây Nam bộ. Tiền vé BOT thu từ các loại phương tiện đi qua trạm BOT là lợi ích tài chính chính yếu của Dự án, thể hiện bằng ngân lưu vào tính theo giá tài chính là doanh thu tiền vé BOT (không bao gồm thuế GTGT).

Cũng về tài chính, Dự án có 5 hạng mục ngân lưu ra bao gồm:

- (i) Chi phí vận hành thu phí đường (tính theo tỷ lệ 3% doanh thu có thuế GTGT);
- (ii) Chi phí duy tu mặt đường căn cứ vào chi phí xây dựng mặt đường ban đầu (405,3 tỷ VND) và tỷ lệ chi phí thông thường hàng năm bằng 0,55%, tăng lên thành 5,1% 4 năm 1 lần và 42% 12 năm 1 lần;
- (iii) Chi phí duy tu mặt cầu căn cứ vào chi phí xây dựng mặt cầu ban đầu (38,4 tỷ VND) và tỷ lệ chi phí thông thường hàng năm bằng 0,1%, tăng lên thành 1% 5 năm 1 lần và 2% 15 năm 1 lần;
- (iv) Thuế thu nhập doanh nghiệp;
Các ngân lưu (i)-(iv) được tính từ năm 2016 (năm bắt đầu vận hành) đến năm 2022 (năm kết thúc Hợp đồng BOT);
- (v) Chi phí đầu tư ban đầu trong năm 2014 và 2015.

Trong mô hình tài chính, các ngân lưu được tính theo giá danh nghĩa sau khi điều chỉnh cho lạm phát các năm. Để so sánh với ngân lưu kinh tế, ngân lưu tài chính được khử lạm phát để tính theo giá thực như trình bày trong Bảng 1. Ngân lưu ròng dự án là ngân lưu tự do tính với giả định dự án không vay nợ nên không khấu trừ lãi vay khi tính thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN). Bảng 2 trình bày ngân lưu tài chính chiết khấu theo chi phí vốn tài chính là WACC sau thuế. NPV tài chính dự án là 162,1 tỷ VND.

Tình huống này do Nguyễn Xuân Thành – giảng viên chính sách công tại Trường Chính sách Công và Quản lý Fulbright (FSPPM) soạn.

Các nghiên cứu tình huống của FSPPM được sử dụng làm tài liệu cho thảo luận trên lớp học, chứ không phải là để ủng hộ, phê bình hay dùng làm nguồn số liệu cho một tình huống chính sách cụ thể.

Bảng 1: Ngân lưu tài chính theo giá thực, triệu VND

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Doanh thu không kể VAT	0	0	320.576	323.319	326.979	380.283	385.642	154.271	177.913
Chi phí vận hành thu phí	0	0	10.579	10.670	10.790	12.549	12.726	5.091	5.871
Chi phí duy tu đường	0	0	2.229	2.229	2.229	20.669	2.229	2.229	2.229
Chi phí duy tu cầu	0	0	38	38	38	38	384	38	38
Thuế TNDN	0	0	53.182	54.186	55.341	62.383	67.436	23.133	28.059
Chi phí đầu tư	607.480	652.754	0	0	0	0	0	0	0
Ngân lưu ròng	-607.480	-652.754	254.547	256.196	258.581	284.644	302.867	123.780	141.716

Bảng 2: Ngân lưu tài chính chiết khấu theo WACC sau thuế, triệu VND

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Doanh thu không kể VAT	0	0	290.756	284.442	279.028	314.775	309.630	120.145	135.241
Chi phí vận hành thu phí	0	0	9.595	9.387	9.208	10.388	10.218	3.965	4.463
Chi phí duy tu đường	0	0	2.022	1.961	1.902	17.108	1.790	1.736	1.694
Chi phí duy tu cầu	0	0	35	34	33	32	308	30	29
Thuế TNDN	0	0	48.235	47.671	47.225	51.637	54.144	18.016	21.329
Chi phí đầu tư	587.419	610.354	0	0	0	0	0	0	0
Ngân lưu ròng	-587.419	-610.354	230.869	225.390	220.660	235.611	243.170	96.399	107.725

Bảng 3: Giá trị hiện tại (PV), triệu VND

	PV ngân lưu tài chính chiết khấu @ WACC	PV ngân lưu tài chính chiết khấu @ ECOC	Chênh lệch
Doanh thu không kể VAT	1.734.016	1.351.679	-382.337
Chi phí vận hành thu phí	57.223	44.605	-12.617
Chi phí duy tu đường	28.213	21.569	-6.643
Chi phí duy tu cầu	500	373	-127
Thuế TNDN	288.256	224.905	-63.352
Chi phí đầu tư	1.197.773	1.122.113	-75.660
Ngân lưu ròng	162.052	-61.885	-223.938

Ở bước so sánh đầu tiên với ngân lưu kinh tế, ta chiết khấu ngân lưu tài chính với suất chiết khấu là chi phí vốn kinh tế (ECOC = 8%). Các giá trị này được thể hiện trong Bảng 3. Chênh lệch hai giá trị PV của ngân lưu ròng là -233,9 tỷ VND.

Giá trị chênh lệch giữa ngân lưu tài chính chiết khấu theo WACC và ngân lưu tài chính chiết khấu theo ECOC hoàn toàn là do sự khác biệt giữa hai chi phí vốn này. WACC bình quân theo giá danh nghĩa trong 7 năm thu phí là 9,32%; còn theo giá thực là 3,13%.

Như vậy, dự án được lợi từ chi phí huy động vốn, có nghĩa là chi phí vốn tài chính theo giá thực chỉ là 3,13%, trong khi chi phí vốn kinh tế là 8%. Nói cách khác, vốn đầu tư cho dự án nếu sử dụng cho mục đích khác có suất sinh lợi là 8%, nhưng đối với Dự án chỉ có chi phí 3,13%. Vậy, khoản chênh lệch giá trị 223,9 tỷ VND được coi là thiệt hại của các hoạt động kinh tế khác mà lẽ ra có thể sử dụng được vốn nếu không làm BOT Cai Lậy.

Sau khi bóc tách chênh lệch giữa ngân lưu tài chính và ngân lưu kinh tế do khác biệt về chi phí vốn tài chính và kinh tế, các phần sau sẽ phân tích ngân lưu tài chính và ngân lưu kinh tế nhưng cả hai loại ngân lưu này sẽ cùng được chiết khấu bởi chi phí vốn kinh tế (ECOC).

LỢI ÍCH KINH TẾ TỪ TIẾT KIỆM CHI PHÍ VẬN HÀNH XE VÀ TIẾT KIỆM THỜI GIAN

Xét về mặt kinh tế, doanh thu tiền vé BOT là khoản chuyển giao giữa Dự án và xe qua trạm và do vậy, không được tính thành ngân lưu kinh tế.

Như đã trình bày trong NCTH phần II – phân tích kinh tế, lợi ích kinh tế của Dự án bao gồm lợi ích tiết kiệm chi phí vận hành xe (VOC) và lợi ích tiết kiệm thời gian tính riêng cho từng loại phương tiện. Bảng 4 trình bày ngân lưu lợi ích kinh tế của từng loại phương tiện trong 20 năm từ năm 2016 đến năm 2035. Năm 2035 là năm cuối của phân tích. Ngân lưu từ năm 2035 trở đi là không đổi với giả định lưu lượng xe sẽ không tăng/không giảm từ năm 2036 đến mãi mãi về sau. Vậy, toàn bộ giá trị ngân lưu từ 2036 trở đi có thể được quy về năm 2035 với giá trị cuối TV = $CF_{2035}/ECOC$. Cột PV trong Bảng 4 tính giá trị hiện tại của lợi ích kinh tế đối với từng loại phương tiện quy về năm 2013 (năm 0). Tổng giá trị lợi ích kinh tế của Dự án quy về hiện tại là 1.372,2 tỷ VND.

Bảng 4: Ngân lưu lợi ích kinh tế theo giá thực, triệu VND

	PV @ ECOC	2016	2020	2021	2022	2025	2030	2035	TV
Xe máy	249.467	16.295	34.030	14.989	15.934	19.139	24.895	28.167	352.084
Xe con, xe taxi	302.949	58.793	107.879	2.685	2.854	3.428	4.459	5.046	63.069
Xe khách nhỏ	158.309	26.358	47.949	3.264	3.470	4.168	5.421	6.133	76.669
Xe khách lớn	399.306	70.739	138.129	5.301	5.635	6.768	8.804	9.961	124.514
Xe tải nhỏ	85.459	10.775	16.822	3.533	3.755	4.510	5.867	6.638	82.977
Xe tải trung	106.346	13.183	20.095	4.542	4.828	5.799	7.544	8.535	106.687
Xe tải nặng < 3trục	108.081	12.954	19.049	4.869	5.176	6.217	8.087	9.150	114.373
Xe tải nặng >= 3trục	63.246	7.733	11.346	2.795	2.971	3.569	4.642	5.252	65.649
Cộng	1.473.163	216.830	395.299	32.984	35.062	42.115	54.783	61.982	986.020

Trong thời gian Hợp đồng BOT có hiệu lực, các phương tiện phải mua vé BOT (7 năm từ 2014 đến 2022). Cột thứ 2 của Bảng 5 trình bày giá trị hiện tại của tiền vé BOT đối với từng loại phương tiện với suất chiết khấu là ECOC. Cột 3 trình bày lại giá trị hiện tại của lợi ích kinh tế đối với từng loại phương tiện.

Bảng 5: Giá trị hiện tại của ngân lưu tài chính của tiền vé BOT và ngân lưu lợi ích kinh tế, chiết khấu theo ECOC, triệu VND

	PV tài chính @ ECOC	PV kinh tế @ECOC	Chênh lệch
Xe máy	0	249.467	249.467
Xe con, xe taxi	265.081	302.949	37.868
Xe khách nhỏ	160.463	158.309	-2.154
Xe khách lớn	227.708	399.306	171.598
Xe tải nhỏ	145.712	85.459	-60.253
Xe tải trung	189.330	106.346	-82.984
Xe tải nặng < 3trục	202.371	108.081	-94.290
Xe tải nặng >= 3trục	161.014	63.246	-97.768
Cộng	1.351.679	1.473.163	121.483

Chênh lệch từng dòng giá trị giữa Cột 2 và 3 ở Bảng 5 chính là lợi ích kinh tế ròng mà mỗi loại phương tiện có được từ Dự án. Cộng tất cả các loại phương tiện thì lợi ích ròng là 121,5 tỷ VND. Tuy nhiên, chỉ có nhóm xe máy (không phải trả phí), xe khách lớn (nhiều hành khách nên giá vé BOT trên một hành khách là thấp) và xe con (giá trị tiết kiệm thời gian là lớn vì hành khách có thu nhập cao) là có lợi. Các

nhóm xe khách nhỏ và xe tải bị thiệt. Điều này giải thích tại sao đây là những nhóm đứng ra phản đối việc thu tiền vé BOT của Dự án BOT Cai Lậy.

CHÊNH LỆCH NGÂN LƯU TÀI CHÍNH CỦA CÁC HẠNG MỤC CHI PHÍ ĐẦU TƯ, CHI PHÍ DUY TU VÀ THUẾ TNDN

Bảng 6 trình bày giá trị hiện tại tài chính và kinh tế (cùng chiết khấu bởi ECOC) của các hạng mục ngân lưu ra bao gồm chi phí vận hành thu tiền vé BOT, chi phí duy tu mặt đường, chi phí duy tu mặt cầu, thuế TNDN và chi phí đầu tư ban đầu.

Bảng 6: Giá trị hiện tại tài chính và kinh tế của các hạng mục ngân lưu ra, chiết khấu theo ECOC, triệu VND

	PV tài chính @ ECOC	PV kinh tế @ ECOC	Chênh lệch
Chi phí vận hành thu tiền vé BOT	44.605	44.605	0
Chi phí duy tu đường	21.569	143.060	121.490
Chi phí duy tu cầu	373	1.122	749
Thuế TNDN	224.905	0	-224.905
Chi phí đầu tư	1.122.113	1.165.160	43.047

Như trong mô hình kinh tế, chi phí vận hành thu tiền vé BOT (tính theo 3% doanh thu) không có khác biệt giữa giá trị tài chính và giá trị kinh tế.

Thuế TNDN là một hạng mục ngân lưu ra trong mô hình tài chính, nhưng không có trong mô hình kinh tế vì là khoản chuyển giao giữa dự án và ngân sách nhà nước. Vậy, khoản chênh lệch 224,9 tỷ VND chính là giá trị thuế TNDN mà ngân sách nhà nước có được từ Dự án.

Khác biệt giữa giá trị tài chính và kinh tế của các chi phí duy tu là do hai nguyên nhân: (i) khác biệt giữa lương kinh tế và tài chính của lao động không kỹ năng thực hiện hoạt động duy tu; và (ii) về mặt tài chính dự án chỉ chịu chi phí duy tu cho đến năm 2022 (năm kết thúc Hợp đồng BOT), còn từ 2023 trở đi khi Dự án được chuyển cho Nhà nước vận hành thì ngân sách nhà nước sẽ được sử dụng để trang trải cho các chi phí duy tu.

Theo mô hình kinh tế, chi phí lương lao động không kỹ năng chiếm 20% chi phí duy tu hàng năm. Lương lao động kinh tế có giá trị bằng 70% lương tài chính (SWRF = 0,7). Bảng 7 trình bày ngân lưu tài chính và kinh tế của chi phí lương lao động không kỹ năng duy tu đường. Giá trị hiện tại ngân lưu lương tài chính lao động không kỹ năng duy tu đường là 39,4 tỷ VND. Giá trị hiện tại ngân lưu lương kinh tế lao động không kỹ năng duy tu đường là 21,3 tỷ VND. Khoản chênh lệch 9,1 tỷ VND là lợi ích kinh tế ròng mà lao động không kỹ năng nhận được (giá tiền lương tăng thêm khi họ chuyển từ công việc cũ sang làm việc duy tu đường cho Dự án). Tương tự, Bảng 8 trình bày ngân lưu tài chính và kinh tế của chi phí lương lao động không kỹ năng duy tu cầu. Giá trị hiện tại ngân lưu lương tài chính lao động không kỹ năng duy tu cầu là 239 triệu VND. Giá trị hiện tại ngân lưu lương kinh tế lao động không kỹ năng duy tu cầu là 167 triệu VND. Khoản chênh lệch 72 triệu VND là lợi ích kinh tế ròng mà lao động không kỹ năng nhận được (giá tiền lương tăng thêm khi họ chuyển từ công việc cũ sang làm việc duy tu cầu cho Dự án).

Bảng 7: Ngân lưu lương tài chính và kinh tế của lao động không kỹ năng duy tu đường, triệu VND

	PV @ ECOC	2016	2019	2022	2023	2025	2027	2030	2035	TV
Chi phí lương tài chính LĐ không kỹ năng duy tu đường	30.438	446	4,134	446	4,134	446	34,042	446	4,134	52.267
Chi phí lương kinh tế LĐ không kỹ năng duy tu đường	21.307	312	2,894	312	2,894	312	23,830	312	2,894	36.587

Bảng 8: Ngân lưu lương tài chính và kinh tế của lao động không kỹ năng duy tu cầu, , triệu VND

	PV @ ECOC	2016	2020	2022	2023	2025	2027	2030	2035	TV
Chi phí lương tài chính LĐ không kỹ năng duy tu cầu	239	8	77	8	8	77	8	154	77	295
Chi phí lương kinh tế LĐ không kỹ năng duy tu cầu	167	5	54	5	5	54	5	107	54	207

Bảng 9 trình bày ngân lưu kinh tế chi phí duy tu đường và cầu từ năm 2023 trở đi do ngân sách nhà nước chi trả. Quy về giá trị hiện tại năm 2013, ngân sách nhà nước sẽ phải tốn 130,6 tỷ VND chi phí duy tu đường và 821 triệu VND chi phí duy tu cầu.

Bảng 9: Ngân lưu kinh tế chi phí duy tu đường và cầu từ năm 2023 trở đi, triệu VND

	PV @ ECOC	2023	2025	2030	2035	TV
Chi phí duy tu đường	130.622	20.669	2.229	2.229	20.669	261.334
Chi phí duy tu cầu	821	38	384	768	384	1.475

Sau cùng, khác biệt giữa giá trị tài chính và kinh tế của chi phí đầu tư ban đầu (năm 2014 và 2015) là do ba nguyên nhân: (i) khác biệt giữa lương kinh tế và tài chính của lao động không kỹ năng trong chi phí xây dựng; (ii) khác biệt chi phí tài chính và kinh tế đối với hạng mục nhập khẩu thiết bị và tư vấn nước ngoài do chênh lệch tỷ giá hối đoái tài chính và kinh tế; và (iii) chênh lệch giá trị tài chính và kinh tế của chi phí đền bù giải tỏa.

Theo mô hình kinh tế, lương lao động không kỹ năng chiếm 25% chi phí xây dựng và lương lao động kinh tế bằng 70% lương tài chính. Bảng 10 trình bày ngân lưu lương tài chính và kinh tế trong hai năm đầu tư xây dựng và giá trị hiện tại chiết khấu bằng ECOC. Giá trị hiện tại ngân lưu lương tài chính và kinh tế của lao động không kỹ năng lần lượt là 142,0 và 99,4 tỷ VND. Khoản chênh lệch 42,6 tỷ VND là lợi ích kinh tế ròng mà lao động không kỹ năng nhận được.

Bảng 10: Ngân lưu lương tài chính và kinh tế của lao động không kỹ năng 2 năm xây dựng, triệu VND

	PV @ ECOC	2014	2015
Chi phí lương tài chính LĐ không kỹ năng trong chi phí đầu tư ban đầu	141.965	76.856	82.584
Chi phí lương kinh tế LĐ không kỹ năng trong chi phí đầu tư ban đầu	99.375	53.799	57.809

Dự án có hạng mục chi phí ngoại thương trả bằng ngoại tệ cho thiết bị nhập khẩu và tư vấn nước ngoài. Về giá trị tài chính, các chi phí ngoại thương chiếm 17% chi phí xây dựng. Với hệ số tỷ giá hối đoái kinh tế (SERF) là 1,05, giá trị kinh tế của chi phí ngoại thương cao hơn giá trị kinh tế 5%. Bảng 11 trình bày ngân lưu chi phí ngoại thương tài chính và kinh tế trong hai năm đầu tư xây dựng và giá trị

hiện tại chiết khấu bằng ECOC. Giá trị hiện tại ngân lưu chi phí ngoại ngoại thương tài chính và kinh tế lần lượt là 132,0 và 138,6 tỷ VND. Khoản chênh lệch 6,6 tỷ VND là chi phí kinh tế ròng mà phần còn lại (PCL) của nền kinh tế phải chịu khi dự án được mua ngoại tệ theo tỷ tài chính thấp hơn tỷ giá kinh tế.

Bảng 11: Ngân lưu tài chính và kinh tế chi phí ngoại thương 2 năm xây dựng, triệu VND

	PV @ ECOC	2014	2015
Chi phí đầu tư tài chính ngoại thương	132.003	71.463	76.789
Chi phí đầu tư kinh tế ngoại thương	138.603	75.036	80.628

Trong mô hình kinh tế, chi phí đền bù, giải tỏa, giải phóng mặt bằng (GPMB) tính theo giá trị kinh tế cao gấp 1,3 lần giá trị tài chính, thể hiện việc đền bù chưa thỏa đáng. Bảng 12 trình bày ngân lưu tài chính và kinh tế của chi phí GPMB trong hai năm đầu tư xây dựng và giá trị hiện tại chiết khấu bằng ECOC. Giá trị hiện tại ngân lưu chi phí GPMB tài chính và kinh tế lần lượt là 263,5 và 342,5 tỷ VND. Khoản chênh lệch 79,0 tỷ VND là chi phí kinh tế ròng mà người dân bị giải tỏa khi làm dự án phải chịu.

Bảng 12: Ngân lưu tài chính và kinh tế của chi phí GPMB, triệu VND

	PV@ ECOC	2014	2015
Chi phí đền bù GPMB tài chính	263.454	142.626	153.256
Chi phí đền bù GPMB kinh tế	342.490	185.414	199.233

BẢNG TỔNG HỢP PHÂN TÍCH PHÂN PHỐI

Các phần trên đã tính toán lợi ích/chi phí kinh tế ròng mà các bên liên quan tới dự án được hưởng/phải chịu. Bảng 13 dưới đây tổng hợp các giá trị này. Mỗi cột thể hiện lợi ích/chi phí kinh tế ròng của từng bên liên quan. Cộng các cột này, ta có được giá trị hiện tại kinh tế của cả nền kinh tế và giá trị ngân lưu ròng chính là NPV kinh tế.

Bảng 13: Tổng hợp phân tích phân phối, triệu VND

	Chủ đầu tư	Người/hàng đi đường	Người dân bị di dời do GPMB	Lao động không kỹ năng	Ngân sách nhà nước	PCL nền kinh tế (Tỷ giá)	PCL nền kinh tế (Chi phí vốn)	Cộng (PV kinh tế)
Lợi ích giao thông	1.734.016	121.483					-382.337	1.473.163
Chi phí thu tiền vé BOT	57.223						-12.617	44.605
Chi phí duy tu đường	28.213			-9.131	130.622		-6.643	143.060
Chi phí duy tu cầu	500			-72	821		-127	1.122
Thuế TNDN	288.256				-224.905		-63.352	0
Chi phí đầu tư	1.197.773		79.036	-42.589		6.600	-75.660	1.165.160
Ngân lưu ròng	162.052	121.483	-79.036	51.793	93.462	-6.600	-223.938	119.216