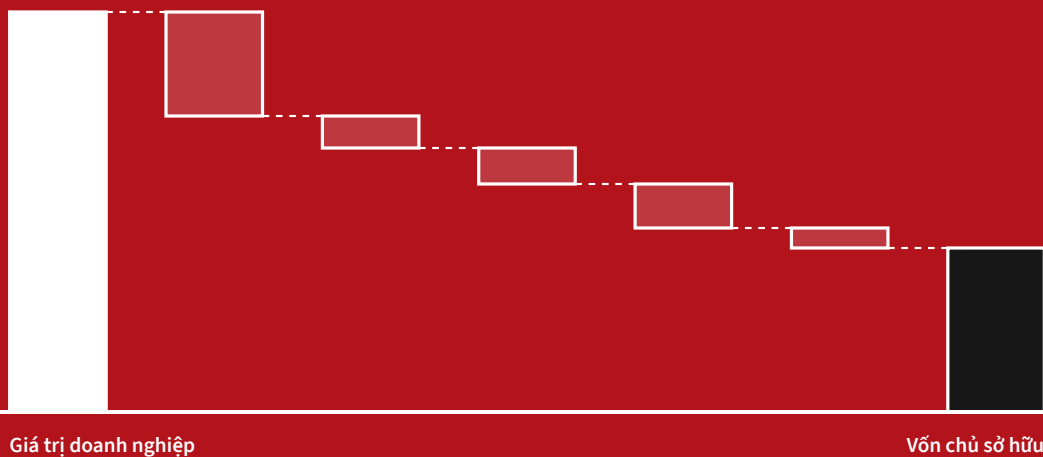


Tư duy kinh doanh của luật sư thương mại

Hiểu kinh doanh để đọc, soạn thảo và đàm phán giao dịch

Dành cho sinh viên luật và luật sư ở giai đoạn đầu hành nghề

Bản tiếng Việt của *The Commercial Lawyer's Mind*



Herman, Henry & Dominic

M&A · Investment Banking · Private Equity

Tư duy kinh doanh của luật sư thương mại



Hiểu kinh doanh để đọc, soạn thảo và đàm phán giao dịch

Herman, Henry & Dominic

Professional Library — Tủ sách chuyên môn

Professional Library là tủ sách chuyên môn do Herman, Henry & Dominic biên soạn cho luật sư của hãng. Mỗi cuốn giải thích những khái niệm thương mại và tài chính nằm phía sau tài liệu giao dịch, để người soạn thảo và đàm phán đọc được các con số với cùng mức tự tin như khi đọc câu chữ.

Hãng tập trung vào các giao dịch mua bán và sáp nhập (M&A), ngân hàng đầu tư (investment banking) và đầu tư vốn tư nhân (private equity). Trong các lĩnh vực này, một định nghĩa có thể dịch chuyển giá trị giữa các bên; vì vậy, hiểu chính xác thuật ngữ chuyên môn là phần cốt lõi của công việc pháp lý.

Mergers & Acquisitions

Investment Banking

Private Equity

Tư duy kinh doanh của luật sư thương mại

Hiểu kinh doanh để đọc, soạn
thảo và đàm phán giao dịch

Dành cho sinh viên luật và luật sư ở giai đoạn đầu hành nghề

Bản tiếng Việt của *The Commercial Lawyer's Mind*



Herman, Henry & Dominic

M&A · Investment Banking · Private Equity

Tư duy kinh doanh của luật sư thương mại

Hiểu kinh doanh để đọc, soạn thảo và đàm phán giao dịch
Bản tiếng Việt, 2026

Bản tiếng Việt được viết lại trên cơ sở cuốn *The Commercial Lawyer's Mind: Understanding Business Without Becoming a Banker*, bản tiếng Anh do Herman, Henry & Dominic phát hành trước đó.

Do Herman, Henry & Dominic phát hành trong tủ sách Professional Library.
Góp ý, đính chính và liên hệ: info@ezlawfirm.org

Phát hành miễn phí — không bán. Sách được biên soạn cho chương trình đào tạo nội bộ của Herman, Henry & Dominic và được chia sẻ miễn phí cho sinh viên luật, người hành nghề và cộng đồng. Đây là ấn phẩm phi thương mại: không được bán hoặc thương mại hóa dưới bất kỳ hình thức nào. Được phép sao chép và chia sẻ cho mục đích giáo dục phi thương mại, với điều kiện ghi rõ nguồn.

Lưu ý quan trọng

Sách giải thích các khái niệm tài chính và cơ chế hợp đồng ở mức tổng quát. Sách không dựa trên một hệ thống pháp luật cụ thể và không sử dụng điều luật, văn bản hướng dẫn hay án lệ cụ thể để khẳng định kết quả. Các ví dụ số là bài tập minh họa độc lập; chúng không mô tả doanh nghiệp hoặc giao dịch có thật. Nội dung sách không phải là ý kiến tư vấn pháp lý, kế toán, thuế hay đầu tư cho bất kỳ vụ việc cụ thể nào. Việc áp dụng một cơ chế vào giao dịch thực tế đòi hỏi xem xét các chủ thể, tài liệu và hoàn cảnh liên quan, cùng ý kiến chuyên môn phù hợp.

Các nguồn của bên thứ ba được nêu để đối chiếu và đọc thêm. Một nguồn được dẫn có thể đề cập nội dung ngoài phạm vi sách; nội dung của nguồn thuộc trách nhiệm của tác giả nguồn đó.

Quy ước trình bày

Thuật ngữ tiếng Anh được giữ ở lần giải thích đầu hoặc tại vị trí cần đối chiếu (xem “Về thuật ngữ trong bản tiếng Việt”). Số dùng dấu phẩy cho phần thập phân và dấu chấm để phân nhóm hàng nghìn. Bội số như 2,00× có nghĩa là hai lần.

Lời ngỏ

Herman, Henry & Dominic là hãng luật tập trung vào các giao dịch: mua bán và sáp nhập doanh nghiệp (M&A), các thương vụ ngân hàng đầu tư (investment banking) và đầu tư vốn tư nhân (private equity). Trong công việc đó, những câu hỏi quyết định thường được diễn đạt bằng ngôn ngữ tài chính. Giá mua được xây dựng từ giá trị doanh nghiệp, nợ ròng và vốn lưu động. Một khoản đầu tư được đánh giá bằng IRR và MOIC. Một tỷ lệ sở hữu được kiểm tra qua cap table, thứ tự ưu tiên và waterfall khi thoái vốn. Mức độ bảo vệ của bên cho vay phụ thuộc vào cách định nghĩa EBITDA và thời điểm kiểm tra đòn bẩy.

Luật sư không theo kịp ngôn ngữ ấy thì khó hiểu đầy đủ yêu cầu của khách hàng, khó kiểm tra câu chữ và khó giải thích hậu quả của một điều khoản. Với luật sư của hãng, nắm chính xác thuật ngữ chuyên môn vì thế không phải là kỹ năng phụ. Đó là phần cốt lõi của công việc pháp lý trong giao dịch: chỉ một định nghĩa bị hiểu sai cũng có thể chuyển giá trị từ bên này sang bên kia.

Cuốn sách được biên soạn vì lý do đó. Bản tiếng Anh, *The Commercial Lawyer's Mind*, được phát hành trước như một tài liệu đào tạo cho luật sư của hãng, giúp họ có chung một vốn từ làm việc với ngân hàng đầu tư, kế toán, nhà đầu tư và chuyên gia tài chính, cùng một cách làm việc kỷ luật để kiểm tra các con số trong giao dịch thực sự vận hành ra sao.

Bản tiếng Việt này được viết lại theo cách diễn đạt tiếng Việt, để sinh viên luật và luật sư Việt Nam tiếp cận nội dung dễ dàng hơn. Đồng thời, sách giữ lại những thuật ngữ tiếng Anh mà người làm giao dịch sẽ gặp trong hợp đồng, báo cáo và khi trao đổi với các bên. Trang “Về thuật ngữ trong bản tiếng Việt” cho biết thuật ngữ nào được giữ nguyên tiếng Anh và thuật ngữ nào được trình bày song ngữ Việt – Anh.

Sách được chia sẻ miễn phí, là ấn phẩm phi thương mại và không bán; có thể chia sẻ tự do cho mục đích giáo dục khi ghi rõ nguồn. Sách giải thích khái niệm và cơ chế, không phải ý kiến tư vấn cho một giao dịch cụ thể. Góp ý và đính chính xin gửi về info@ezlawfirm.org.

Mục lục

	Lời ngỏ	v
	Lời mở đầu	ix
	Về thuật ngữ trong bản tiếng Việt	xi
	Nền tảng tư duy	
1	Tư duy kinh doanh của luật sư thương mại	1
Phần I	Hiểu cách doanh nghiệp vận hành và được tài trợ	
2	Dòng tiền	11
3	Đọc báo cáo tài chính để hiểu quyền, nghĩa vụ và giá trị	19
4	Vốn lưu động	27
5	Đòn bẩy tài chính	35
Phần II	Hiểu giá trị và lợi nhuận đầu tư	
6	Định giá	45
7	EBITDA	53
8	IRR và MOIC	61
Phần III	Hiểu quyền sở hữu và phân chia lợi ích	
9	Bảng cơ cấu vốn	71
10	Pha loãng	79
11	Phân chia tiền thoái vốn	87
12	Phân chia lợi nhuận quỹ	95

Phần IV	Xác định và điều chỉnh giá mua	
13	Earn-out	105
14	Cơ chế giá mua	113
Phần V	Bảo vệ và thu hồi vốn	
15	Gói bảo đảm	123
16	Kinh tế dự án	131
Phần VI	Khuyến khích hành vi và phân phối tiền	
17	Cơ chế khuyến khích	141
18	Phân phối cho chủ sở hữu	149
Phần VII	Vận dụng trong công việc pháp lý	
19	Đọc mô hình tài chính	159
20	Trao đổi với chuyên gia tài chính	167
21	Phạm vi tư vấn và phối hợp chuyên môn	175
22	Kiểm tra tính nhất quán của toàn bộ giao dịch	183
Phụ lục	Phụ lục tra cứu và thực hành	
A	Thuật ngữ kinh doanh và tài chính dành cho người làm luật	193
B	Công thức và điều kiện áp dụng	203
C	Bản đồ tài liệu và mẫu ghi nhận cơ chế kinh tế	213

Lời mở đầu

Luật sư thương mại làm việc với những quyết định về tiền mỗi ngày: một mức giá, một khoản vay, một tỷ lệ cổ phần, một cam kết lợi nhuận hoặc một điều kiện thanh toán. Muốn hiểu đầy đủ các quyết định ấy, cần biết doanh nghiệp tạo ra tiền bằng cách nào, sử dụng tiền vào đâu và phân chia lợi ích theo cơ chế nào.

Cuốn sách bắt đầu từ các khái niệm tài chính mà người học luật thường gặp nhưng chưa chắc đã được học theo một hệ thống. Dòng tiền giải thích vì sao có lợi nhuận vẫn có thể thiếu tiền trả nợ. Vốn lưu động giải thích vì sao tăng trưởng có thể cần thêm vốn và vì sao giá mua còn thay đổi tại ngày hoàn tất. Định giá, EBITDA và lợi nhuận đầu tư giúp người đọc hiểu những con số được dùng để thương lượng. Cơ cấu vốn, pha loãng và thứ tự phân chia cho thấy phần trăm cổ phần chưa nói hết quyền lợi kinh tế.

Mỗi chủ đề được nối với một câu hỏi thực hành: kiến thức này thay đổi cách người làm luật đọc, soạn hoặc giải thích một giao dịch như thế nào? Câu trả lời thường nằm ở định nghĩa, phạm vi tính, thời điểm, quyền kiểm tra và hậu quả khi kết quả khác dự kiến.

Sách không đòi hỏi người đọc biết lập mô hình tài chính trước khi bắt đầu. Những công thức cần thiết được giải thích bằng lời và minh họa bằng phép tính có giả định. Các ví dụ số là công cụ học tập độc lập; chúng không mô tả giao dịch có thật và không tạo thành câu chuyện về một doanh nghiệp hoặc nhân vật.

Nội dung pháp lý được trình bày ở cấp độ khái niệm và cơ chế hợp đồng. Không có một hệ thống pháp luật cụ thể làm nền cho cuốn sách, cũng không có điều luật hoặc án lệ được sử dụng để khẳng định kết quả chung. Khi đọc về bảo đảm, phân phối tiền, quyền ưu tiên hoặc giải quyết bất đồng, người đọc cần hiểu mục tiêu kinh tế và cấu trúc của cơ chế. Việc áp dụng vào giao dịch đòi hỏi tiếp tục xác định các điều kiện có liên quan tới hoàn cảnh thực tế.

Điều đó cũng giúp giữ rõ phạm vi nghề nghiệp. Luật sư có thể kiểm tra một công thức, nhận diện dữ liệu thiếu và giải thích tác động của một điều khoản mà không nhận nhiệm vụ xác nhận mọi giả định định giá. Đồng thời, giới hạn chuyên môn không phải lý do bỏ qua một bất nhất mà mình đã nhìn thấy. Sách

hướng tới cách làm việc trong đó câu hỏi được đặt đúng, người xử lý được xác định và kết luận được diễn đạt theo đúng cơ sở.

■ Cách đọc

Người mới tiếp cận nên đọc chương 1–8 theo thứ tự để xây dựng nền tảng về tiền, báo cáo, nợ và giá trị. Sau đó đọc chương 9–14 để hiểu đầu tư vốn và mua bán doanh nghiệp. Chương 15–18 mở rộng sang bảo đảm, dự án, khuyến khích và phân phối tiền. Bốn chương cuối kết nối kiến thức với cách tổ chức công việc của luật sư.

Người đang xử lý một tài liệu có thể bắt đầu từ **bản đồ tài liệu ở Phụ lục C**. Khi gặp thuật ngữ chưa quen, tra **Phụ lục A**; khi cần tính lại, dùng **Phụ lục B**, luôn đọc cùng điều kiện áp dụng.

Thuật ngữ tiếng Anh được giữ ở lần giải thích đầu hoặc tại vị trí cần đối chiếu. Số dùng dấu phẩy cho phần thập phân và dấu chấm để phân nhóm hàng nghìn. Trong ví dụ tiền tệ, đơn vị được nêu trước phép tính. Bội số như $2,00\times$ có nghĩa hai lần; điểm phần trăm khác tỷ lệ phần trăm thay đổi so với giá trị cũ.

Nguồn cuối chương giúp đối chiếu những khái niệm được sử dụng và đọc sâu hơn. Các nguồn có thể trình bày thêm nội dung kế toán hoặc pháp lý ngoài phạm vi sách; việc dẫn nguồn cho một khái niệm không có nghĩa sách áp dụng toàn bộ nội dung của tài liệu đó. Hồ sơ kiểm chứng và các quyết định thay đổi bản gốc được lưu riêng với bản sách.

Về thuật ngữ trong bản tiếng Việt

Ngôn ngữ của giao dịch M&A, ngân hàng đầu tư và quỹ đầu tư phần lớn hình thành bằng tiếng Anh. Hợp đồng, bản điều khoản, báo cáo thẩm định và mô hình tài chính mà luật sư làm việc thường được soạn bằng tiếng Anh hoặc song ngữ. Bản tiếng Việt vì vậy áp dụng ba nguyên tắc:

- 1. Dùng tiếng Việt** khi có từ tương đương ổn định và không gây nhầm nghĩa. Thuật ngữ tiếng Anh được ghi kèm ở lần giải thích đầu hoặc tại vị trí cần đối chiếu, ví dụ: dòng tiền (cash flow), nợ ròng (net debt).
- 2. Giữ nguyên tiếng Anh** với chữ viết tắt, chỉ tiêu đã chuẩn hóa và những thuật ngữ giao dịch mà bản dịch dễ làm mất nghĩa kỹ thuật hoặc khó đối chiếu với tài liệu gốc, ví dụ: EBITDA, IRR, earn-out, locked box. Nghĩa tiếng Việt được giải thích khi thuật ngữ xuất hiện lần đầu.
- 3. Định nghĩa của hợp đồng là căn cứ.** Khi hợp đồng có định nghĩa riêng, việc tính toán theo định nghĩa đó, không theo tên gọi hay bản dịch trong sách.

Hai bảng dưới đây tóm tắt cách dùng trong sách. Cột “Chương” cho biết nơi thuật ngữ tiếng Anh xuất hiện. Danh sách đầy đủ các cặp thuật ngữ Việt – Anh nằm ở Phụ lục A.

Thuật ngữ giữ nguyên tiếng Anh

Thuật ngữ	Nghĩa dùng để giải thích	Chương
EBITDA	Lợi nhuận trước lãi vay, thuế, khấu hao và phân bổ	1, 2, 3, 4, 5, 6, ...
IRR	Tỷ suất hoàn vốn nội bộ	8, 17, 19, 20
MOIC	Bội số trên vốn đầu tư	8, 17, 20

Thuật ngữ	Nghĩa dùng để giải thích	Chương
NPV, DCF	Giá trị hiện tại ròng; phương pháp chiết khấu dòng tiền	6, 8
DPI, RVPI, TVPI	Các bội số đo giá trị quỹ đã phân phối, còn lại và tổng giá trị	8
DSCR, LLCR, PLCR	Các tỷ lệ bao phủ trả nợ trong tài trợ dự án	16
CFADS	Dòng tiền sẵn có để trả nợ	16
earn-out	Phần giá mua bổ sung, phụ thuộc vào kết quả sau giao dịch	1, 7, 13, 20, 22
locked box	Cơ chế chốt giá trên số liệu tại một ngày tham chiếu trước hoàn tất	14
leakage	Giá trị chuyển cho người bán hoặc bên liên quan sau ngày tham chiếu	14
completion accounts	Báo cáo lập tại ngày hoàn tất để điều chỉnh giá mua	3, 14
waterfall	Thứ tự phân chia tiền giữa các nhóm quyền lợi	11, 12, 16
carry (carried interest)	Phần lợi nhuận dành cho bên quản lý quỹ	12
hurdle, catch-up, clawback	Ngưỡng lợi nhuận; tăng phân chia bù cho bên quản lý; hoàn trả phần đã nhận vượt mức	12, 17
pre-money, post-money	Định giá trước và sau khoản đầu tư mới	6, 9
ratchet	Cơ chế thay đổi tỷ lệ hoặc giá theo ngưỡng (chống pha loãng, khuyến khích quản lý)	10, 17, 20
vesting	Xác lập dần quyền hưởng theo thời gian hoặc điều kiện	17
sweet equity, good/bad leaver	Phần vốn ưu đãi cho ban quản lý; người rời công ty được hoặc không được đối xử thuận lợi	17
tag-along, drag-along	Quyền bán theo; quyền kéo các cổ đông khác cùng bán	11
borrowing base	Cơ sở tính mức được rút vốn theo tài sản đủ điều kiện	2, 4, 15
basket	Hạn mức cho phép thực hiện một loại giao dịch hoặc khoản mục	5, 18, 20
escrow, holdback	Tài khoản ký quỹ; khoản tiền được giữ lại	14
runway	Thời gian duy trì hoạt động bằng tiền hiện có	2

■ Thuật ngữ dùng tiếng Việt, kèm tiếng Anh để đối chiếu

Tiếng Việt trong sách	Tiếng Anh đối chiếu	Chương
Dòng tiền	cash flow	2, 6, 16, 18
Dòng tiền tự do	free cash flow (FCF, FCFF, FCFE)	2, 18
Vốn lưu động ròng	net working capital (NWC)	4
Chu kỳ chuyển đổi tiền	cash conversion cycle (CCC)	4
Nợ ròng; khoản có tính chất nợ	net debt; debt-like item	6
Giá trị doanh nghiệp	enterprise value (EV)	1, 6, 14
Giá trị vốn chủ sở hữu	equity value	1, 6
EBITDA điều chỉnh; khoản cộng lại	adjusted EBITDA; add-back	7
Phân tích chất lượng lợi nhuận	quality of earnings (QoE)	3, 7
Lợi thế thương mại	goodwill	3
Cam kết tài chính	financial covenant; maintenance covenant; incurrence test	5, 18
Bảng cơ cấu vốn	capitalisation table, cap table	9, 10, 11
Pha loãng; điều chỉnh chống pha loãng	dilution; anti-dilution	10
Quỹ quyền chọn	option pool	9
Cơ sở pha loãng toàn bộ	fully diluted basis	9
Quyền ưu tiên nhận tiền	liquidation preference	11
Lợi tức ưu tiên	preferred return	12
Bảng thanh toán hoàn tất	funds flow	14, 22
Thỏa thuận giữa các chủ nợ	intercreditor agreement	15
Thứ tự ưu tiên giữa các lớp vốn	capital stack; structural subordination	5, 15
Công ty dự án	special purpose vehicle (SPV)	16
Bồi thường ấn định	liquidated damages	16

01

Tư duy kinh doanh của luật sư thương mại

Trong chương này

- | | | | |
|--|---|---|---|
| 1. Giao dịch gồm tài sản, dòng tiền và quyền quyết định | 2 | 4. Năm câu hỏi giúp đọc một điều khoản có yếu tố tài chính | 4 |
| 2. Phân biệt con số thực tế, con số kế toán và con số hợp đồng | 2 | 5. Thời điểm và quyền tiếp cận tiền là một phần của giá trị | 6 |
| 3. Một định nghĩa có thể thay đổi cả giá tiền lẫn hành vi | 3 | 6. Kiểm tra số không đồng nghĩa với nhận mọi trách nhiệm chuyên môn | 6 |
| | | 7. Cách hình thành thói quen đọc giao dịch | 7 |

Một hợp đồng mua bán doanh nghiệp có thể diễn đạt rất rõ giá mua, nhưng vẫn chưa cho biết người bán thực nhận bao nhiêu tiền. Một hợp đồng vay có thể ghi hạn mức lớn, nhưng doanh nghiệp chỉ được rút một phần nhỏ. Một nhà đầu tư có thể sở hữu 20% cổ phần, nhưng không nhận 20% tiền bán doanh nghiệp. Những khác biệt ấy xuất phát từ cấu trúc của giao dịch: tiền được tính như thế nào, thuộc về ai, được trả khi nào và chịu những điều kiện gì.

Hiểu kinh doanh giúp luật sư đọc được cấu trúc đó. Mục tiêu không phải là trở thành người định giá hoặc người quyết định đầu tư. Mục tiêu là hiểu đủ để chuyển một thỏa thuận thương mại thành những quyền và nghĩa vụ có nội dung xác định, đồng thời giải thích cho khách hàng tác động của chúng.

Đối với sinh viên luật và luật sư trẻ, đây là một năng lực có thể học theo trình tự. Bắt đầu bằng việc phân biệt các loại con số. Tiếp theo, tìm hiểu cơ chế tạo ra chúng. Cuối cùng, xem hợp đồng sử dụng chúng để chuyển tiền, kiểm soát hành vi và phân bổ rủi ro như thế nào. Không cần biết mọi kỹ thuật tài chính ngay từ đầu; cần biết câu hỏi nào phải được trả lời trước khi một con số được đưa vào hợp đồng.

1. Giao dịch gồm tài sản, dòng tiền và quyền quyết định

Một doanh nghiệp sử dụng tài sản, con người và các quan hệ hợp đồng để cung cấp hàng hóa hoặc dịch vụ. Doanh nghiệp thu tiền từ hoạt động đó, chi tiền để duy trì và mở rộng hoạt động, rồi phân bổ phần còn lại giữa các bên cung cấp vốn. Chuỗi vận động này là nền tảng kinh tế của nhiều tài liệu mà luật sư thương mại xử lý.

Người cho vay thường quan tâm khả năng được trả đúng hạn và khả năng thu hồi nếu việc trả nợ gặp khó khăn. Chủ sở hữu quan tâm giá trị còn lại sau các nghĩa vụ ưu tiên, quyền tham gia quyết định và cơ hội tăng trưởng. Ban điều hành quan tâm nguồn lực để vận hành cùng phần lợi ích gắn với kết quả công việc. Người mua doanh nghiệp quan tâm tài sản, năng lực tạo tiền và các nghĩa vụ mình tiếp nhận.

Các lợi ích này có thể phù hợp với nhau nhưng không trùng nhau. Đầu tư thêm có thể tốt cho giá trị dài hạn trong khi làm giảm tiền có sẵn để trả nợ năm nay. Trả cổ tức có thể tạo lợi ích tức thời cho cổ đông nhưng làm doanh nghiệp ít dư địa xử lý một tháng thu tiền chậm. Một khoản thưởng dựa trên doanh thu có thể khuyến khích bán hàng, đồng thời khuyến khích chấp nhận điều kiện thanh toán kém thuận lợi.

Vì vậy, khi tiếp cận giao dịch, nên nhìn đồng thời ba lớp:

Lớp phân tích	Nội dung cần hiểu	Câu hỏi đối với tài liệu
Hoạt động kinh doanh	Doanh nghiệp tạo tiền bằng cách nào, phải chi tiền vào đâu?	Những hợp đồng nào tạo doanh thu, chi phí và nghĩa vụ đầu tư?
Tài trợ và lợi ích	Ai cung cấp vốn, ai được nhận tiền trước, ai chịu phần tổn thất còn lại?	Khoản tiền là vốn góp, khoản vay hay giá mua; thứ tự thanh toán được xác định thế nào?
Quyền quyết định	Ai có thể thay đổi hoạt động, dữ liệu và thời điểm trả tiền?	Ai được phê duyệt, ai có quyền thông tin, ai có thể yêu cầu khắc phục?

Một điều khoản chỉ dễ đánh giá khi được đặt vào cả ba lớp. Quyền phủ quyết khoản vay mới, chẳng hạn, ảnh hưởng tới quyền quản trị nhưng cũng ảnh hưởng tới khả năng tài trợ tăng trưởng. Muốn giải thích quyền đó, luật sư cần hiểu doanh nghiệp dự kiến lấy tiền ở đâu.

2. Phân biệt con số thực tế, con số kế toán và con số hợp đồng

Không phải mọi con số trong một bộ hồ sơ có cùng tính chất. Có số mô tả một sự kiện đã xảy ra: tiền được chuyển vào tài khoản, số cổ phần được phát hành, thời điểm thanh toán. Có số được lập theo một phương pháp đo lường: doanh thu

trong kỳ, giá trị còn lại của tài sản, khoản giảm giá trị phải thu. Có số được các bên quy ước riêng để thực hiện hợp đồng: chỉ tiêu lợi nhuận điều chỉnh, nợ ròng để tính giá mua, vốn lưu động mục tiêu. Một chỉ tiêu sẽ gặp nhiều là lợi nhuận trước lãi vay, thuế thu nhập, khấu hao và phân bổ, viết tắt là EBITDA; chương 7 giải thích cách hình thành và sử dụng nó.

Sự phân biệt này ngăn hai nhầm lẫn đối lập. Thứ nhất, không nên coi một số liệu đã kiểm toán là đáp án cho mọi mục đích của giao dịch. Báo cáo tài chính trả lời một tập hợp câu hỏi nhất định; hợp đồng có thể dùng một định nghĩa hẹp hơn hoặc rộng hơn. Thứ hai, cũng không nên coi số kế toán là kết quả tùy ý của người lập. Nó được hình thành từ giao dịch, phương pháp ghi nhận, ước tính và các ràng buộc chuyên môn. Có phần cần xét đoán, có phần có thể đối chiếu trực tiếp với chứng từ.

Ví dụ, một khoản phải thu 10 triệu đơn vị tiền tệ cho biết khách hàng còn nợ theo hồ sơ. Nó chưa chứng minh sẽ thu đủ 10 triệu vào tuần tới. Nếu có cơ sở phải điều chỉnh giá trị thu hồi, số trình bày trên báo cáo có thể thấp hơn. Nếu hợp đồng vay chỉ chấp nhận các khoản phải thu đáp ứng điều kiện về tuổi nợ và mức tập trung khách hàng, giá trị được dùng để tính khả năng vay còn có thể khác nữa.

Cả ba con số có thể được tính đúng theo mục đích của mình. Công việc của luật sư là xác định con số nào thuộc câu hỏi đang giải quyết, thay vì chọn số lớn nhất, số mới nhất hoặc số có chữ “đã kiểm toán”.

Một báo cáo thẩm định tài chính cũng có mục đích khác báo cáo kiểm toán. Việc phân tích chất lượng lợi nhuận có thể phục vụ quyết định mua bán và chỉ ra các điều chỉnh cần cân nhắc; nó không tự động sửa báo cáo tài chính hoặc quyết định giá mua. Sự khác biệt về mục đích này được ICAEW giải thích trong tài liệu giới thiệu về thẩm định tài chính.

■ 3. Một định nghĩa có thể thay đổi cả giá tiền lẫn hành vi

Hợp đồng thường không chỉ ghi một khoản tiền cố định. Nó có thể xác định số tiền bằng công thức, đặt điều kiện thanh toán hoặc cho phép điều chỉnh khi xuất hiện dữ liệu mới. Khi đó, định nghĩa đầu vào quyết định kết quả kinh tế của điều khoản.

Giá sử giá trị hoạt động kinh doanh được thỏa thuận bằng tám lần một chỉ tiêu lợi nhuận. Chỉ tiêu ban đầu là 10 triệu. Các bên đang cân nhắc loại khỏi chi phí một khoản 0,5 triệu để phản ánh mức lợi nhuận dùng cho định giá. Mọi yếu tố khác giữ nguyên:

Giá trị trước điều chỉnh = $10 \times 8 = 80$ triệu

Giá trị sau điều chỉnh = $10,5 \times 8 = 84$ triệu

Chênh lệch là 4 triệu, dù khoản đang được tranh luận chỉ bằng 0,5 triệu. Đây là tác động của bội số định giá. Nếu cùng khoản 0,5 triệu được đưa vào một cơ chế điều chỉnh giá theo chênh lệch vốn lưu động, tác động có thể chỉ là 0,5 triệu, tùy công thức đã thỏa thuận. Tên khoản mục chưa đủ để xác định mức độ quan trọng; phải biết nó đi vào công thức nào.

Ví dụ trên cũng chưa cho biết giá trả cho cổ phần. Giá trị hoạt động kinh doanh, thường gọi là giá trị doanh nghiệp (*enterprise value*), cần được phân biệt với giá trị vốn chủ sở hữu (*equity value*). Các nghĩa vụ tài trợ, tiền và những khoản điều chỉnh đã thống nhất có thể tạo ra chênh lệch giữa hai giá trị. Chương 6 giải thích đầy đủ bước chuyển này. Nền tảng của sự phân biệt là phải xác định giá trị thuộc về tất cả bên cung cấp vốn hay riêng chủ sở hữu, như trình bày trong tài liệu định giá của Aswath Damodaran.

Định nghĩa còn tác động tới hành vi. Nếu thường chỉ dựa vào doanh thu ghi nhận, người được thưởng có thể có động lực tăng doanh thu dù thời gian thu tiền dài hơn. Nếu chỉ đo lợi nhuận trong một năm, có thể xuất hiện động lực hoãn những chi phí có ích về dài hạn. Điều này không có nghĩa mọi chỉ tiêu đều bị thao túng. Nó cho thấy lựa chọn thước đo cần đi cùng sự hiểu biết về hành vi mà thước đo khuyến khích.

Do đó, đọc một định nghĩa tài chính cần hai câu hỏi: kết quả sẽ thay đổi bao nhiêu khi đầu vào thay đổi, và bên nào có khả năng làm đầu vào đó thay đổi?

■ 4. Năm câu hỏi giúp đọc một điều khoản có yếu tố tài chính

Một khung phân tích ngắn có thể sử dụng cho nhiều loại giao dịch. Khung này là phương pháp làm việc, không phải công thức thay thế nội dung riêng của từng hợp đồng.

Đang đo điều gì?

Cần xác định tên chỉ tiêu, thành phần, phương pháp, phạm vi doanh nghiệp và khoảng thời gian. “Lợi nhuận của nhóm” còn thiếu câu trả lời về những công ty nào thuộc nhóm. “Tiền tại ngày hoàn tất” còn thiếu câu trả lời về tiền bị hạn chế sử dụng. “Tỷ lệ sở hữu” còn thiếu câu trả lời về các quyền mua hoặc công cụ chuyển đổi có được tính hay chưa.

Nên phân biệt số dư tại một thời điểm với kết quả trong một khoảng thời gian. Tiền mặt cuối tháng là số dư. Doanh thu cả tháng là kết quả của một kỳ. Ghép hai loại số vào tỷ lệ có thể hợp lý, nhưng phải giải thích tại sao chọn đúng ngày và đúng kỳ đó.

Ai lập số và ai kiểm soát đầu vào?

Người lập bảng tính có thể không phải người quyết định mọi dữ liệu. Ban điều hành kiểm soát hoạt động; bộ phận kế toán ghi nhận; chuyên gia đề xuất điều chỉnh; một bên trong hợp đồng gửi bản tính chính thức. Mỗi vai trò tạo một khả năng tác động khác nhau.

Ghi tên người lập chưa đủ. Cần xem người đó được chọn phương pháp nào, phải cung cấp chứng từ gì và có phải giải trình các thay đổi so với kỳ trước hay không. Nếu khoản thanh toán phụ thuộc vào hoạt động sau giao dịch, quyền điều hành hoạt động thường quan trọng không kém quyền tính toán.

Bên còn lại kiểm tra và phản hồi bằng cách nào?

Quyền nhận một con số cuối cùng khác với quyền hiểu cách con số được tạo ra. Một cơ chế kiểm tra có ý nghĩa cần phù hợp về nội dung thông tin, thời điểm tiếp cận và thời gian phản hồi. Quyền xem bảng tổng hợp có thể không đủ nếu tranh chấp nằm ở cách phân bổ chi phí cho từng hoạt động.

Cũng cần phân biệt lỗi số học, bất đồng về phương pháp kế toán và bất đồng về ý nghĩa hợp đồng. Chúng có thể cần những người giải quyết khác nhau. Không nên mặc định rằng việc chỉ định một “chuyên gia độc lập” đã giải quyết được toàn bộ vấn đề về thẩm quyền, thủ tục và kết quả ràng buộc.

Điều gì làm phát sinh hậu quả?

Một chỉ tiêu có thể làm thay đổi giá mua, mở quyền rút vốn, ngăn phân phối tiền, tạo quyền mua lại hoặc dẫn tới một thủ tục xử lý vi phạm. Phải biết điều kiện được kiểm tra vào lúc nào, dựa trên số trước hay sau giao dịch liên quan và có thời gian khắc phục hay không.

Đặc biệt, một ngưỡng có thể nằm trên ranh giới rất nhạy. Nếu điều khoản áp dụng khi tỷ lệ “dưới 1,20 lần”, kết quả đúng 1,20 lần khác kết quả 1,199 lần. Cách làm tròn và dữ liệu dùng để kiểm tra vì vậy có thể có ý nghĩa. Chỉ nên tạo độ chính xác đến mức dữ liệu và nhu cầu thực tế cho phép.

Ai nhận lợi ích, ai chịu chi phí?

Đừng dừng ở kết quả của doanh nghiệp nói chung. Giá mua giảm có thể tác động tới người bán theo tỷ lệ khác nhau. Một cơ chế thường có thể phân phối lại giữa các nhóm cổ đông. Một nghĩa vụ của công ty con có thể làm giảm tiền công ty mẹ dự kiến nhận, dù công ty mẹ không trực tiếp là bên trả nợ.

Theo dõi người hưởng lợi cuối cùng giúp phát hiện những xung đột mà tổng giá trị giao dịch che khuất. Nó cũng giúp luật sư giải thích lựa chọn thương mại bằng ngôn ngữ có ích cho khách hàng: bên nào có lợi, trong trường hợp nào, với mức độ nào.

5. Thời điểm và quyền tiếp cận tiền là một phần của giá trị

Hai quyền nhận cùng số tiền chưa chắc có cùng giá trị kinh tế. Quyền nhận ngay thường khác quyền nhận sau nhiều năm; quyền nhận chắc chắn khác quyền chỉ phát sinh nếu đạt một mục tiêu; tiền đã nằm trong tài khoản nhưng bị hạn chế sử dụng khác tiền có thể dùng ngay.

Các khác biệt ấy xuất hiện trong điều khoản tương như thuần thủ tục: thời hạn thanh toán, tài khoản nhận tiền, xác nhận đạt mốc, thời gian phản đối, cơ chế giữ lại, điều kiện giải tỏa. Việc soạn thảo các điều khoản này đòi hỏi hiểu rõ nhu cầu sử dụng tiền và rủi ro của việc chậm nhận tiền.

Một khoản thanh toán bổ sung phụ thuộc kết quả kinh doanh (*earn-out*) minh họa rõ điểm này. Giá mua công bố có thể gồm 80 triệu trả ngay và tối đa 20 triệu trả sau. Cộng hai số thành 100 triệu chỉ cho biết tổng mức tối đa theo giả định đủ điều kiện; chưa cho biết số tiền chắc chắn nhận, giá trị hiện tại hoặc khả năng thu hồi. Luật sư cần giữ các ý nghĩa đó tách biệt khi viết bản trình bày giao dịch.

Tương tự, doanh nghiệp có thể ghi nhận lợi nhuận nhưng thiếu tiền đến hạn thanh toán. Khoản phải thu chưa thu được, tồn kho chưa bán và đầu tư vào tài sản đều có thể tạo khoảng cách giữa lợi nhuận và tiền. Chương 2 bắt đầu từ khoảng cách này, vì nó giúp giải thích nhiều vấn đề tiếp theo về vốn lưu động, nợ vay và phân phối cho chủ sở hữu.

6. Kiểm tra số không đồng nghĩa với nhận mọi trách nhiệm chuyên môn

Luật sư cần biết kiểm tra phép cộng, tỷ lệ, mẫu số và tác động của công thức mình đang sử dụng. Không có lý do thực hành tốt nào để bỏ qua một tổng tiền không khớp chỉ vì bảng tính do chuyên gia tài chính lập. Nhưng phát hiện hoặc tính lại một kết quả không có nghĩa luật sư đã xác nhận giá trị doanh nghiệp hoặc kiểm toán toàn bộ dữ liệu.

Ranh giới hữu ích nằm ở câu hỏi thực sự được giao, năng lực của người thực hiện và mức độ kiểm tra đã tiến hành. Có thể xác nhận rằng một công thức phản ánh cơ chế phân chia đã thống nhất mà không kết luận các dự báo đầu vào sẽ thành hiện thực. Có thể giải thích tác động của việc phân loại một khoản mục là nợ mà chưa quyết định cách phân loại kế toán của khoản đó.

Trong thực hành, nên ghi rõ nguồn của số liệu và trạng thái của kết luận. “Theo bảng do nhóm tài chính cung cấp” khác với “đã đối chiếu với chứng từ”. “Đã kiểm tra công thức phân chia” khác với “đã kiểm tra toàn bộ mô hình”. Việc dùng ngôn từ chính xác giúp khách hàng hiểu mình có thể dựa vào kết luận ở mức nào.

Chương 21 sẽ phát triển vấn đề phối hợp chuyên môn. Ngay từ đầu, cần giữ một nguyên tắc: hiểu giới hạn công việc phải đi cùng việc nhận diện và chuyển

tiếp những vấn đề quan trọng; một vấn đề chưa có người xử lý vẫn là vấn đề chưa được giải quyết.

7. Cách hình thành thói quen đọc giao dịch

Khi nhận một bộ tài liệu mới, hãy tự viết một đoạn ngắn về cơ chế kinh tế trước khi chỉnh câu chữ: ai đưa tiền vào, đổi lại nhận quyền gì, nguồn tiền trả ra từ đâu và điều kiện nào khiến kết quả thay đổi. Nếu chưa viết được đoạn đó bằng ngôn ngữ thông thường, việc sửa định nghĩa thường còn quá sớm.

Sau đó, chọn những con số có sức ảnh hưởng lớn nhất để kiểm tra. Không cần mọi điều khoản được phân tích với cùng độ sâu. Một lỗi trong bộ số giá mua có thể ảnh hưởng lớn hơn nhiều chi tiết hành chính. Một điều kiện rút vốn có thể quyết định giao dịch có đủ tiền để hoàn tất. Ưu tiên nên phản ánh quy mô tác động, khả năng xảy ra và thời điểm cần quyết định.

Cuối cùng, thử công thức với ít nhất một kết quả bình thường và một kết quả bất lợi. Nếu có ngưỡng, thử thêm ở hai phía của ngưỡng. Mục tiêu là thấy điều khoản vận hành, không phải dự đoán tương lai. Khi lời giải thích bằng văn và kết quả bằng số mâu thuẫn nhau, cần giải quyết mâu thuẫn trước khi coi nội dung thương mại đã thống nhất.

Đọc xong chương này, người học nên có thể giải thích vì sao lợi nhuận khác tiền, giá trị doanh nghiệp khác giá trị cổ phần và tỷ lệ sở hữu khác quyền nhận tiền. Các chương tiếp theo sẽ lần lượt làm rõ từng khác biệt và cách chúng xuất hiện trong tài liệu giao dịch.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- Aswath Damodaran, **An Introduction to Valuation**: đối chiếu nền tảng phân biệt giá trị hoạt động và giá trị vốn chủ sở hữu.
pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/background/valintro.htm
- ICAEW, **ICAEW launches Financial Due Diligence guideline**: đối chiếu mục đích và giới hạn của thẩm định tài chính so với kiểm toán.
[icaew.com/insights/viewpoints-on-the-news/2024/nov-2024/icaew-launches-financial-due-diligence-guideline](https://www.icaew.com/insights/viewpoints-on-the-news/2024/nov-2024/icaew-launches-financial-due-diligence-guideline)

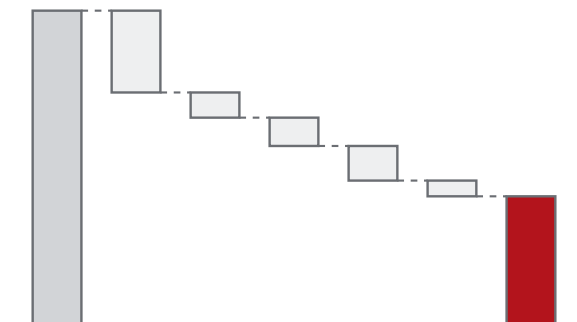
Các phép tính trong chương là minh họa do bản sách này xây dựng. Năm câu hỏi là khung biên tập để phân tích giao dịch, không phải kết luận thống kê hoặc chuẩn mực nghề nghiệp bắt buộc.



Hiểu cách doanh nghiệp vận hành và được tài trợ

Doanh nghiệp tạo ra tiền như thế nào, báo cáo tài chính ghi nhận kết quả ra sao, vì sao tăng trưởng cần thêm vốn lưu động và vay nợ tác động thế nào tới rủi ro và lợi nhuận.

-
- 2 Dòng tiền
 - 3 Đọc báo cáo tài chính để hiểu quyền, nghĩa vụ và giá trị
 - 4 Vốn lưu động
 - 5 Đòn bẩy tài chính



02

Dòng tiền

Khả năng thực hiện nghĩa vụ đúng hạn

Trong chương này

1. Ba khái niệm cần phân biệt	11	5. Hạn mức vay khác số tiền được rút	15
2. Vì sao lợi nhuận không chuyển nguyên vẹn thành tiền	12	6. Tiền đang ở đâu và ai được sử dụng?	15
3. Đọc báo cáo lưu chuyển tiền tệ	13	7. Đưa thời gian vào phân tích hợp đồng	16
4. Dòng tiền tự do, tốc độ tiêu tiền và thời gian còn lại	14	8. Phân bổ rủi ro thanh khoản	17
		9. Tự kiểm tra trước khi kết luận	17

Một doanh nghiệp có thể kinh doanh có lãi nhưng không đủ tiền thanh toán một khoản nợ đến hạn. Nhận định này không có gì mâu thuẫn. Lợi nhuận phản ánh kết quả kinh doanh trong một thời kỳ; khả năng thanh toán phụ thuộc vào tiền thực sự có thể sử dụng tại một thời điểm. Khoảng cách giữa hai đại lượng thường xuất hiện ngay trong các hợp đồng mà luật sư xử lý: thời hạn thanh toán, khoản đặt cọc, lịch trả nợ, điều kiện giải ngân và quyền giữ lại tiền.

Hiểu dòng tiền giúp luật sư nhìn thấy hệ quả kinh tế của những điều khoản đó. Một thời hạn thanh toán được kéo dài có thể không thay đổi tổng giá trị hợp đồng, nhưng chuyển nhu cầu tài trợ từ bên này sang bên kia. Một khoản tiền đã thuộc về doanh nghiệp về mặt kinh tế vẫn có thể chưa dùng được vì phải chờ nghiệm thu hoặc đáp ứng điều kiện giải tỏa. Công việc cần làm là nối nghĩa vụ với nguồn tiền và thời điểm nguồn tiền trở nên khả dụng.

1. Ba khái niệm cần phân biệt

Lợi nhuận là phần chênh lệch giữa thu nhập và chi phí được ghi nhận trong kỳ. Theo cơ sở dồn tích, thời điểm ghi nhận không nhất thiết trùng với thời điểm

thanh toán. Dịch vụ đã cung cấp có thể tạo doanh thu dù khách hàng chưa trả tiền; chi phí đã phát sinh có thể được ghi nhận dù hóa đơn chưa đến.

Dòng tiền là tiền thu vào và chi ra trong một khoảng thời gian. **Số dư tiền** là lượng tiền tại một thời điểm. Quan hệ cơ bản giữa chúng là:

$$\text{Tiền cuối kỳ} = \text{tiền đầu kỳ} + \text{tiền thu trong kỳ} - \text{tiền chi trong kỳ}.$$

Nếu có tiền bằng ngoại tệ, việc quy đổi còn tạo chênh lệch cần được trình bày riêng khi đối chiếu số dư. Chênh lệch quy đổi không đồng nghĩa có một khoản thu hay chi thực tế.

Hãy giả định một dịch vụ có giá 120 triệu đơn vị tiền tệ, hoàn tất trong tháng 3, chi phí trực tiếp 80 triệu đã thanh toán, còn khách hàng sẽ thanh toán vào tháng 5. Bỏ qua thuế và mọi khoản khác, tháng 3 có lợi nhuận 40 triệu nhưng dòng tiền âm 80 triệu. Tháng 5 có dòng tiền vào 120 triệu từ giao dịch ấy, nhưng không vì vậy mà phát sinh thêm 120 triệu doanh thu. Ví dụ không cho thấy lợi nhuận sai; nó cho thấy lợi nhuận và dòng tiền trả lời hai câu hỏi khác nhau.

Tiền cũng không đồng nghĩa với thanh khoản. Thanh khoản là khả năng đáp ứng nhu cầu thanh toán, có thể bao gồm tiền đang có và nguồn tài trợ thực sự sẵn sàng. Một cam kết vay chưa thể giải ngân trong thời hạn cần thiết không giải quyết được nghĩa vụ hôm nay. Ngược lại, doanh nghiệp ít tiền mặt nhưng có dòng thu ổn định và hạn mức đủ điều kiện rút có thể duy trì khả năng thanh toán tốt.

2. Vì sao lợi nhuận không chuyển nguyên vẹn thành tiền

Có bốn nhóm nguyên nhân nên được nhận diện trước khi đọc bất kỳ bảng dự báo nào.

Thứ nhất là **chênh lệch thời điểm thu và chi**. Doanh thu chưa thu tiền trở thành khoản phải thu. Hàng hóa đã mua nhưng chưa bán nằm trong hàng tồn kho. Chi phí đã phát sinh nhưng chưa trả trở thành khoản phải trả hoặc chi phí trích trước. Các khoản mục này tạo ra nhu cầu vốn lưu động, được phân tích ở Chương 4. Doanh nghiệp tăng doanh thu nhanh có thể cần thêm tiền ngay cả khi biên lợi nhuận không thay đổi.

Thứ hai là **chi tiêu đầu tư**. Mua thiết bị 600 triệu có thể làm tiền giảm ngay 600 triệu, trong khi chi phí được phân bổ dần qua nhiều kỳ. Khấu hao làm giảm lợi nhuận nhưng không phải một lần chi tiền mới trong kỳ ghi nhận. Tuy nhiên, việc không chi tiền ngay không làm hao mòn tài sản trở nên miễn phí. Thiết bị có thể cần sửa chữa hoặc thay thế bằng tiền thật trong tương lai.

Thứ ba là **hoạt động tài trợ**. Tiền vay làm tăng số dư tiền nhưng không phải doanh thu. Trả gốc vay làm giảm tiền nhưng không phải chi phí tạo ra lợi nhuận trong kỳ. Một báo cáo kết quả kinh doanh có lãi vì thế chưa cho biết doanh nghiệp có đủ tiền trả cả lãi và gốc hay không.

Thứ tư là **ước tính và khoản ghi nhận không bằng tiền**. Dự phòng, tổn thất tài sản, thu nhập chưa thu tiền và một số khoản thù lao không thanh toán bằng tiền có thể làm thay đổi kết quả kế toán. Khi nổi lợi nhuận với tiền, phải nhận diện chúng riêng. Không nên cộng lại mọi khoản mang tên “dự phòng” một cách máy móc: cần biết khoản nào đã tác động đến lợi nhuận, khoản nào là thanh toán nghĩa vụ đã ghi nhận từ kỳ trước và khoản nào đã nằm trong biến động vốn lưu động.

■ 3. Đọc báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ thường chia dòng tiền thành hoạt động kinh doanh, đầu tư và tài chính. Nhóm kinh doanh phản ánh hoạt động tạo doanh thu và chi phí vận hành; nhóm đầu tư phản ánh việc mua, bán tài sản dài hạn và các khoản đầu tư; nhóm tài chính phản ánh huy động và hoàn trả vốn. Việc phân nhóm giúp nhận ra nguồn tạo tiền, nhưng không thay đổi tổng tiền thuần của toàn kỳ. IFRS Foundation — tổng quan về báo cáo lưu chuyển tiền tệ.

Với luật sư, câu hỏi hữu ích là: doanh nghiệp tạo tiền từ hoạt động thường xuyên, bán tài sản, hay vay thêm? Ba nguồn ấy có chất lượng và khả năng lặp lại rất khác nhau. Số dư tiền tăng do khoản vay mới không chứng minh hoạt động kinh doanh đã cải thiện. Số dư tiền giảm do đầu tư mở rộng cũng chưa đủ để kết luận hoạt động kinh doanh suy yếu.

Minh họa sau dùng đơn vị triệu, trong một năm. Giả định không có ngoại tệ, mua bán doanh nghiệp hoặc khoản điều chỉnh nào khác. Lãi vay được trình bày trong hoạt động tài chính để tiện theo dõi; đây là giả định cho bảng, không phải cách phân loại áp dụng cho mọi báo cáo.

Khoản mục	Dòng tiền hoặc điều chỉnh
EBITDA, lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao	4.000
Tăng khoản phải thu	-1.200
Tăng hàng tồn kho	-400
Tăng khoản phải trả hoạt động	+500
Thuế đã thanh toán	-300

Khoản mục	Dòng tiền hoặc điều chỉnh
Tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	2.600
Mua sắm tài sản dài hạn	-3.500
Vay mới	+2.000
Trả gốc vay	-800
Trả lãi vay	-400
Biến động tiền trong năm	-100

Từ EBITDA 4.000 triệu, vốn lưu động hấp thụ 1.100 triệu và thuế hấp thụ 300 triệu, còn 2.600 triệu. Sau các khoản đầu tư và tài trợ, tiền giảm 100 triệu. Nếu tiền đầu năm là 700 triệu, tiền cuối năm là 600 triệu. Cả kết quả kinh doanh và tài trợ đều cần được đọc để giải thích số dư cuối cùng.

Công thức rút gọn “EBITDA trừ tăng vốn lưu động trừ thuế” chỉ phù hợp khi các khoản điều chỉnh khác đã được nhận diện và cách xử lý lãi vay được nêu rõ. Báo cáo thực tế có thể có chênh lệch tỷ giá, khoản lãi bán tài sản hoặc các thay đổi không đến từ thu chi. Luật sư không cần tự lập toàn bộ báo cáo, nhưng cần yêu cầu một bảng đối chiếu đủ để kiểm tra thuật ngữ trong hợp đồng.

4. Dòng tiền tự do, tốc độ tiêu tiền và thời gian còn lại

Dòng tiền tự do (free cash flow) thường được dùng cho tiền từ hoạt động kinh doanh sau chi tiêu đầu tư. Theo quy ước của bảng trên, con số đó là $2.600 - 3.500 = -900$ triệu, trước lãi vay. Nó cho biết hoạt động và đầu tư đang cần tài trợ bổ sung; chưa cho biết cổ đông được nhận bao nhiêu.

Trong định giá, dòng tiền tự do cho toàn bộ bên cung cấp vốn (FCFF) và dòng tiền tự do cho cổ đông (FCFE) có phạm vi riêng. FCFF phải nhất quán với cách xử lý thuế và chi phí tài trợ; FCFE còn phản ánh vay mới và trả nợ. Chỉ chuyển dòng lãi vay sang một phần khác của báo cáo không tự động biến một số tiền thành FCFF. Khi dùng các khái niệm này, cần có bảng tính xác định phạm vi rõ ràng. [CFA Institute — phân biệt FCFF và FCFE](#).

Tốc độ tiêu tiền thuần (net burn rate) đo lượng tiền hoạt động tiêu hao sau khi trừ tiền thu, theo phạm vi đã chọn. **Thời gian còn lại theo tốc độ tiêu tiền** (runway) là phép ước tính tiền khả dụng chia cho mức tiêu tiền thuần mỗi kỳ. Nếu có 900 triệu tiền khả dụng và dự kiến tiêu thuần đều 150 triệu mỗi tháng, thời gian ước tính là sáu tháng.

Phép chia này có ích ở bước đầu nhưng dễ tạo cảm giác an toàn giả. Một khoản trả nợ 500 triệu vào tháng thứ hai làm giả định chi đều không còn đúng. Thu nhập mùa vụ, chi phí tuyển dụng, tiền thuê trả trước và khoản đầu tư lớn cũng làm bình quân tháng mất ý nghĩa. Nếu doanh nghiệp không tiêu tiền thuận, công thức không cho một “runway âm”; khi đó nên chuyển sang dự báo dòng tiền và các nghĩa vụ cụ thể.

■ 5. Hạn mức vay khác số tiền được rút

Hạn mức cam kết là mức trần mà bên tài trợ có thể phải cung cấp nếu các điều kiện hợp đồng được đáp ứng. Số tiền chưa sử dụng trên hạn mức không nhất thiết là số tiền có thể rút ngay.

Với khoản vay dựa trên tài sản lưu động, **cơ sở xác định mức cho vay** (borrowing base) có thể bằng một tỷ lệ của khoản phải thu và hàng tồn kho đủ điều kiện, sau các khoản dự phòng giảm trừ. Tài sản quá hạn, đang tranh chấp hoặc tập trung quá nhiều ở một khách hàng có thể không được tính. Vì vậy, hạn mức ghi trong hợp đồng có thể còn lớn trong khi khả năng rút thực tế rất thấp. Journal of Accountancy — cơ chế tài trợ dựa trên tài sản.

Giả định hạn mức 5.000 triệu; khoản phải thu đủ điều kiện 3.000 triệu, tỷ lệ cho vay 80%; hàng tồn kho đủ điều kiện 1.000 triệu, tỷ lệ 50%; khoản giảm trừ bổ sung 200 triệu. Cơ sở cho vay là:

$$3.000 \times 80\% + 1.000 \times 50\% - 200 = 2.700 \text{ triệu.}$$

Nếu đã rút 2.200 triệu và không có khoản sử dụng khác, khả năng rút thêm theo công thức là 500 triệu, dù hạn mức danh nghĩa chưa sử dụng còn 2.800 triệu. Nếu 700 triệu khoản phải thu mất điều kiện, cơ sở giảm thêm 560 triệu xuống 2.140 triệu: dư nợ hiện có đã vượt cơ sở 60 triệu. Hợp đồng phải cho biết cách xử lý mức vượt này và thời hạn khắc phục.

Đây còn là phép tính trước khi kiểm tra điều kiện giải ngân. Việc đáp ứng tỷ lệ tài chính, thời gian gửi yêu cầu, xác nhận thông tin và tình trạng vi phạm đều có thể ảnh hưởng đến quyền rút tiền. Khi lập dự báo, cần tách “có hạn mức”, “đáp ứng cơ sở tài sản” và “đủ điều kiện giải ngân”.

■ 6. Tiền đang ở đâu và ai được sử dụng?

Trong một nhóm công ty, số dư tiền hợp nhất có thể che khuất việc bên có nghĩa vụ thanh toán không nắm tiền. Công ty con có tiền không có nghĩa công ty mẹ

được rút ngay. Tiền trong tài khoản chuyên dùng, tài khoản giữ lại hoặc tài khoản bảo đảm có thể cần chấp thuận hoặc đáp ứng điều kiện trước khi chuyển.

Một khoản tiền cũng có thể đang dành cho nhu cầu vận hành tối thiểu. Đây là hạn chế kinh tế, khác với hạn chế theo hợp đồng. Nếu doanh nghiệp cần duy trì 400 triệu để trả lương và các khoản thiết yếu, dùng toàn bộ số tiền đó trả nợ có thể khiến hoạt động ngừng lại. Đánh giá thanh khoản nên chỉ rõ phần tiền thực sự có thể sử dụng mà không tạo một thiếu hụt khác.

Các thỏa thuận tập trung tiền trong nhóm cần được đọc theo từng chủ thể. Sau khi tiền chuyển vào tài khoản trung tâm, quyền của công ty thành viên có thể là quyền yêu cầu hoàn trả một khoản phải thu nội bộ. Khả năng thanh toán khi ấy phụ thuộc thêm vào đơn vị giữ tiền. Cần kiểm tra quyền rút, kỳ hạn hoàn trả, quyền bù trừ và cơ chế rời khỏi hệ thống.

Với giao dịch mua bán doanh nghiệp, định nghĩa tiền ảnh hưởng trực tiếp đến giá cổ phần. Tiền đang chuyển, khoản thu thẻ chưa quyết toán hoặc lệnh chi chưa hoàn tất cần được phân bổ nhất quán. Một khoản không nên vừa được tính là tiền vừa được tính là khoản phải thu. Tương tự, không nên giảm tiền vì một lệnh chi và đồng thời giữ nguyên nghĩa vụ đã được lệnh chi ấy thanh toán, trừ khi phương pháp điều chỉnh được thiết kế để tránh trùng lặp.

■ 7. Đưa thời gian vào phân tích hợp đồng

Báo cáo năm tổng hợp mười hai tháng thành một con số. Nghĩa vụ thanh toán lại đến hạn theo ngày. Vì vậy, khi thanh khoản quan trọng, tài liệu hữu ích hơn là dự báo thu chi theo tuần trong một khoảng thời gian đủ bao phủ các nghĩa vụ sắp tới. Mười ba tuần là một khoảng có thể sử dụng; thời hạn phù hợp vẫn phụ thuộc vào chu kỳ kinh doanh.

Dự báo nên bắt đầu bằng tiền thực sự khả dụng, sau đó đặt từng khoản thu và chi vào tuần dự kiến. Khoản phải thu cần phân biệt tiền chắc chắn đến hạn với tiền đang tranh chấp hoặc chỉ được kỳ vọng. Nguồn tài trợ cần phân biệt cam kết ràng buộc với kế hoạch gọi vốn chưa hoàn tất. Phần chi cần có gốc vay, lãi vay, thuế, chi đầu tư và các khoản thanh toán không đi qua báo cáo lợi nhuận.

Luật sư có thể đóng góp trực tiếp bằng cách kiểm tra ngày đến hạn, điều kiện nghiệm thu, quyền giữ lại tiền, quyền chấm dứt, cơ chế bù trừ và điều kiện trả trước. Nếu một hợp đồng cho khách hàng quyền giữ toàn bộ tiền khi một phần công việc có tranh chấp, dự báo không nên coi toàn bộ khoản thu là chắc chắn. Nếu hạn mức hết hạn trước khi khách hàng thanh toán, việc thay nguồn tài trợ phải được xử lý riêng.

Thay đổi lịch thanh toán cần được đọc cùng toàn bộ bộ hợp đồng. Một yêu cầu gia hạn đơn lẻ không mặc nhiên dẫn đến bất kỳ hậu quả nào, nhưng các cam kết

về thông báo, sự kiện vi phạm và nghĩa vụ cung cấp thông tin có thể liên quan. Cách tiếp cận đúng là xác định sự kiện thực tế và cơ chế đã thỏa thuận, không suy từ một cuộc trao đổi thương mại sang kết luận tự động về khả năng thanh toán.

8. Phân bổ rủi ro thanh khoản

Một điều khoản về thanh khoản tốt phải trả lời được ba vấn đề: đo gì, khi nào đo và hậu quả của kết quả đo. Mức tiền tối thiểu có thể đo số dư tiền khả dụng hoặc kết hợp số dư đó với phần hạn mức còn được rút. Nếu cộng hạn mức, cần dùng phần khả dụng thực tế và trừ những khoản sử dụng khác mà định nghĩa yêu cầu.

Tần suất đo cũng là lựa chọn phân bổ rủi ro. Kiểm tra vào cuối quý có thể bỏ qua thiếu hụt giữa quý. Kiểm tra hằng ngày có thể tạo gánh nặng báo cáo và phản ứng quá mức với biến động ngắn. Doanh nghiệp có mùa vụ cần một cơ chế phù hợp với mùa thấp điểm và kế hoạch tài trợ của mình, thay vì một mức sàn hình thành từ ngày có tiền nhiều nhất.

Điều khoản buộc dùng tiền dư trả nợ trước hạn (cash sweep) cần dành chỗ cho nhu cầu vốn lưu động, đầu tư đã cam kết và phần dự trữ phù hợp. Nếu định nghĩa tiền dư bỏ qua các khoản này, doanh nghiệp có thể trả nợ hôm nay rồi lại cần vay cho hoạt động ngày mai. Ngược lại, một danh mục khấu trừ quá rộng có thể làm cơ chế trả nợ không còn tác dụng.

Quyền thông tin cần gắn với quyền kiểm tra. Bảng dự báo nên kèm đối chiếu giữa dự kiến và thực tế, giải thích chênh lệch lớn và cập nhật giả định. Khi khả năng rút phụ thuộc vào chất lượng khoản phải thu, báo cáo tuổi nợ và tình trạng tranh chấp hữu ích hơn chỉ một dòng tổng khoản phải thu. Khi tiền bị giữ lại, điều kiện và ngày giải tỏa quan trọng hơn tên tài khoản.

9. Tự kiểm tra trước khi kết luận

Sau khi đọc một bộ số liệu, người đọc nên có thể trả lời ngắn gọn: tiền đến từ hoạt động nào; vì sao lợi nhuận khác dòng tiền; khoản thanh toán lớn tiếp theo là gì; và nguồn tiền cho khoản ấy đã sẵn sàng đến mức nào. Nếu chỉ có số dư cuối năm hoặc một tỷ lệ dựa trên EBITDA, câu trả lời còn thiếu.

Một phép kiểm tra hữu ích là giảm khoản thu dự kiến, kéo dài thời gian thu và giả định nguồn vay chưa đáp ứng điều kiện. Không cần dự báo mọi biến cố. Mục tiêu là nhận ra giả định nào, nếu sai, sẽ làm kế hoạch thanh toán không còn thực hiện được, rồi xác định hợp đồng đang phân bổ rủi ro đó cho ai.

Đọc dòng tiền tốt bắt đầu bằng một câu hỏi cụ thể: nghĩa vụ này sẽ được thanh toán bằng nguồn nào, tại đúng thời điểm nào? Từ câu hỏi ấy, những khái

niệm tài chính trở thành công cụ để thiết kế điều khoản và nhận diện vấn đề trước khi chúng thành tranh chấp.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **IFRS Foundation — Statement of Cash Flows:** đối chiếu ba nhóm dòng tiền và cách đối chiếu số dư; không sử dụng lịch sửa đổi chuẩn mực làm nội dung chương.
ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-7-statement-of-cash-flows
- **CFA Institute — Free Cash Flow Valuation:** đối chiếu sự khác nhau giữa FCFF, FCFE và các chỉ tiêu lợi nhuận.
cfainstitute.org/insights/professional-learning/refresher-readings/2026/free-cash-flow-valuation
- **Journal of Accountancy — Asset-Based Financing Basics:** đối chiếu cơ chế borrowing base và tài sản đủ điều kiện; các số trong chương là minh họa tự xây dựng.
journalofaccountancy.com/issues/2011/aug/20113992

03

Đọc báo cáo tài chính để hiểu quyền, nghĩa vụ và giá trị

Trong chương này

1. Ba báo cáo chính và phần thuyết minh	19	5. Kiểm toán trả lời câu hỏi nào?	23
2. Theo một giao dịch qua các báo cáo	20	6. Báo cáo chất lượng lợi nhuận bổ sung điều gì?	24
3. Chính sách, ước tính và sai sót	21	7. Chuyển cơ sở kế toán thành cơ chế hợp đồng	25
4. Những khoản mục thường làm thay đổi cách hiểu	22	8. Một trình tự đọc phù hợp với luật sư trẻ	25

Luật sư đọc báo cáo tài chính để hiểu doanh nghiệp đã ghi nhận điều gì, trên cơ sở nào và con số ấy sẽ được dùng ra sao trong giao dịch. Một khoản phải trả có thể là căn cứ giảm giá mua; một chính sách doanh thu có thể quyết định kết quả của khoản thanh toán theo thành tích; một thay đổi ước tính có thể làm tỷ lệ vay vượt giới hạn. Đọc đúng không đòi hỏi biến mình thành kế toán. Nó đòi hỏi biết lần từ con số về giao dịch tạo ra con số đó.

Báo cáo tài chính là hệ thống đo lường có nguyên tắc. Người lập có thể phải lựa chọn chính sách và đưa ra ước tính, nhưng không có nghĩa mọi con số đều tùy ý. Luật sư cần phân biệt lựa chọn được chấp nhận, ước tính có cơ sở, sai sót và điều chỉnh riêng phục vụ giao dịch. Nếu gộp chúng thành một nhóm, cả đàm phán giá và soạn thảo cam kết đều dễ đi sai hướng.

1. Ba báo cáo chính và phần thuyết minh

Bảng cân đối kế toán, còn gọi là báo cáo tình hình tài chính, trình bày tài sản, nợ phải trả và vốn chủ sở hữu tại một ngày. Tài sản có thể là tiền, khoản phải thu,

hàng tồn kho, thiết bị hoặc những quyền kinh tế khác được ghi nhận. Nợ phải trả phản ánh nghĩa vụ. Vốn chủ sở hữu là phần còn lại theo giá trị ghi sổ sau khi trừ nợ.

Quan hệ nền tảng là:

Tài sản = nợ phải trả + vốn chủ sở hữu.

Đẳng thức này không có nghĩa vốn chủ sở hữu bằng giá bán cổ phần. Một thương hiệu tự phát triển có thể tạo giá trị lớn nhưng không xuất hiện như một tài sản riêng. Một tài sản đã ghi nhận cũng có thể có giá bán khác giá trị ghi sổ. Báo cáo tình hình tài chính phục vụ một hệ thống ghi nhận; định giá phục vụ một câu hỏi khác.

Báo cáo kết quả kinh doanh trình bày doanh thu, thu nhập, chi phí và kết quả trong một kỳ. Nó cho thấy hoạt động tạo ra lợi nhuận như thế nào: doanh thu tăng, biên lợi nhuận thay đổi hay chi phí tài trợ tăng. Tuy nhiên, lợi nhuận không đồng nghĩa với tiền đã thu, như Chương 2 đã giải thích.

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ nối số dư tiền đầu kỳ và cuối kỳ qua các khoản thu chi. Báo cáo biến động vốn chủ sở hữu bổ sung thông tin về vốn góp, phân phối, lợi nhuận tích lũy và các biến động khác. Với người đọc mới, ba báo cáo đầu là điểm xuất phát; phần thuyết minh cho biết cách hiểu đúng những dòng tổng hợp trên đó.

Thuyết minh không phải phần phụ có thể đọc sau cùng khi còn thời gian. Nó chứa kỳ hạn nợ, tài sản dùng bảo đảm, các bên liên quan, nghĩa vụ chưa chắc chắn, chính sách doanh thu và ước tính quan trọng. Một dòng “các khoản phải thu khác” trên bảng cân đối có thể chỉ hiểu được sau khi đọc thuyết minh và bảng chi tiết.

2. Theo một giao dịch qua các báo cáo

Giả định đầu năm doanh nghiệp nhận trước 360 triệu đơn vị tiền tệ để cung cấp dịch vụ đều trong 36 tháng, bắt đầu ngay ngày nhận tiền. Giả định toàn bộ khoản thu là đối giá cho dịch vụ liên tục, không có một dịch vụ riêng hoàn tất ngay lúc bắt đầu; bỏ qua chi phí, thuế và mọi giao dịch khác.

Sau 12 tháng, một phần ba dịch vụ đã được thực hiện. Doanh thu theo giả định là 120 triệu; phần còn phải thực hiện tương ứng 240 triệu. Tác động của riêng giao dịch này như sau:

Vị trí	Tác động cuối năm thứ nhất, triệu
Tiền	+360
Nghĩa vụ đối với dịch vụ chưa thực hiện	+240
Lợi nhuận, trước các khoản đã bỏ qua	+120
Vốn chủ sở hữu thông qua lợi nhuận giữ lại	+120
Tiền thu từ hoạt động kinh doanh	+360

Tài sản tăng 360, bằng nợ tăng 240 cộng vốn chủ sở hữu tăng 120. Nếu trình bày dòng tiền gián tiếp từ lợi nhuận, 120 được cộng với mức tăng nghĩa vụ 240 để trở về tiền thu 360. Những con số khác nhau cùng mô tả một giao dịch, dưới các góc nhìn khác nhau.

Điểm cần kiểm tra là nội dung cam kết với khách hàng, không chỉ tên khoản phí hoặc ngày xuất hóa đơn. Nếu khoản thanh toán ban đầu trả cho một sản phẩm hoặc dịch vụ riêng đã thực sự chuyển giao, cách ghi nhận có thể khác. Ví dụ vì thế nêu rõ giá định; nó không đưa ra kết luận chung cho mọi “phí thiết lập” hay “phí tham gia”.

Từ góc nhìn giao dịch mua bán, tiền nhận trước còn đặt ra câu hỏi kinh tế: ai giữ tiền và ai phải tiếp tục cung cấp dịch vụ? Câu trả lời có thể ảnh hưởng đến vốn lưu động, khoản tương tự nợ và định giá. Việc đã ghi nhận nghĩa vụ trên báo cáo giúp nhận diện vấn đề, nhưng chưa quyết định cách các bên phải phân bổ nó trong giá.

3. Chính sách, ước tính và sai sót

Chính sách kế toán là nguyên tắc và phương pháp được áp dụng để ghi nhận, đo lường và trình bày. **Ước tính kế toán** là việc lượng hóa một khoản mục khi chưa có sự chắc chắn đầy đủ, như thời gian sử dụng thiết bị hoặc khả năng thu hồi khoản phải thu. **Sai sót** là một vấn đề khác: dữ liệu sai, bỏ sót hoặc áp dụng không đúng cơ sở cần tuân theo.

Sự phân biệt có hệ quả thực tế. Thay đổi dự kiến về thời gian sử dụng tài sản khi có thông tin mới không đồng nghĩa báo cáo trước đó sai. Trái lại, bỏ sót một nghĩa vụ đã phát sinh có thể cần xem xét như một sai sót. Bất đồng về giá trị kinh tế cũng không tự động chứng minh việc ghi nhận kế toán không đúng.

Trong hồ sơ giao dịch, nên lập một bảng ngăn gồm khoản mục, xử lý hiện tại, căn cứ, điều chỉnh đề xuất và lý do. Mục “lý do” phải tách rõ sửa sai, thay đổi ước tính, lựa chọn phương pháp khác và chuẩn hóa lợi nhuận. Bảng này giúp tránh

việc cùng một điều chỉnh vừa được coi là cơ sở giảm giá, vừa được diễn giải như một vi phạm cam kết mà chưa kiểm tra điều kiện của cam kết đó.

■ 4. Những khoản mục thường làm thay đổi cách hiểu

Doanh thu và nghĩa vụ chưa hoàn thành

Doanh thu cần được đọc cùng hợp đồng với khách hàng. Luật sư thường nắm rõ hơn người lập bảng số liệu về điều kiện nghiệm thu, quyền trả lại, khoản thanh toán phụ thuộc kết quả và nghĩa vụ còn tiếp tục. Đây là điểm phối hợp quan trọng với chuyên gia tài chính.

Không nên mặc định tiền đã thu là doanh thu đã kiểm được; cũng không nên mặc định chưa xuất hóa đơn thì không có doanh thu. Bảng đối chiếu giữa tiến độ thực hiện, doanh thu, hóa đơn, khoản phải thu và tiền thu sẽ chỉ ra nơi cần xác minh. Khi các mốc khác nhau đáng kể, phải hiểu đó là đặc điểm bình thường của hợp đồng hay dấu hiệu ghi nhận quá sớm.

Vốn hóa chi phí

Vốn hóa là ghi một khoản chi đủ điều kiện thành tài sản để phân bổ chi phí trong các kỳ liên quan, thay vì ghi hết vào chi phí ngay. Nó có thể làm lợi nhuận hiện tại cao hơn so với ghi nhận ngay, nhưng tiền chi ra không vì vậy mà giảm.

Giả định chi phí phát triển đủ điều kiện vốn hóa là 300 triệu, được phân bổ đều trong ba năm bắt đầu ngay đầu năm, không có giá trị còn lại. Chi phí năm đầu là 100 triệu, khác với 300 triệu nếu toàn bộ phải ghi nhận ngay. Chênh lệch 200 triệu là chênh lệch thời điểm tác động đến lợi nhuận, không phải khoản tiền mới tạo ra. Nếu chỉ nhìn EBITDA, tác động còn khác vì chỉ tiêu ấy cộng lại khấu hao và phân bổ.

Với hợp đồng dùng EBITDA làm căn cứ thanh toán, chính sách vốn hóa cần nhất quán qua các kỳ. Một thay đổi hợp lý về kế toán vẫn có thể làm công thức hợp đồng mất khả năng so sánh nếu kỳ gốc và kỳ đo được lập khác nhau.

Dự phòng nghĩa vụ và khoản giảm giá trị tài sản

Dự phòng cho một nghĩa vụ có thời điểm hoặc giá trị chưa chắc chắn thuộc phía nợ phải trả. Khoản giảm giá trị phải thu hoặc hàng tồn kho thuộc phía tài sản. Dù trong thực hành đều có thể được gọi rộng là “dự phòng”, chúng không phải cùng một loại khoản mục. Không nên cộng, trừ hoặc phân loại chúng chỉ dựa vào tên.

Một nghĩa vụ chưa được ghi nhận thành nợ vẫn có thể đáng quan tâm. Phần thuyết minh có thể trình bày các nghĩa vụ tiềm tàng mà kết quả còn phụ thuộc sự kiện chưa chắc chắn. Không có số dư nợ trên bảng cân đối không đồng nghĩa

không có rủi ro. Khái niệm dự phòng nghĩa vụ và nghĩa vụ tiềm tàng được đối chiếu với IFRS Foundation — Provisions and Contingent Liabilities; mức nhận diện và đo lường cụ thể phụ thuộc cơ sở lập báo cáo.

Khi đánh giá một tranh chấp hoặc nghĩa vụ bảo hành, luật sư nên tách khả năng phát sinh nghĩa vụ, mức tiền có thể phải trả, thời gian và bằng chứng. Chuyên gia kế toán dùng thông tin đó cho việc ghi nhận; người đàm phán dùng nó để cân nhắc giá, khoản giữ lại hoặc phân bổ rủi ro. Hai công việc liên quan nhưng không thay thế nhau.

Lợi thế thương mại và suy giảm giá trị

Trong một phép minh họa đơn giản khi mua toàn bộ doanh nghiệp, lợi thế thương mại (goodwill) là phần giá mua vượt giá trị được xác định cho tài sản thuần có thể nhận diện. Nó có thể phản ánh lợi ích kết hợp, tổ chức đang vận hành và các yếu tố không được nhận diện thành tài sản riêng. Các giao dịch có cổ phần chưa mua hoặc sở hữu từ trước cần cách tính đầy đủ hơn.

Suy giảm giá trị là việc giảm giá trị ghi sổ khi mức có thể thu hồi thấp hơn mức đang ghi nhận theo cơ sở áp dụng. Khoản giảm ấy có thể không làm tiền rời khỏi tài khoản tại ngày ghi nhận, nhưng báo hiệu kỳ vọng trước đây đã suy yếu. Bỏ qua nó chỉ vì “không bằng tiền” có thể làm mất một thông tin kinh tế quan trọng.

Thuê tài sản

Cùng nghĩa vụ trả tiền thuê có thể được trình bày qua một khoản chi phí thuê hoặc qua khấu hao quyền sử dụng và chi phí tài trợ, tùy cơ sở kế toán và loại hợp đồng. Vì EBITDA loại khấu hao và lãi vay, cách trình bày có thể thay đổi EBITDA dù tiền trả không đổi. Cần đọc đồng thời tác động đến lợi nhuận, nợ và dòng tiền; không chỉ sửa một phía của công thức.

Khi so sánh các doanh nghiệp hoặc các kỳ, người đọc cần hỏi số liệu đã được đưa về cùng cơ sở hay chưa. Chương 6 và Chương 7 sẽ phát triển hệ quả này đối với bộ số định giá và cam kết vay.

5. Kiểm toán trả lời câu hỏi nào?

Ý kiến kiểm toán đánh giá báo cáo theo cơ sở lập báo cáo và mức trọng yếu phù hợp với cuộc kiểm toán. Sự đảm bảo hợp lý là mức đảm bảo cao, nhưng không phải bảo đảm tuyệt đối rằng mọi sai sót đều được phát hiện. Đây là giới hạn được thể hiện trong tài liệu chính thức về báo cáo kiểm toán của IAASB.

Một ý kiến chấp nhận toàn phần không xác nhận giá mua hợp lý, không hứa doanh nghiệp sẽ trả mọi khoản nợ tương lai và không thay thế việc thẩm định riêng cho giao dịch. Báo cáo còn có thể nêu vấn đề cần chú ý mà không thay đổi ý kiến. Vì vậy, đọc phần kết luận mà bỏ phần cơ sở, giới hạn và các vấn đề được nêu là chưa đủ.

Ở mức khái quát, người đọc nên phân biệt ý kiến không bị sửa đổi; ý kiến có ngoại trừ đối với vấn đề nhất định; ý kiến cho rằng sai lệch có tính lan tỏa; và trường hợp không thể đưa ra ý kiến do thiếu bằng chứng thích hợp. Không nên tự suy từ tên loại ý kiến sang sự kiện vi phạm hợp đồng. Hậu quả phải được đọc trong điều khoản thực tế, bao gồm phạm vi, thời điểm và ngoại lệ đã thỏa thuận.

Trọng yếu cũng phụ thuộc mục đích. Một khoản chi 100 triệu có thể nhỏ so với doanh thu nhưng đáng kể khi EBITDA chỉ 500 triệu hoặc khi nghĩa vụ thanh toán bật lên đúng tại một ngưỡng. Kiểm toán báo cáo tổng thể và kiểm tra một công thức giá mua không nhất thiết dùng cùng góc nhìn. Điều này giải thích vì sao số liệu đã kiểm toán vẫn có thể cần điều chỉnh cho mục đích giao dịch.

■ 6. Báo cáo chất lượng lợi nhuận bổ sung điều gì?

Phân tích chất lượng lợi nhuận (quality of earnings, QoE) xem kết quả đã công bố có thể phản ánh khả năng tạo lợi nhuận duy trì đến mức nào. Nó có thể phân tích khoản bất thường, giao dịch với chủ sở hữu, xu hướng theo tháng, tập trung khách hàng và việc chuyển lợi nhuận thành tiền. Phạm vi phụ thuộc thỏa thuận dịch vụ; đây không phải tên gọi khác của kiểm toán. Grant Thornton — Understanding Quality of Earnings.

Ví dụ, khoản thù lao chủ sở hữu 250 triệu có thể được ghi nhận hoàn toàn đúng. Nếu người mua vẫn cần thuê một người thay thế với chi phí 180 triệu, phần điều chỉnh kinh tế tiềm năng là 70 triệu, không phải toàn bộ 250 triệu. Điều chỉnh này mô tả chi phí trong trạng thái vận hành dự kiến, không chứng minh báo cáo trước đó sai.

Ngược lại, nếu doanh thu ghi nhận sớm hơn nghĩa vụ đã thực hiện, việc điều chỉnh có thể liên quan đến chất lượng báo cáo gốc. Kết luận đó vẫn cần căn cứ hợp đồng và cơ sở kế toán. Luật sư nên yêu cầu người lập QoE nêu rõ loại điều chỉnh và tài liệu hỗ trợ, thay vì tiếp nhận một cột cộng lại EBITDA như sự thật tự đủ.

Báo cáo quản trị nội bộ cung cấp thông tin mới hơn báo cáo năm, nhưng có thể chưa thực hiện đầy đủ việc trích trước và các ước tính cuối kỳ. Cần biết số liệu tháng được lập theo phương pháp nào, đã khóa sổ chưa và điều chỉnh cuối năm thường lớn đến đâu. Không nên mặc định báo cáo nội bộ không đáng tin; cần hiểu mức hoàn thiện và mục đích của nó.

7. Chuyển cơ sở kế toán thành cơ chế hợp đồng

Cụm từ “áp dụng nhất quán” không đủ nếu các bên chưa xác định nhất quán với cái gì. Có thể là chính sách được mô tả trong thuyết minh, cách đã làm trên thực tế, hoặc cơ sở đã thống nhất riêng cho giao dịch. Khi ba nguồn khác nhau, người lập sổ cần biết nguồn nào ưu tiên.

Một cấu trúc có thể sử dụng là: trước hết áp dụng chính sách cụ thể đính kèm hợp đồng; đối với nội dung chưa được giải quyết, áp dụng chính sách của bộ báo cáo tham chiếu đã xác định; sau cùng mới dùng cơ sở kế toán chung được lựa chọn. Đây là một phương án phân bổ rủi ro cần được đàm phán, không phải thứ tự bắt buộc. Giá trị của thứ tự rõ ràng được phân tích trong *Deloitte — Completion accounts: a science or an art?*

Các bên cần quyết định riêng cách xử lý sai sót quá khứ. Giữ cách đã áp dụng để bảo đảm so sánh là một lựa chọn kinh tế; yêu cầu sửa theo cơ sở đúng cũng là một lựa chọn. Nếu chọn sửa, phải xem cả số gốc lẫn số cuối có cần được tính lại không. Chỉ sửa một phía có thể tạo điều chỉnh giá do thay phương pháp, dù tình trạng kinh doanh không thay đổi.

Cam kết về báo cáo lịch sử và quy tắc lập bảng giá hoàn tất cũng không nên được gộp làm một. Cam kết hỏi báo cáo đã đáp ứng tiêu chuẩn nào. Quy tắc giá hỏi một số liệu mới sẽ được xác định ra sao. Một cách đo phù hợp để so sánh vốn lưu động có thể không đủ để bảo vệ người mua trước một nghĩa vụ không được tiết lộ.

Khi phương pháp kế toán thay đổi trong thời hạn hợp đồng, có thể cố định cơ sở tính tại ngày xác định hoặc yêu cầu đối chiếu sang cơ sở cũ cho các tỷ lệ hợp đồng. Nếu dùng cơ sở cố định, cần quy định người lập bảng đối chiếu, quyền kiểm tra, thời hạn và cách thay ngưỡng khi các bên đạt thỏa thuận mới. Cố định cơ sở không có nghĩa yêu cầu báo cáo công bố chính thức luôn sử dụng cơ sở cũ.

8. Một trình tự đọc phù hợp với luật sư trẻ

Trước tiên, xác định bộ báo cáo của ai, cho kỳ nào, bằng đồng tiền nào và là báo cáo riêng hay hợp nhất. Báo cáo hợp nhất loại nhiều giao dịch nội bộ, trong khi nghĩa vụ hợp đồng thuộc từng pháp nhân. Tiền và lợi nhuận của toàn nhóm không tự động sẵn có cho bên ký hợp đồng.

Tiếp đó, đọc ý kiến kiểm toán và các chính sách ảnh hưởng trực tiếp đến giao dịch. Sau đó đối chiếu biến động lớn của tài sản, nợ, lợi nhuận và tiền giữa các kỳ. Một khoản phải thu tăng nhanh hơn doanh thu, tiền tăng đồng thời nợ tăng mạnh, hoặc chi phí được chuyển sang tài sản đều cần lời giải thích; chúng chưa tự thân chứng minh có sai phạm.

Cuối cùng, nổi từng số quan trọng với điều khoản sẽ sử dụng nó. Nếu số liệu phục vụ điều chỉnh giá, cần lịch lập, quyền truy cập và giải quyết bất đồng. Nếu phục vụ tỷ lệ vay, cần kỳ đo, phạm vi nhóm và cách xử lý thay đổi cơ sở. Nếu phục vụ cam kết về thông tin, cần biết ai chịu trách nhiệm cho dữ liệu, ước tính và tài liệu được cung cấp.

Người đọc đã hiểu chương này khi có thể giải thích vì sao một khoản thu tiền có thể chưa là doanh thu, vì sao điều chỉnh QoE chưa chắc là sửa sai và vì sao một ý kiến kiểm toán tích cực vẫn không quyết định được giá giao dịch. Kỹ năng quan trọng là hỏi đúng người về đúng phần còn chưa rõ, rồi đưa câu trả lời vào cơ chế hợp đồng có thể thực hiện và kiểm tra.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **IFRS Foundation — Provisions and Contingent Liabilities:** đối chiếu phân biệt dự phòng nghĩa vụ với nghĩa vụ tiềm tàng.
ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-37-provisions-contingent-liabilities-and-contingent-assets
- **IAASB — Forming an Opinion and Reporting on Financial Statements:** đối chiếu giới hạn của đảm bảo hợp lý và ý nghĩa báo cáo kiểm toán.
ifac.org/system/files/publications/files/ISA-700-Revised_8.pdf
- **Grant Thornton — Understanding Quality of Earnings:** đối chiếu mục đích đánh giá tính duy trì của lợi nhuận.
grantthornton.ch/en/insights/quality-of-earnings-in-ma-transactions
- **Deloitte — Completion accounts: a science or an art?:** đối chiếu nhu cầu quy định thứ tự ưu tiên của cơ sở lập số liệu giao dịch.
deloitte.com/uk/en/services/consulting-financial/blogs/2023/completion-accounts-a-science-or-an-art.html

04

Vốn lưu động

Số tiền cần để duy trì hoạt động

Trong chương này

1. Không có một định nghĩa dùng được cho mọi mục đích	28	6. Mục tiêu và số thực tế phải đo trên cùng cơ sở	31
2. Chu kỳ chuyển đổi tiền	28	7. Ranh giới giữa vốn lưu động và khoản tương tự nợ	32
3. Tăng trưởng có thể sử dụng tiền ngay cả khi có lãi	29	8. Từ bảng tính đến cơ chế có thể thực hiện	32
4. Vì sao giá mua cần một mức vốn lưu động mục tiêu	30	9. Vốn lưu động trong hợp đồng tài trợ và thương mại	33
5. Chất lượng của số dư quan trọng không kém tổng số	30	10. Những câu hỏi xác nhận đã hiểu	33

Gía trị của một doanh nghiệp không chỉ nằm ở tài sản dài hạn và khả năng tạo lợi nhuận. Hoạt động hằng ngày còn cần hàng để bán, tiền khách hàng chưa thanh toán và thời gian tín dụng từ nhà cung cấp. Những khoản này quyết định doanh nghiệp phải bỏ thêm bao nhiêu tiền để vận hành ở một quy mô nhất định.

Trong giao dịch mua bán, câu hỏi thực tế là bên mua nhận được một hoạt động có đủ nguồn lực lưu động hay phải cấp thêm tiền ngay sau khi hoàn tất. Trong tài trợ, câu hỏi là tốc độ thu tiền và chất lượng tài sản lưu động có hỗ trợ được dư nợ hay không. Cùng mang tên vốn lưu động, nhưng hai mục đích có thể dùng những định nghĩa khác nhau. Luật sư cần hiểu cơ chế kinh tế trước khi quyết định cách gọi và cách tính.

1. Không có một định nghĩa dùng được cho mọi mục đích

Theo nghĩa kế toán rộng, **vốn lưu động ròng** (net working capital) bằng tài sản ngắn hạn trừ nợ ngắn hạn. Đại lượng này có thể bao gồm tiền và các khoản vay đến hạn. Nó cung cấp một góc nhìn về cấu trúc tài trợ ngắn hạn, nhưng không tự xác nhận khả năng thanh toán vì chất lượng và thời điểm chuyển thành tiền của tài sản còn khác nhau.

Trong giao dịch mua bán, các bên thường dùng **vốn lưu động giao dịch**, loại tiền và nợ tài trợ vì những khoản ấy được điều chỉnh riêng trong giá. Ngoài việc loại tiền và nợ, họ có thể loại thêm thuế, khoản với bên liên quan hoặc chi phí giao dịch. Vì vậy, đây là một đại lượng theo hợp đồng, không phải tên khác của toàn bộ tài sản ngắn hạn trừ toàn bộ nợ ngắn hạn. EisnerAmper — phân biệt NWC kế toán và NWC trong giao dịch.

Một khái niệm hẹp hơn là **vốn lưu động thương mại**:

Khoản phải thu thương mại + hàng tồn kho – khoản phải trả thương mại.

Giả định khoản phải thu là 6.000 triệu đơn vị tiền tệ, hàng tồn kho 3.000 triệu và khoản phải trả nhà cung cấp 4.000 triệu. Vốn lưu động thương mại là 5.000 triệu. Con số này không phải số dư một tài khoản ngân hàng. Nó thể hiện lượng nguồn lực ròng đang nằm trong chu trình mua, bán và thanh toán.

Các khoản trả trước, chi phí trích trước, doanh thu chưa thực hiện và tiền khách hàng đặt cọc có thể rất quan trọng nhưng chưa nằm trong công thức hẹp trên. Khi chuyển sang điều chỉnh giá, cần đọc bảng khoản mục đã thỏa thuận, thay vì giả định công thức ba dòng luôn đầy đủ.

2. Chu kỳ chuyển đổi tiền

Doanh nghiệp thường chi tiền để có hàng hoặc cung cấp dịch vụ trước khi thu tiền từ khách hàng. Khoảng cách ấy có thể được xem xét thông qua **chu kỳ chuyển đổi tiền** (cash conversion cycle): thời gian tồn kho cộng thời gian thu nợ, trừ thời gian được nhà cung cấp cho chậm trả.

Ba đại lượng thường dùng là số ngày phải thu (DSO), số ngày tồn kho (DIO) và số ngày phải trả (DPO). Công thức phân tích nên dùng số dư bình quân phù hợp với kỳ đo. Đối với phải thu, mẫu số lý tưởng là doanh thu bán chịu; đối với phải trả, mẫu số lý tưởng là giá trị mua chịu. Khi không có dữ liệu mua chịu, giá vốn có thể được dùng làm xấp xỉ, nhưng cần nói rõ. ACCA — Working capital management.

Minh họa dùng năm 365 ngày, mọi giao dịch đều bán chịu hoặc mua chịu; giá trị mua trong năm bằng giá vốn; số dư bình quân có tính đại diện:

Đại lượng	Số liệu, triệu	Phép tính số ngày
Doanh thu năm	36.500	—
Giá vốn và mua chịu năm	21.900	—
Phải thu bình quân	6.000	$6.000 \div 36.500 \times 365 = 60$
Tồn kho bình quân	3.000	$3.000 \div 21.900 \times 365 = 50$
Phải trả bình quân	4.200	$4.200 \div 21.900 \times 365 = 70$

Chu kỳ chuyển đổi tiền là $60 + 50 - 70 = 40$ ngày. Diễn giải thận trọng là chu trình được tài trợ ròng trong khoảng 40 ngày theo các giả định bình quân. Không nên hiểu mọi khoản tiền thực tế đều nằm ngoài doanh nghiệp đúng 40 ngày: từng hóa đơn, lô hàng và điều kiện thanh toán có thể khác nhau.

Một chu kỳ ngắn hơn thường giúp giảm vốn bị giữ trong hoạt động, nhưng cách đạt được kết quả ấy quan trọng. Thu tiền nhanh hơn nhờ quản trị tốt khác với bán khoản phải thu có chi phí cao. Tăng thời gian trả nhà cung cấp theo thỏa thuận khác với chậm trả làm gián đoạn cung ứng. Tồn kho giảm nhờ dự báo tốt khác với tồn kho giảm đến mức không đáp ứng đơn hàng.

3. Tăng trưởng có thể sử dụng tiền ngay cả khi có lãi

Giữ nguyên các giả định trên, doanh thu tăng thêm 3.650 triệu một năm, tương ứng 10 triệu mỗi ngày. Với tỷ lệ giá vốn 60%, giá vốn tăng thêm 2.190 triệu, tương ứng 6 triệu mỗi ngày. Nhu cầu vốn lưu động thương mại tăng thêm là:

Phải thu: $10 \times 60 = 600$ triệu.
Tồn kho: $6 \times 50 = 300$ triệu.
Phải trả: $6 \times 70 = 420$ triệu.
Nhu cầu ròng: $600 + 300 - 420 = 480$ triệu.

Không thể lấy doanh thu tăng mỗi ngày 10 triệu nhân chu kỳ 40 ngày rồi kết luận cần 400 triệu. Lý do là phải thu được tính trên giá bán, trong khi tồn kho và phải trả được tính trên chi phí. Chỉ khi các cơ sở tính phù hợp mới có thể sử dụng một công thức rút gọn.

Điều này giúp luật sư hiểu vì sao tăng hạn mức cung cấp dịch vụ hoặc tăng sản lượng cam kết có thể cần thêm tài trợ. Một hợp đồng có lợi nhuận tốt vẫn gây sức ép nếu phải mua đầu vào sớm trong khi khách hàng chỉ thanh toán sau nhiều tháng. Điều khoản tạm ứng, thanh toán theo tiến độ, nghiệm thu từng phần và giới hạn giữ lại tiền đều tác động đến nhu cầu này.

Vốn lưu động âm cũng không mặc nhiên là dấu hiệu xấu. Nếu khách hàng trả trước và nhà cung cấp được thanh toán sau, hoạt động có thể được tài trợ một phần bởi chính chu kỳ thương mại. Tuy nhiên, mô hình ấy dễ đảo chiều khi doanh thu giảm, khách hàng đòi hoàn tiền hoặc nhà cung cấp rút ngắn thời hạn tín dụng. Cần hiểu điều gì duy trì số âm, thay vì đánh giá chỉ theo dấu của kết quả.

■ 4. Vì sao giá mua cần một mức vốn lưu động mục tiêu

Một mức định giá hoạt động thường hàm ý doanh nghiệp được bàn giao với nguồn lực lưu động phù hợp để tiếp tục kinh doanh. **Vốn lưu động mục tiêu**, còn gọi là *peg*, là mức tham chiếu mà các bên thỏa thuận cho điều chỉnh giá. Trong cơ chế thông dụng, vốn lưu động thực tế cao hơn mục tiêu làm tăng giá; thấp hơn làm giảm giá. Điều chỉnh áp dụng theo số tiền chênh lệch, không nhân với bội số EBITDA. BDO — cơ chế peg và điều chỉnh giá.

Giá định giá cơ sở của cổ phần, trước điều chỉnh vốn lưu động, là 20.000 triệu; mục tiêu là 4.000 triệu. Nếu tại hoàn tất vốn lưu động theo định nghĩa đạt 3.300 triệu, điều chỉnh là -700 triệu và giá cuối là 19.300 triệu, khi không có khoản điều chỉnh khác.

Nếu giá thanh toán ban đầu đã dùng vốn lưu động ước tính 3.700 triệu, bên mua đã trả 19.700 triệu. Khoản quyết toán bổ sung khi số thực tế được chốt chỉ là $19.300 - 19.700 = -400$ triệu. Giảm thêm 700 triệu sau khi đã giảm 300 triệu ở lần đầu sẽ tính trùng một phần thiếu hụt.

Mục tiêu là một chuẩn thỏa thuận về giao dịch, không nhất thiết bằng lượng tiền tối thiểu để tồn tại. Bên mua có thể cần tiền mặt vận hành riêng ngoài vốn lưu động không gồm tiền. Vì vậy, phải phân biệt giá mua, điều chỉnh vốn lưu động và kế hoạch cấp tiền sau hoàn tất. Một cơ chế điều chỉnh đầy đủ vẫn không thay thế kế hoạch tài trợ.

■ 5. Chất lượng của số dư quan trọng không kém tổng số

Khoản phải thu 1.000 triệu có thể gồm tiền chưa đến hạn, tiền đang tranh chấp và tiền đã quá hạn nhiều tháng. Tổng số không cho biết giá trị có thể thu hồi. Cần

xem tuổi nợ, lịch sử thu, quyền khấu trừ của khách hàng, hàng trả lại và ghi chú tín dụng có thể phải phát hành.

Chính sách giảm giá trị theo tuổi nợ có thể làm phép tính dễ kiểm tra, nhưng không thay thế mọi thông tin thực tế. Khoản chưa quá hạn vẫn có thể khó thu; khoản quá hạn có thể đã được thanh toán ngay sau ngày đo. Hợp đồng cần quyết định mức độ dùng thông tin phát sinh sau ngày hoàn tất và mục đích sử dụng: làm sáng tỏ tình trạng đã có, hay đưa cả sự kiện mới vào phép đo.

Hàng tồn kho cần được kiểm tra theo quyền sở hữu, tình trạng vật chất, tuổi hàng và khả năng tiêu thụ. Hàng đang giữ hộ khách hàng không phải hàng của doanh nghiệp chỉ vì đang nằm trong kho. Hàng đã bán nhưng chưa giao, hàng đang vận chuyển và hàng ký gửi đòi hỏi hiểu điều khoản chuyển giao. Đây là nơi phân tích hợp đồng hỗ trợ trực tiếp cho việc lập sổ.

Phía nợ phải trả cần được kiểm tra về tính đầy đủ. Chi phí đã phát sinh nhưng chưa có hóa đơn vẫn có thể phải ghi nhận theo cơ sở được chọn. Nếu chỉ sử dụng danh sách hóa đơn đã nhận, vốn lưu động có thể bị thổi cao. Ngược lại, ghi nhận một khoản chi phí hai lần qua hóa đơn và trích trước làm vốn lưu động thấp giả tạo.

■ 6. Mục tiêu và số thực tế phải đo trên cùng cơ sở

Một mức mục tiêu nhìn có vẻ chính xác vẫn có thể chứa sai lệch phương pháp. Bình quân mười hai số cuối tháng chỉ hữu ích nếu các tháng được lập nhất quán và đại diện cho hoạt động sẽ bàn giao. Nếu dự phòng chỉ ghi ở cuối năm, các tháng còn lại có thể làm mức bình quân quá cao.

Giả định mục tiêu công bố 4.000 triệu được xây từ số liệu chưa trừ khoản phải thu khó thu. Khi tính lại cùng các tháng theo chính sách hoàn tất, mức bình quân dự phòng là 300 triệu, nên mục tiêu tương đương còn 3.700 triệu. Vốn lưu động thực tế tại hoàn tất sau dự phòng là 3.300 triệu. So với mục tiêu ban đầu, thiếu hụt là 700 triệu; so với mục tiêu cùng cơ sở, thiếu hụt là 400 triệu.

Chênh lệch 300 triệu giữa hai kết quả đến từ phương pháp, không tự chứng minh hoạt động giám sát. Các bên có thể vẫn thỏa thuận dùng mục tiêu 4.000 triệu cố định, nhưng cần hiểu đó là một lựa chọn kinh tế. Hợp đồng nên nói rõ mục tiêu là số cố định hay có thể tính lại khi phát hiện sự khác biệt về phương pháp.

Mùa vụ và tăng trưởng cũng cần được phản ánh. Một doanh nghiệp tích trữ hàng trước mùa bán lớn có thể có nhu cầu cao hơn bình quân năm. Nếu ngày hoàn tất dịch chuyển, mức phù hợp cũng có thể đổi. Có thể sử dụng mục tiêu theo tháng, mức điều chỉnh theo doanh thu hoặc một kỳ bình quân đại diện khác; mỗi phương án cần được chạy số trước khi chọn.

7. Ranh giới giữa vốn lưu động và khoản tương tự nợ

Trong cầu nối từ giá trị hoạt động đến giá cổ phần, các khoản mục thường được phân vào tiền, nợ, vốn lưu động, chi phí giao dịch hoặc nhóm loại trừ. Một nghĩa vụ không nên bị khấu trừ toàn bộ như nợ và đồng thời làm giảm vốn lưu động, trừ khi cơ chế đã có điều chỉnh tương ứng để tránh tính trùng.

Tiền thường cho nhân viên là ví dụ cần xét bản chất. Khoản thường thường xuyên gắn với hoạt động có thể được xem trong vốn lưu động và trong mức mục tiêu. Khoản thường chỉ phát sinh vì giao dịch hoàn tất có thể được xử lý riêng như chi phí giao dịch. Nhân kế toán giống nhau không buộc cách xử lý giá giống nhau.

Tiền nhận trước từ khách hàng cũng không có cách phân loại duy nhất. Bên mua phải thực hiện nghĩa vụ sau hoàn tất, nhưng mức tiền cần bỏ ra có thể thấp hơn số doanh thu chưa thực hiện. Nếu các khoản nhận trước lặp lại ổn định, chúng còn là nguồn tài trợ thường xuyên. Cần xem tiền thu đã được tính ở đâu, chi phí phục vụ còn lại, dòng nhận trước thay thế và cách định giá lợi nhuận tương lai trước khi quyết định khấu trừ.

Đối với tài trợ nhà cung cấp và bán khoản phải thu, cần theo dòng quyền và nghĩa vụ. Ai đã trả tiền, ai còn chịu rủi ro khách hàng không trả, và nghĩa vụ hoàn trả còn lại thuộc về ai? Việc một khoản nằm trong “phải trả thương mại” không quyết định nó có phải nợ theo giá mua hoặc hợp đồng vay. Cũng không nên mặc định mọi chương trình tài trợ nhà cung cấp đều có một cách phân loại giống nhau.

8. Từ bảng tính đến cơ chế có thể thực hiện

Một phụ lục vốn lưu động hữu ích nên có danh mục tài khoản được tính, khoản loại trừ, chính sách đo lường và bảng minh họa. Bảng minh họa cần chạy trên cùng dữ liệu với mục tiêu để lộ sai lệch trước khi ký. Nó còn giúp luật sư và nhóm tài chính thống nhất cách hiểu của dấu cộng, dấu trừ và các khoản thanh toán đã thực hiện.

Cơ chế lập và kiểm tra số cuối kỳ cần xác định bên chuẩn bị, thời hạn, quyền tiếp cận chứng từ và nội dung thông báo bất đồng. Quyền phản đối sẽ khó dùng nếu bên nhận chỉ có một số tổng mà không có số chi tiết, cách trích trước hoặc tài liệu tuổi nợ. Quyền tiếp cận nên kéo dài đủ cho quá trình kiểm tra và giải quyết phần còn tranh chấp.

Nếu sử dụng chuyên gia độc lập, phạm vi nhiệm vụ phải rõ. Việc xác định số dư theo một chính sách đã thống nhất khác với việc quyết định hợp đồng cho phép đổi mục tiêu hay không. Hợp đồng nên quy định ai xử lý mỗi loại câu hỏi,

tài liệu chuyên gia được xem, cách nộp ý kiến, khoảng giá trị có thể quyết định và chi phí. Không nên mặc định chúc danh “kế toán độc lập” tự giải quyết được mọi vấn đề về diễn giải.

Ngưỡng miễn điều chỉnh và trần trách nhiệm cũng thay đổi kinh tế. Với ngưỡng 100 triệu và chênh lệch 130 triệu, cơ chế có thể trả toàn bộ 130 hoặc chỉ phần vượt 30. Hai kết quả đều có thể được thỏa thuận; văn bản phải chọn một. Khoản giữ lại để bảo đảm điều chỉnh cần xét mức biến động có thể xảy ra và thời điểm giải tỏa, thay vì chỉ lấy một tỷ lệ tùy tiện của giá.

■ 9. Vốn lưu động trong hợp đồng tài trợ và thương mại

Bên mua doanh nghiệp muốn đo nguồn lực cần cho hoạt động tiếp tục. Bên cho vay dựa trên tài sản lại có thể muốn đo phần tài sản có thể hỗ trợ dư nợ trong tình huống thận trọng. Bởi vậy, một khoản phải thu vẫn được tính một phần trong vốn lưu động nhưng bị loại hoàn toàn khỏi borrowing base là điều có thể xảy ra. Hai con số đang phục vụ hai mục đích khác nhau.

Tuổi nợ phải được tính từ mốc xác định: ngày hóa đơn hay ngày đến hạn. Một hóa đơn có thời hạn thanh toán 60 ngày sẽ ở trạng thái rất khác tại ngày thứ 90 tùy cách tính. Giới hạn tập trung khách hàng và điều kiện loại khoản có tranh chấp cũng cần được đọc với cùng mức cẩn trọng.

Trong hợp đồng thương mại, điều khoản thanh toán tác động đến vốn lưu động ngay cả khi không nhắc đến thuật ngữ này. Quyền yêu cầu tạm ứng, cách nghiệm thu từng phần, thời điểm phát hành hóa đơn và quyền giữ lại tiền quyết định thời gian doanh nghiệp phải tài trợ cho đối tác. Đàm phán giá mà bỏ qua những điều kiện đó có thể bỏ sót một chi phí đáng kể.

Cam kết duy trì hoạt động trước hoàn tất nên được gắn với hành vi có thể kiểm tra: thay đổi điều kiện tín dụng, bán khoản phải thu, trả chậm bất thường hoặc giảm tồn kho thiết yếu. Điều chỉnh giá có thể bù một thiếu hụt tiền, nhưng khó khôi phục ngay quan hệ với nhà cung cấp hoặc đơn hàng đã mất. Cơ chế giá và cam kết vận hành vì vậy có mục đích bổ sung cho nhau.

■ 10. Những câu hỏi xác nhận đã hiểu

Trước khi chốt một điều khoản, hãy xác định được định nghĩa đang dùng, cơ sở của mức mục tiêu, chất lượng các số dư lớn và cách tránh tính trùng. Sau đó chạy một ví dụ từ giá ước tính đến giá cuối để kiểm tra khoản phải trả bổ sung.

Nếu số vốn lưu động thay đổi, cần giải thích được thay đổi đến từ quy mô kinh doanh, mùa vụ, chất lượng tài sản hay cách đo. Chính sự phân biệt ấy giúp cuộc

đàm phán chuyển từ tranh cãi về một con số sang quyết định rõ ràng về bên nào nhận rủi ro nào.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **ACCA — Working capital management:** đối chiếu chu kỳ chuyển đổi tiền và hạn chế của các tỷ lệ ngắn hạn.
accaglobal.com/gb/en/student/exam-support-resources/fundamentals-exams-study-resources/f9/technical-articles/wcm.html
- **EisnerAmper — Net Working Capital and Key Considerations:** đối chiếu khác biệt giữa vốn lưu động kế toán và định nghĩa dùng trong giao dịch.
eisneramper.com/insights/corporate-finance/net-working-capital-transaction-0724
- **BDO — Net Working Capital in Mergers & Acquisitions:** đối chiếu cơ chế điều chỉnh quanh mức mục tiêu và nhu cầu thống nhất phương pháp.
bdo.com/insights/advisory/importance-of-net-working-capital-nwc-in-m-a

05

Đòn bẩy tài chính

Lợi nhuận, rủi ro và quyền kiểm soát

Trong chương này

1. Đòn bẩy khuếch đại biến động của vốn chủ sở hữu	35	5. Cam kết tài chính là cơ chế phản ứng sớm	38
2. Các tỷ lệ đo những khía cạnh khác nhau	36	6. Phạm vi nhóm quyết định con số	39
3. Nợ có thể rẻ hơn, nhưng không miễn phí	37	7. Hạn mức ngoại lệ và quyền sử dụng linh hoạt	39
4. Vị trí của khoản nợ trong cấu trúc doanh nghiệp	37	8. Khi không đáp ứng tỷ lệ, điều gì xảy ra?	40
		9. Đọc đòn bẩy cùng khả năng tạo tiền	41

Vay nợ giúp chủ sở hữu tài trợ một tài sản hoặc doanh nghiệp bằng ít vốn tự có hơn. Khi giá trị tăng, lợi ích trên phần vốn tự có có thể tăng mạnh. Khi giá trị giảm, phần vốn ấy cũng chịu tổn thất nhanh hơn. Đó là cơ chế cơ bản của đòn bẩy tài chính.

Với luật sư, đòn bẩy không dừng ở tỷ lệ nợ. Nó được chuyển thành lịch thanh toán, nghĩa vụ duy trì tỷ lệ, giới hạn sử dụng tài sản và quyền can thiệp khi rủi ro tăng. Một giao dịch vay vì vậy vừa cung cấp tiền, vừa phân bổ quyền quyết định trong tương lai. Hiểu cơ chế này giúp đọc hợp đồng theo mục đích kinh tế, thay vì xem mỗi điều khoản hạn chế là một yêu cầu riêng lẻ.

1. Đòn bẩy khuếch đại biến động của vốn chủ sở hữu

Trong mô hình đơn giản, giá trị cổ phần bằng giá trị hoạt động trừ nợ ròng. Chủ nợ có quyền yêu cầu theo điều kiện khoản vay; cổ đông hưởng phần còn lại. Quyền yêu cầu của chủ nợ không tăng cùng toàn bộ giá trị doanh nghiệp như cổ phần, nhưng số tiền phải trả vẫn có thể thay đổi do lãi suất, lãi nhập gốc, phí hoặc cơ chế khác đã thỏa thuận.

Giả định tài sản hoạt động được mua với giá 100.000 triệu đơn vị tiền tệ. Xét hai phương án: dùng toàn bộ vốn chủ, hoặc vay 50.000 triệu và góp vốn 50.000 triệu. Để chỉ nhìn tác động của đòn bẩy, tạm bỏ qua lãi, thuế, phí, cổ tức và thay đổi dư nợ.

Giá trị hoạt động khi bán	Không vay: giá trị vốn chủ	Lãi/lỗ trên vốn chủ ban đầu	Có vay: giá trị vốn chủ	Lãi/lỗ trên vốn chủ ban đầu
125.000	125.000	+25%	75.000	+50%
100.000	100.000	0%	50.000	0%
75.000	75.000	-25%	25.000	-50%
50.000	50.000	-50%	0	-100%

Khi có nợ, cùng một mức giảm 25.000 triệu của giá trị hoạt động làm mất một nửa vốn tự có. Đòn bẩy không tạo thêm giá trị hoạt động trong phép tính này; nó thay đổi cách biến động được phân bổ giữa các bên cung cấp vốn.

Không nên kéo công thức “giá trị hoạt động trừ nợ” thành một giá trị cổ phần âm rồi kết luận cổ đông luôn phải bù thêm. Trong cấu trúc giới hạn trách nhiệm thuần túy, giá trị kinh tế của cổ phần có thể về không. Cam kết góp thêm vốn, bảo lãnh hoặc nghĩa vụ riêng có thể tạo rủi ro bổ sung, cần được phân tích ngoài giá trị cổ phần.

Khi đưa lãi vay trở lại, lợi ích không còn đối xứng đơn giản như bảng. Nếu nợ 50.000 triệu chịu lãi 8% và phải trả 4.000 triệu trong năm, hoạt động cần tạo đủ tiền cho khoản này trước khi cổ đông nhận tiền. Nếu lãi được nhập gốc, doanh nghiệp giữ tiền hiện tại nhưng số nợ tương lai tăng. Đòn bẩy vì thế gắn chặt với thời gian và dòng tiền.

2. Các tỷ lệ đo những khía cạnh khác nhau

Đòn bẩy có thể được đo bằng nợ trên vốn chủ sở hữu, nợ trên tổng vốn hoặc nợ trên một chỉ tiêu lợi nhuận. Không có một tỷ lệ duy nhất dùng tốt cho mọi ngành và mọi mục đích. Các tỷ lệ nợ phản ánh cấu trúc vốn; các tỷ lệ bảo đảm lãi hoặc nghĩa vụ trả nợ xem xét khả năng phục vụ vốn ấy. [CFA Institute — Financial Analysis Techniques](#).

Trong nhiều khoản vay doanh nghiệp, tỷ lệ được đàm phán là:

$$\text{Đòn bẩy nợ ròng} = \text{nợ ròng tại ngày đo} \div \text{EBITDA của kỳ đo.}$$

EBITDA là lợi nhuận trước lãi vay, thuế và khấu hao, được phân tích riêng ở Chương 7. Giả định nợ 36.000 triệu, tiền đủ điều kiện khấu trừ 4.000 triệu, EBITDA mười hai tháng 10.000 triệu. Nợ ròng là 32.000 triệu và tỷ lệ là 3,2×. Nếu hợp đồng dùng nợ gộp, cùng bộ dữ liệu cho tỷ lệ 3,6×.

Tỷ lệ 3,2× không có nghĩa doanh nghiệp sẽ trả hết nợ trong 3,2 năm. EBITDA chưa trừ vốn lưu động, đầu tư, thuế và chi phí tài trợ. Một phần tiền còn phải dùng để duy trì hoạt động. Tỷ lệ chỉ là một thước đo quy mô nợ so với lợi nhuận theo định nghĩa.

Nếu EBITDA bằng không, tỷ lệ không thể tính theo cách chia thông thường. Nếu EBITDA âm, kết quả âm không nên được hiểu là ít nợ hoặc an toàn. Hợp đồng cần cơ chế xử lý; phân tích kinh tế phải chuyển sang dòng tiền, tài sản, nguồn tài trợ và thời điểm đến hạn.

Ngay cả khi tỷ lệ có ý nghĩa, cần thống nhất ngày và kỳ. Nợ là số tại một thời điểm, EBITDA là số trong một khoảng thời gian. Một khoản mua lại có thể làm nợ tăng ngay nhưng báo cáo mười hai tháng chỉ chứa vài tháng lợi nhuận của đơn vị mới. Điều chỉnh giả định đủ kỳ có thể giải quyết sự không tương xứng ấy, nhưng phải dựa trên dữ liệu và không đồng nhất với khoản tiết kiệm chỉ mới được kỳ vọng.

■ 3. Nợ có thể rẻ hơn, nhưng không miễn phí

Chủ nợ thường chấp nhận mức lợi tức thấp hơn chủ sở hữu khi có quyền nhận tiền ưu tiên, nghĩa vụ thanh toán xác định và biện pháp bảo vệ thích hợp. Tuy nhiên, nói “nợ luôn rẻ hơn vốn chủ” là quá rộng. Chi phí phụ thuộc rủi ro, kỳ hạn, tài sản bảo đảm, quyền chuyển đổi và điều kiện thị trường.

Chi phí nợ còn gồm phí thu xếp, phí cam kết cho phần chưa rút, phí trả trước, chi phí bảo đảm và nguồn lực cần để tuân thủ. Một mức lãi suất thấp có thể đi cùng những giới hạn vận hành chặt. Đánh giá giao dịch cần xét tổng chi phí và mức linh hoạt doanh nghiệp thực sự cần.

Nợ cũng tạo rủi ro tái tài trợ. Khoản vay chỉ trả lãi trong nhiều năm có thể dễ phục vụ hằng kỳ nhưng để lại khoản gốc lớn vào ngày đáo hạn. Kế hoạch “sẽ vay khoản khác để trả” phụ thuộc khả năng tiếp cận nguồn vốn lúc đó. Một mô hình có lợi nhuận tăng đều vẫn cần kịch bản khi việc tái tài trợ chậm hoặc không đạt được điều kiện dự kiến.

■ 4. Vị trí của khoản nợ trong cấu trúc doanh nghiệp

Cấu trúc các tầng vốn (capital stack) mô tả các lớp quyền nhận tiền: nợ có ưu tiên cao, nợ thứ cấp, công cụ lai, cổ phần có ưu đãi và cổ phần thường. Tên gọi là

điểm bắt đầu, nhưng phạm vi ưu tiên phải được kiểm tra trong tài liệu và theo tài sản, nghĩa vụ cụ thể.

Nợ có bảo đảm không đồng nghĩa được ưu tiên tuyệt đối đối với mọi tài sản. Cần biết ai cấp bảo đảm, tài sản nào thuộc phạm vi, nghĩa vụ nào được bảo đảm và cơ chế phân chia khoản thu. Nợ không có bảo đảm cũng không vì tên gọi mà luôn đứng sau mọi khoản vay khác trong mọi tình huống.

Thứ cấp theo thỏa thuận xảy ra khi các bên cam kết thứ tự nhận tiền, giới hạn thanh toán hoặc trì hoãn thực hiện quyền. **Thứ cấp do cấu trúc** xuất phát từ vị trí của bên vay: chủ nợ của công ty mẹ phụ thuộc vào giá trị có thể chuyển từ công ty con lên, sau khi các nghĩa vụ của công ty con được xử lý.

Giả định công ty mẹ chỉ nắm cổ phần công ty con. Nếu nợ ở công ty mẹ, tài sản kinh tế trực tiếp của công ty mẹ là khoản đầu tư ấy, không phải từng thiết bị của công ty con. Việc công ty con cấp bảo lãnh hoặc bảo đảm có thể thay đổi nguồn mà chủ nợ được tiếp cận, nhưng phải được xác lập phù hợp. Không thể suy từ sơ đồ sở hữu rằng chủ nợ công ty mẹ đương nhiên có quyền đối với mọi tài sản bên dưới.

Khoản vay cổ đông cũng phải được đọc theo điều kiện thực tế. Một khoản tiền do cổ đông cho vay vẫn là một công cụ riêng với cổ phần. Nó không tự động đứng sau nợ bên ngoài chỉ vì người cho vay là cổ đông; việc thứ cấp hoặc hạn chế thanh toán cần có căn cứ phù hợp trong cấu trúc và tài liệu.

■ 5. Cam kết tài chính là cơ chế phản ứng sớm

Một **cam kết duy trì tỷ lệ** (maintenance covenant) được kiểm tra tại các ngày định kỳ. Một **điều kiện tỷ lệ khi thực hiện hành động** (incurrence test) được kiểm tra khi doanh nghiệp muốn làm việc đã nêu, như vay thêm, phân phối tiền hoặc thực hiện đầu tư. Hai cơ chế đặt thời điểm kiểm soát khác nhau. Một khoản vay ít cam kết duy trì vẫn có thể chứa nhiều giới hạn hành động. Sidley — Financial Covenants in Private Credit Transactions.

Giả định nợ ròng 32.000 triệu, EBITDA 10.000 triệu và giới hạn nợ ròng/EBITDA là 4,0×. Nếu giữ nợ không đổi, EBITDA tối thiểu để đáp ứng tỷ lệ là $32.000 \div 4 = 8.000$ triệu. Dư địa giảm EBITDA là 2.000 triệu, bằng 20% mức hiện tại.

Dư địa theo phần trăm EBITDA = $1 - \text{tỷ lệ hiện tại} \div \text{tỷ lệ tối đa}$.

$1 - 3,2 \div 4,0 = 20\%$.

Công thức này chỉ đúng khi giữ nguyên nợ và định nghĩa EBITDA. Nếu đồng thời vay thêm, dư địa giảm. Nếu tiền được dùng để chi đầu tư, nợ ròng có thể tăng dù nợ gộp không đổi. Nếu giới hạn tỷ lệ giảm theo thời gian, mức được phép ở quý sau có thể chặt hơn quý trước.

Vì vậy, “còn 20% dư địa” phải đi cùng giả định. Luật sư nên yêu cầu bảng theo từng ngày kiểm tra, thể hiện nợ, tiền, EBITDA, khoản điều chỉnh và giới hạn. Kế hoạch đầu tư đã được thông qua cần nằm trong bảng, chứ không chỉ dùng một dự báo hoạt động trước đầu tư.

6. Phạm vi nhóm quyết định con số

Một tỷ lệ chỉ có ý nghĩa khi từ số và mẫu số đo phạm vi phù hợp. Nếu tính lợi nhuận của một công ty nhưng loại nợ của chính công ty ấy, tỷ lệ có thể quá thuận lợi. Nếu tính nợ mà không tính thu nhập tương ứng, kết quả có thể quá chặt. Có trường hợp các bên cố ý chọn phạm vi như vậy, nhưng cần nhìn thấy và định giá lựa chọn đó.

Hợp đồng có thể phân biệt nhóm công ty chịu ràng buộc với một số công ty nằm ngoài phạm vi. Loại một công ty khỏi phép tính không làm rủi ro kinh tế biến mất. Nhóm bên vay có thể vẫn tài trợ vốn, cấp bảo lãnh, cam kết mua sản phẩm hoặc phụ thuộc vào tài sản của công ty bị loại.

Ví dụ, nhóm chịu ràng buộc có EBITDA 10.000 triệu và nợ ròng 32.000 triệu. Một dự án mới có nợ riêng 20.000 triệu và chưa có lợi nhuận. Nếu dự án được loại khỏi tỷ lệ, nhóm vẫn cần xem 5.000 triệu vốn góp đã lấy từ đâu. Nếu dùng tiền sẵn có của nhóm, nợ ròng của nhóm tăng lên 37.000 triệu, dù nợ dự án không được cộng vào từ số.

Các quyền đưa công ty vào hoặc ra khỏi phạm vi cần được đọc cùng giới hạn chuyển tài sản, cấp tín dụng và bảo đảm. Lợi nhuận hợp nhất kế toán, lợi nhuận theo hợp đồng và nhóm bên bảo đảm có thể không trùng nhau. Bảng đối chiếu giữa ba phạm vi giúp phát hiện nguồn giá trị mà một bên tưởng mình được tiếp cận nhưng thực tế không được.

7. Hạn mức ngoại lệ và quyền sử dụng linh hoạt

Hợp đồng vay thường cấm một nhóm hành vi rồi cho phép ngoại lệ trong giới hạn nhất định. **Hạn mức ngoại lệ** (basket) có thể là số tiền cố định, tỷ lệ của tổng tài sản hoặc tỷ lệ của EBITDA. Nó tạo khoảng linh hoạt để hoạt động không phải xin chấp thuận cho từng việc nhỏ.

Một hạn mức bằng số lớn hơn giữa 2.000 triệu và 20% EBITDA sẽ là 2.000 triệu khi EBITDA bằng 8.000 triệu, nhưng tăng thành 3.000 triệu khi EBITDA bằng

15.000 triệu. Vì vậy, điều chỉnh tăng EBITDA có thể đồng thời giúp đáp ứng tỷ lệ nợ và mở rộng quyền chi, vay hoặc đầu tư.

Khi kiểm tra, cần biết các hạn mức được cộng dồn hay thay thế, đo tại lúc thực hiện hay liên tục, có được chuyển phần chưa sử dụng sang kỳ sau không và việc tái phân loại có được phép không. Một hành vi vừa phù hợp nhiều ngoại lệ có thể tạo kết quả khác nhau tùy cách phân bổ vào từng hạn mức.

Các thay đổi thứ tự ưu tiên giữa chủ nợ cũng cần được xem như quyết định kinh tế. Quyền sửa hợp đồng theo đa số, ngoại lệ mua lại khoản vay và quyền giải phóng bảo đảm có thể tác động đến chủ nợ không tham gia. Những điều khoản cần sự đồng ý riêng của bên bị ảnh hưởng phải mô tả đúng quyền muốn bảo vệ; tên gọi “quyền cơ bản” tự nó không xác định phạm vi.

■ 8. Khi không đáp ứng tỷ lệ, điều gì xảy ra?

Không đáp ứng tỷ lệ, ngừng giải ngân, yêu cầu trả trước và thực hiện bảo đảm là những bước khác nhau. Hợp đồng có thể quy định thời hạn khắc phục, quyền bổ sung vốn hoặc quyền miễn trừ. Không nên nói mọi vi phạm tỷ lệ đều dẫn ngay đến thu hồi toàn bộ nợ.

Bổ sung vốn để khắc phục (equity cure) có thể dùng tiền mới giảm nợ, hoặc cho phép tăng một chỉ tiêu chỉ để tính lại cam kết. Hai cách có tác dụng rất khác. Giảm nợ làm thay đổi bảng tài trợ; cộng giả định vào EBITDA làm thay đổi phép đo, không tạo thêm doanh thu hoạt động. Cần kiểm tra số lần được dùng, thời hạn, số tiền tối đa và phạm vi những phép tính được hưởng điều chỉnh.

Một thời hạn khắc phục cũng không mặc nhiên bảo đảm tiếp tục được giải ngân. Các bên có thể tạm dừng quyền tăng tốc thu nợ nhưng vẫn ngừng cấp tiền mới. Nếu hoạt động cần hạn mức quay vòng để trả nhà cung cấp, khác biệt đó có ý nghĩa tức thời.

Điều khoản vi phạm chéo (cross-default) và tăng tốc thu nợ chéo (cross-acceleration) cũng khác nhau. Cơ chế thứ nhất có thể nhìn vào vi phạm của nghĩa vụ khác; cơ chế thứ hai nhìn vào việc nghĩa vụ khác đã bị yêu cầu trả sớm. Cần xác định loại nợ, chủ thể, ngưỡng tiền, thời hạn khắc phục và cách tránh tính hai lần một nghĩa vụ được bảo lãnh.

Khi nhiều chủ nợ cùng tài trợ, còn phải biết ai có quyền quyết định, tỷ lệ biểu quyết nào áp dụng, ai tiếp nhận thông báo và ai thực hiện quyết định. Bên quản lý khoản vay có thể chỉ có nhiệm vụ hành chính theo tài liệu. Không nên mặc định bên ấy đã thẩm định lại toàn bộ chứng nhận do doanh nghiệp cung cấp.

9. Đọc đòn bẩy cùng khả năng tạo tiền

Một tỷ lệ dựa trên EBITDA nên được đọc cạnh lịch trả nợ, chi đầu tư duy trì, vốn lưu động và độ tập trung khách hàng. Hai doanh nghiệp cùng tỷ lệ $3,0\times$ có thể có sức chịu đựng rất khác: một bên thu tiền trước, một bên phải chờ khách hàng sáu tháng; một bên ít tài sản cố định, một bên phải liên tục thay thiết bị.

Tài sản bảo đảm có thể hỗ trợ khả năng thu hồi khi có vấn đề, nhưng không tự tạo tiền trả nợ đúng hạn. Tương tự, giá trị doanh nghiệp cao trên mô hình định giá không bảo đảm có người mua ngay với mức ấy. Rủi ro thanh khoản và rủi ro giá trị cần được theo dõi song song.

Trước khi đồng ý bộ cam kết, hãy chạy ít nhất một kịch bản giảm lợi nhuận, tăng nhu cầu vốn lưu động và chậm tái tài trợ. Mục tiêu không phải làm dự báo bị quan bằng mọi giá, mà là biết cơ chế hợp đồng phản ứng ở đâu: dừng tiền mới, yêu cầu bổ sung vốn, hạn chế phân phối hay trao quyền quyết định khác.

Luật sư đã hiểu đòn bẩy khi có thể giải thích cả hai chiều: vì sao cổ đông muốn vay và vì sao chủ nợ muốn giới hạn một số hành động. Đàm phán tốt bắt đầu từ nhu cầu kinh doanh có thể chứng minh, rồi thiết kế tỷ lệ, hạn mức và quyền kiểm tra tương ứng.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

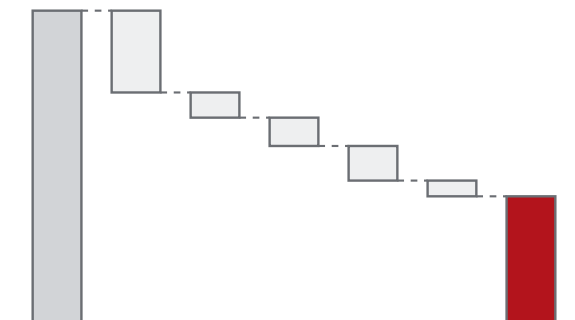
- **CFA Institute — Financial Analysis Techniques:** đối chiếu các nhóm tỷ lệ nợ và khả năng đáp ứng nghĩa vụ. cfainstitute.org/insights/professional-learning/refreshers-readings/2026/financial-analysis-techniques
- **Sidley — Financial Covenants in Private Credit Transactions:** đối chiếu phân biệt kiểm tra định kỳ, kiểm tra theo hành động và quyền bổ sung vốn khắc phục. Các mức tỷ lệ trong chương là giả định minh họa. [sidley.com/en/insights/newsupdates/2026/03/financial-covenants-in-private-credit-transactions](https://www.sidley.com/en/insights/newsupdates/2026/03/financial-covenants-in-private-credit-transactions)

II

Hiểu giá trị và lợi nhuận đầu tư

Giá trị của doanh nghiệp được xác định như thế nào, EBITDA được xây dựng và điều chỉnh ra sao, và lợi nhuận đầu tư được đo bằng cả số tiền lẫn thời gian.

-
- 6 Định giá
 - 7 EBITDA
 - 8 IRR và MOIC



06

Định giá

Xác định đúng đối tượng trước khi bàn về con số

Trong chương này

1. Giá trị và giá là hai khái niệm liên quan	45	6. Cầu nối giá cần nhìn cả lợi nhuận và nghĩa vụ	49
2. Giá trị hoạt động và giá trị vốn chủ sở hữu	46	7. Từ tổng giá trị cổ phần đến giá mỗi quyền	50
3. Chiết khấu dòng tiền: giá trị từ khả năng tạo tiền tương lai	47	8. Điều khoản định giá nên quyết định gì trước?	51
4. Định giá theo bội số: so sánh đúng cơ sở	48	9. Tự kiểm tra tính nhất quán	51
5. Giá trị dựa trên tài sản và giới hạn của “giá sàn”	49		

Một đề nghị trả “100.000 triệu cho doanh nghiệp” chưa cho biết cổ đông sẽ nhận bao nhiêu. Đó có thể là giá trị hoạt động trước khi trừ nợ, giá trị toàn bộ cổ phần, hoặc số tiền dự kiến thanh toán sau một loạt điều chỉnh. Nếu các bên chưa thống nhất đối tượng, họ có thể cùng đồng ý một con số nhưng đang hiểu những giao dịch khác nhau.

Luật sư không cần thay chuyên gia định giá lựa chọn mọi giả định tài chính. Tuy nhiên, luật sư cần bảo đảm phương pháp và đối tượng định giá phù hợp với điều khoản sử dụng kết quả. Trong hợp đồng mua bán, quyền mua lại cổ phần, cơ chế người quản lý rời doanh nghiệp hoặc cam kết tỷ lệ khoản vay trên giá trị tài sản, một từ chưa được định nghĩa có thể làm kết quả thay đổi đáng kể.

1. Giá trị và giá là hai khái niệm liên quan

Giá trị là kết quả ước tính theo đối tượng, thời điểm, phương pháp và giả định. Giá là mức trao đổi được thỏa thuận hoặc quan sát trong một giao dịch. Giá có thể chịu ảnh hưởng của lợi ích kết hợp, mức cạnh tranh giữa bên mua, nhu cầu thanh khoản và các điều kiện đi kèm.

Một mức giá thực tế là bằng chứng hữu ích nhưng cần được đọc đầy đủ. Giao dịch có thanh toán ngay khác với trả chậm; mua cổ phần có quyền kiểm soát khác với mua phần nhỏ không có quyền ấy; một mức giá bao gồm bảo đảm đặc biệt khác với giá mua không có bảo vệ tương đương. So sánh mà bỏ điều kiện có thể làm các con số tưởng tượng đồng nhưng không cùng nội dung.

Định giá vì thế thường tạo ra khoảng hợp lý, không phải một đáp án duy nhất chính xác đến đơn vị tiền tệ cuối cùng. Việc mô hình tính ra nhiều chữ số thập phân không làm các giả định trở nên chắc chắn hơn. Trong soạn thảo, điều cần cố định là cách hình thành kết quả và cách xử lý bất đồng, thay vì kỳ vọng chuyên gia có thể loại bỏ mọi sự không chắc chắn.

2. Giá trị hoạt động và giá trị vốn chủ sở hữu

Giá trị doanh nghiệp theo hoạt động (enterprise value, EV) thường được hiểu là giá trị hoạt động kinh doanh xét trước cấu trúc nợ và vốn chủ. **Giá trị vốn chủ sở hữu** (equity value) là giá trị dành cho người nắm cổ phần sau khi xử lý các quyền yêu cầu và khoản điều chỉnh liên quan.

Trong cấu trúc đơn giản chỉ có nợ, tiền và cổ phần thường:

$$\text{Giá trị vốn chủ sở hữu} = \text{giá trị hoạt động} - \text{nợ} + \text{tiền}.$$

Đây là cầu nối giản lược. Giao dịch thực tế có thể cần xử lý khoản tương tự nợ, tài sản không phục vụ hoạt động, quyền lợi cổ đông không kiểm soát hoặc công cụ ưu đãi. Không nên dùng công thức ngán khi còn những quyền kinh tế nằm ngoài nó.

Mình họa sau dùng đơn vị triệu và giả định các bên mua toàn bộ cổ phần, không có cổ phần ưu đãi hoặc tài sản ngoài hoạt động cần cộng riêng:

Khoản mục	Giá trị
Giá trị hoạt động đã thỏa thuận	100.000
Trừ nợ vay	-25.000
Trừ khoản tương tự nợ đã thống nhất	-3.000
Cộng tiền theo định nghĩa hợp đồng	+5.000
Trừ thiếu hụt vốn lưu động so với mục tiêu	-2.000
Giá cổ phần theo cơ chế minh họa	75.000

Một tỷ đồng lợi nhuận có thể làm giá trị hoạt động thay đổi nhiều tỷ đồng nếu áp dụng bội số; một tỷ đồng nợ thường làm cầu nối giá giảm một tỷ đồng theo cơ chế đã chọn. Vì thế, tranh luận về EBITDA và tranh luận về nợ đều quan trọng nhưng tác động qua những đường khác nhau.

Trong vòng gọi vốn, định giá trước đầu tư (pre-money) thường là giá trị vốn chủ được thỏa thuận trước khoản tiền mới. Không nên lấy EBITDA nhân bội số để ra EV rồi gọi ngay kết quả là pre-money. Muốn chuyển sang giá trị vốn chủ phải kiểm tra cầu nối và phạm vi các quyền được định giá.

■ 3. Chiết khấu dòng tiền: giá trị từ khả năng tạo tiền tương lai

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (discounted cash flow, DCF) đưa các khoản tiền dự kiến trong tương lai về giá trị tại ngày định giá. Một khoản nhận muộn hoặc có rủi ro không có cùng giá trị với khoản tiền chắc chắn nhận ngay. Tỷ lệ chiết khấu biểu thị yêu cầu lợi tức phù hợp với dòng tiền được đo. Không được dùng dòng tiền cho cổ đông với tỷ lệ dành cho toàn bộ vốn, hoặc ngược lại. Aswath Damodaran, NYU — Approaches to Valuation.

Với dòng tiền tại cuối năm thứ n :

$$\text{Giá trị hiện tại} = \text{dòng tiền năm } n \div (1 + \text{tỷ lệ chiết khấu})^n.$$

Nếu định giá hoạt động bằng dòng tiền cho toàn bộ bên cung cấp vốn, dự báo cần phản ánh thuế trên cơ sở phù hợp, chi đầu tư và vốn lưu động; không được dùng EBITDA như thể đó là tiền còn lại. Dòng tiền dành riêng cho cổ đông còn phản ánh hoạt động vay và trả nợ, nên đòi hỏi cách tính và tỷ lệ phù hợp khác.

Giả định dòng tiền cho toàn bộ vốn là 6.000 triệu mỗi năm trong năm năm đầu, nhận vào cuối mỗi năm. Từ năm thứ sáu, dòng tiền tăng đều 2% mỗi năm và đủ đầu tư để duy trì mức tăng đó. Tỷ lệ chiết khấu là 10%; không có tài sản ngoài hoạt động. Giá trị hiện tại của năm khoản đầu là:

$$6.000 \div 1,10 + 6.000 \div 1,10^2 + \dots + 6.000 \div 1,10^5 \approx 22.745 \text{ triệu.}$$

Dự báo hữu hạn cần một giá trị đại diện cho các năm sau, gọi là **giá trị cuối kỳ** (terminal value). Với giả định tăng trưởng đều và tỷ lệ chiết khấu lớn hơn tỷ lệ tăng trưởng:

$$\text{Giá trị cuối năm 5} = \text{dòng tiền năm 6} \div (\text{tỷ lệ chiết khấu} - \text{tăng trưởng}).$$

$$6.000 \times 1,02 \div (10\% - 2\%) = 76.500 \text{ triệu.}$$

Con số 76.500 là giá trị tại cuối năm thứ năm, nên còn phải chiết khấu về ngày đầu:

$$76.500 \div 1,10^5 \approx 47.500 \text{ triệu.}$$

$$\text{Giá trị hoạt động} \approx 22.745 + 47.500 = 70.245 \text{ triệu.}$$

Khoảng hai phần ba kết quả đến từ thời gian sau năm thứ năm. Điều đó không tự làm mô hình sai, nhưng cho thấy kết luận phụ thuộc đáng kể vào giả định dài hạn. Không nên dành toàn bộ cuộc thảo luận cho dự báo năm tới rồi bỏ qua mức tăng trưởng và nhu cầu tái đầu tư về sau.

Giữ nguyên dòng tiền và tăng trưởng, thay tỷ lệ chiết khấu tạo kết quả sau:

Tỷ lệ chiết khấu	Giá trị hoạt động, triệu, làm tròn
9%	80.160
10%	70.245
11%	62.530

Đây là phân tích độ nhạy, không phải ba mức giá được quan sát. Luật sư nên hiểu đầu vào nào làm kết quả nhạy nhất, nhất là khi kết quả dùng để xác định quyền mua lại, giá thanh toán hoặc ngưỡng vi phạm.

4. Định giá theo bội số: so sánh đúng cơ sở

Bội số là tỷ lệ giữa một giá trị và một thước đo tài chính. EV/EBITDA so sánh giá trị hoạt động với lợi nhuận trước chi phí tài trợ; tỷ lệ giá trên lợi nhuận cổ đông (P/E) dùng giá trị vốn chủ và lợi nhuận tương ứng sau chi phí tài trợ. Tử số và mẫu số phải cùng phạm vi quyền hưởng lợi. [CFA Institute — Price and Enterprise Value Multiples](#).

Giả định EBITDA mười hai tháng vừa qua là 10.000 triệu và bội số được chọn là 8,0×. EV ước tính là 80.000 triệu. Nếu dự báo mười hai tháng tới là 12.500 triệu, EV ấy tương ứng 6,4× EBITDA dự báo. Cùng một giá có thể mang hai bội số khác nhau chỉ vì kỳ đo khác nhau.

Bội số từ doanh nghiệp niêm yết dùng giá thị trường của những quyền đang giao dịch. Bội số từ giao dịch mua bán lấy giá trong những giao dịch cụ thể, có thể phản ánh kiểm soát, lợi ích kết hợp hoặc điều kiện khác. Không nên thêm một tỷ lệ “phí kiểm soát” cố định vào mọi kết quả mà chưa xem nguồn so sánh đã bao gồm yếu tố ấy chưa.

Doanh nghiệp so sánh cần tương đồng về tăng trưởng, rủi ro, biên lợi nhuận, nhu cầu đầu tư và chất lượng doanh thu. Hai hoạt động cùng ngành nhưng một bên sở hữu tài sản, một bên thuê, có thể có EBITDA rất khác về nội dung. Cùng một bội số không tự sửa được khác biệt đó.

Giả định việc thay cơ sở trình bày làm EBITDA tăng 1.000 triệu do chi phí thuê được chuyển thành khấu hao và chi phí tài trợ. Dùng nguyên bội số $8,0\times$ làm EV tăng 8.000 triệu. Nếu cầu nối chỉ trừ thêm nghĩa vụ thuê 6.000 triệu, giá vốn chủ vẫn tăng 2.000 triệu dù dòng tiền thuê không đổi. Cách sửa là đưa cả EBITDA, bội số và nghĩa vụ thuê về cơ sở nhất quán; không phải mặc định một khoản khấu trừ nợ sẽ triệt tiêu mọi sai lệch.

Với hoạt động chưa có lợi nhuận, bội số doanh thu có thể được sử dụng, nhưng nó không loại bỏ câu hỏi lợi nhuận tương lai. Một đồng doanh thu có thể tạo biên lợi nhuận và nhu cầu vốn rất khác nhau. Định giá theo doanh thu cần hiểu giả định chuyển từ doanh thu sang tiền mà bội số đang hàm ý.

■ 5. Giá trị dựa trên tài sản và giới hạn của “giá sàn”

Phương pháp tài sản xem giá trị tài sản có thể xác định, trừ nghĩa vụ liên quan. Nó có thể hữu ích khi giá trị chủ yếu nằm ở tài sản riêng biệt, khi hoạt động không tạo đủ lợi nhuận hoặc khi cần xem một phương án bán tài sản.

Giá trị thuần theo sổ, giá bán tài sản trong quá trình bình thường và giá trị thu hồi khi bán gấp là các đại lượng khác nhau. Chi phí bán, thời gian, nghĩa vụ gắn với tài sản và nhu cầu hoàn thành công việc có thể làm số thu ròng giảm đáng kể. Vì vậy, giá trị tài sản không phải lúc nào cũng là một “giá sàn” có thể thực hiện ngay.

Không nên cộng giá trị tài sản phục vụ hoạt động vào một DCF đã tính đầy đủ lợi ích từ chính tài sản đó. Việc cộng riêng chỉ phù hợp khi tài sản hoặc dòng lợi ích chưa nằm trong giá trị hoạt động được tính. Nguyên tắc chung là mỗi nguồn giá trị xuất hiện một lần trong phép tính.

■ 6. Cầu nối giá cần nhìn cả lợi nhuận và nghĩa vụ

Khoản tương tự nợ (debt-like item) là khoản mà các bên thỏa thuận xử lý giống nợ trong giá mua, dù không phải khoản vay. Giá mua còn thiếu từ một giao dịch trước, chi phí giao dịch chưa thanh toán hoặc một nghĩa vụ bất thường có thể thuộc nhóm này. Phân loại cần xem bản chất, thời điểm và cách khoản ấy đã được phản ánh ở nơi khác.

Không đủ để nói “phải trả sau hoàn tất nên là nợ”. Nhà cung cấp thường xuyên cũng được thanh toán sau hoàn tất nhưng có thể đã nằm trong vốn lưu động và

mức mục tiêu. Ngược lại, nghĩa vụ chưa ghi nhận trên bảng cân đối có thể vẫn cần được xử lý riêng nếu các bên xác định bên mua sẽ chịu một khoản chi chưa được phản ánh trong giá.

Quan hệ giữa lợi nhuận và nghĩa vụ cũng cần tránh cách diễn giải quá đơn giản. Chi phí một lần có thể được cộng lại khi xác định lợi nhuận duy trì, nhưng khoản tiền chưa thanh toán cho chính chi phí ấy vẫn được trừ ở cầu nối. Hai bước không nhất thiết tính trùng: bước đầu bỏ một chi phí không lặp lại khỏi mức lợi nhuận dùng định giá; bước sau phân bổ nghĩa vụ tiền còn tồn tại.

Ngược lại, nếu cùng nghĩa vụ vừa bị trừ như nợ vừa làm giảm vốn lưu động mà mức mục tiêu không có điều chỉnh, bên bán có thể bị khấu trừ hai lần. Mỗi khoản lớn nên có dòng giải thích về tác động đến EBITDA, vốn lưu động, tiền và nợ để nhìn toàn bộ cơ chế.

7. Từ tổng giá trị cổ phần đến giá mỗi quyền

Chia equity value cho số cổ phần chỉ đúng khi những cổ phần được tính có quyền kinh tế tương đương trong tình huống đang xét. Nếu có ưu tiên hoàn vốn, cổ tức tích lũy, quyền chuyển đổi hoặc quyền nhận thêm khi đạt ngưỡng, cần phân bổ theo các quyền ấy trước. Chương 9 đến Chương 11 sẽ phân tích cấu trúc sở hữu và ưu tiên chi tiết hơn.

Quyền chọn còn đòi hỏi xử lý giá thực hiện. Giá định equity value trước tiền thực hiện quyền chọn là 10.000 triệu, có 1.000.000 cổ phần thường và 100.000 quyền chọn đã đủ điều kiện, mỗi quyền cho mua một cổ phần với giá 2.000 đơn vị tiền tệ. Giá định tất cả quyền được thực hiện, không có công cụ khác và tiền thực hiện vào doanh nghiệp.

Tiền mới từ quyền chọn là 200 triệu. Giá mỗi cổ phần sau thực hiện theo giá định là:

$$10.200 \text{ triệu} \div 1.100.000 \text{ cổ phần} \approx 9.272,73 \text{ đơn vị tiền tệ/cổ phần.}$$

Cổ phần ban đầu nhận khoảng 9.272,73 triệu; người giữ quyền chọn nhận chênh lệch khoảng 727,27 triệu sau khi trừ 200 triệu họ phải nộp. Tổng giá trị ròng phân phối vẫn là 10.000 triệu. Nếu quyền không được thực hiện mà được thanh toán phần chênh lệch bằng tiền, cơ chế có thể đạt kết quả kinh tế tương đương khi điều kiện cho phép, nhưng tài liệu phải quy định rõ.

Không nên áp dụng ví dụ cho quyền chưa đủ điều kiện, quyền có giá thực hiện cao hơn giá cổ phần hoặc công cụ được hưởng quyền ưu tiên riêng. Cụm từ “pha

loãng hoàn toàn” cần được định nghĩa theo mục đích sử dụng, thay vì coi đó là một mẫu số hiển nhiên.

■ 8. Điều khoản định giá nên quyết định gì trước?

Trước hết là **đối tượng**: toàn bộ hoạt động, toàn bộ cổ phần, một loại cổ phần hay một tỷ lệ sở hữu cụ thể. Tiếp theo là **ngày định giá** và thông tin được phép sử dụng. Giá trị có thể thay đổi lớn giữa ngày thông báo mua lại và ngày thanh toán; cần phân bổ rủi ro thời gian ấy.

Thứ ba là **giả định về giao dịch**. Doanh nghiệp được xem là tiếp tục hoạt động hay bán tài sản? Có tính lợi ích riêng của bên mua cụ thể không? Có giả định không có sự kiện dẫn đến việc rời doanh nghiệp không? Những câu hỏi này nên do các bên quyết định, thay vì để chuyên gia tự chọn khi tranh chấp đã xuất hiện.

Thứ tư là **cách xử lý tỷ lệ sở hữu**. Giá của một phần nhỏ có thể không bằng tỷ lệ tương ứng của giá toàn doanh nghiệp nếu quyền kiểm soát và khả năng chuyển nhượng khác nhau. Tuy nhiên, hợp đồng có thể yêu cầu tính đúng theo tỷ lệ và không áp dụng chiết giảm. Không có một tỷ lệ chiết giảm mặc định đúng cho mọi giao dịch; điều khoản cần nói bên nào nhận rủi ro đó.

Thứ năm là **quy trình**: người định giá độc lập, cách bổ nhiệm khi không thống nhất, dữ liệu được cung cấp, quyền nộp ý kiến, thời hạn, nghĩa vụ giải thích và phạm vi xem xét lại. Một cơ chế nhanh thường phải giới hạn phạm vi; một cơ chế nhiều lớp kiểm tra có thể tốn thời gian. Sự lựa chọn cần phù hợp với giá trị và tần suất dùng điều khoản.

Các phương pháp có thể được yêu cầu hoặc xếp thứ tự tham khảo. Một giá giao dịch gần đây cùng loại cổ phần có thể đáng xem, nhưng cần điều chỉnh cho điều kiện đi kèm và thay đổi hoạt động. Chỉ ghi “giá thị trường hợp lý” mà không xác định những điểm trên có thể chuyển phần lớn cuộc đàm phán sang thời điểm định giá.

■ 9. Tự kiểm tra tính nhất quán

Một phép định giá có thể đúng số học nhưng sai đối tượng. Cần kiểm tra dòng tiền và tỷ lệ chiết khấu, tử số và mẫu số của bội số, EV và equity value, ngày số dư nợ và ngày định giá. Sau đó kiểm tra tài sản, nghĩa vụ và quyền chọn đã được tính đúng một lần.

Đặc biệt chú ý công thức vòng. Nếu tiền thưởng giao dịch bằng 1% giá cổ phần và được trừ để xác định chính giá cổ phần, không thể tùy ý tính từng bước mà bỏ quan hệ phụ thuộc. Nếu giá trước thưởng là 101.000 triệu và giá sau thưởng là P, ta có $P = 101.000 - 1\% \times P$, nên $P = 100.000$ triệu và thưởng là 1.000

triệu. Viết rõ cơ sở và thứ tự tính sẽ tránh một bất đồng hoàn toàn có thể phòng ngừa.

Người đọc đã nắm được chương này khi có thể trả lời: con số đang định giá thứ gì, dựa vào lợi ích nào, tại ngày nào và còn những khoản gì giữa con số ấy với tiền thực nhận. Đó là nền tảng để biến một đề nghị giá thành một nghĩa vụ thanh toán rõ ràng.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **Aswath Damodaran, NYU Stern — Approaches to Valuation:** đối chiếu yêu cầu nhất quán giữa dòng tiền được định giá và tỷ lệ chiết khấu.
pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch2.pdf
- **CFA Institute — Market-Based Valuation: Price and Enterprise Value Multiples:** đối chiếu phạm vi của bội số giá cổ phần và bội số giá trị hoạt động.
cfainstitute.org/insights/professional-learning/refresher-readings/2026/market-based-valuation-price-enterprise-value-multiples
- **CFA Institute — Free Cash Flow Valuation:** đối chiếu công thức giá trị cuối kỳ tăng trưởng đều; ví dụ và bảng độ nhạy trong chương được tự tính theo giả định nêu rõ.
cfainstitute.org/insights/professional-learning/refresher-readings/2026/free-cash-flow-valuation

07

EBITDA

Hiểu chỉ tiêu và kiểm soát các điều chỉnh

Trong chương này

1. EBITDA được hình thành như thế nào?	53	6. Giới hạn phần cộng lại: mẫu số quyết định kết quả	57
2. Chỉ tiêu này hữu ích ở đâu và bỏ sót gì?	54	7. Cùng một điều chỉnh có thể thay đổi nhiều quyền	58
3. Các phiên bản EBITDA phục vụ những mục đích khác nhau	55	8. Chính sách kế toán có thể tạo điều chỉnh ngoài dự kiến	58
4. Chuẩn hóa lợi nhuận cần đối xứng và có bằng chứng	56	9. Người lập số và người kiểm tra phải có cùng dữ liệu	59
5. Điều chỉnh đủ kỳ và khoản tiết kiệm dự kiến	56	10. Cách đọc một định nghĩa EBITDA	59

EBITDA xuất hiện trong định giá, hợp đồng vay, khoản thanh toán theo kết quả và chương trình thưởng. Một thay đổi nhỏ trong định nghĩa có thể làm thay đổi giá mua, số nợ được phép duy trì hoặc quyền được nhận tiền. Vì thế, với luật sư, EBITDA là cả một chỉ tiêu phân tích lẫn một cơ chế phân bổ lợi ích theo hợp đồng.

Điểm xuất phát cần giữ rõ: EBITDA không phải tiền và không tự xác nhận chất lượng hoạt động. Nó loại bỏ một số khoản chi phí để hỗ trợ so sánh, nhưng cũng bỏ qua những nhu cầu kinh tế thật. Giá trị của chỉ tiêu phụ thuộc vào câu hỏi đang đặt ra, tính nhất quán của số liệu và mức độ có thể kiểm chứng của các điều chỉnh.

1. EBITDA được hình thành như thế nào?

EBITDA là viết tắt của *earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation*: lợi nhuận trước lãi vay, thuế thu nhập và khấu hao, phân bổ tài sản. EBIT là lợi

nhuận trước lãi vay và thuế, tức đã chịu chi phí khấu hao, phân bổ. Không nên coi hai chỉ tiêu là tương đương ở doanh nghiệp cần đầu tư tài sản lớn.

Giả định một kỳ một năm, đơn vị triệu đơn vị tiền tệ, không có thu nhập hoặc chi phí khác ngoài những dòng dưới đây:

Khoản mục	Số tiền
Doanh thu	30.000
Giá vốn chưa gồm khấu hao	-18.000
Chi phí bán hàng và quản lý chưa gồm khấu hao	-7.000
EBITDA	5.000
Khấu hao và phân bổ	-1.500
EBIT	3.500
Chi phí lãi vay	-600
Thuế thu nhập	-580
Lợi nhuận sau thuế	2.320

Từ trên xuống, EBITDA bằng $30.000 - 18.000 - 7.000 = 5.000$ triệu. Từ dưới lên, EBITDA bằng $2.320 + 580 + 600 + 1.500 = 5.000$ triệu. Hai đường tính gặp nhau vì giả định đã phân loại đầy đủ các khoản.

Trong báo cáo thực tế, khấu hao có thể nằm trong giá vốn và chi phí quản lý. Nếu dùng những dòng chi phí đã gồm khấu hao rồi lại trừ thêm một dòng khấu hao riêng, kết quả bị trùng. Tương tự, khi bắt đầu từ lợi nhuận sau thuế, phải biết cách xử lý thu nhập lãi, lãi bán tài sản, phần lợi nhuận từ đơn vị khác và khoản chênh lệch tỷ giá. Một công thức bốn chữ cái không thay thế bảng đối chiếu.

2. Chỉ tiêu này hữu ích ở đâu và bỏ sót gì?

Loại chi phí lãi vay có thể giúp so sánh hoạt động có cấu trúc vay khác nhau. Loại thuế giúp tạm tách một yếu tố phụ thuộc nhiều điều kiện riêng. Loại khấu hao và phân bổ giúp nhìn kết quả trước cách phân bổ chi phí tài sản qua các kỳ. Nhưng sự so sánh chỉ có ích khi những khác biệt còn lại được hiểu.

Hai doanh nghiệp có EBITDA 5.000 triệu vẫn có thể tạo tiền rất khác. Giả định bên thứ nhất cần chi đầu tư duy trì 500 triệu và bên thứ hai cần 3.000 triệu mỗi năm. Chưa xét thuế hay vốn lưu động, phần tiền còn lại đã khác 2.500 triệu.

Dùng cùng EBITDA để suy ra khả năng phân phối tiền như nhau sẽ bỏ qua nguồn khác biệt lớn này.

Khoản phải thu tăng, tồn kho tăng và phải trả giảm cũng sử dụng tiền mà chưa làm EBITDA giảm tương ứng. Một doanh nghiệp có thể ghi nhận EBITDA tăng nhờ bán chịu nhiều hơn trong khi tiền thu yếu đi. Vì vậy, nên đọc EBITDA cùng bảng chuyển đổi sang dòng tiền và nhu cầu đầu tư; không nên mô tả nó đơn giản là “tiền tạo ra từ hoạt động”.

Khấu hao không làm phát sinh tiền chi ngay trong kỳ, nhưng tài sản bị sử dụng vẫn có chi phí kinh tế. Chi phí trả bằng cổ phần không dùng tiền ngay, nhưng có thể chuyển giá trị từ cổ đông hiện hữu. “Không bằng tiền” và “không có chi phí” là hai nhận định khác nhau.

Trong những ngành mà chi phí tài trợ là phần cốt lõi của hoạt động, việc bỏ lãi vay còn có thể làm mất thông tin quan trọng. EBITDA cần được dùng đúng bối cảnh, không trở thành thước đo mặc định cho mọi doanh nghiệp.

■ 3. Các phiên bản EBITDA phục vụ những mục đích khác nhau

EBITDA tính từ báo cáo là điểm xuất phát được đối chiếu với báo cáo tài chính. EBITDA điều chỉnh (adjusted EBITDA) hoặc chuẩn hóa loại hoặc bổ sung những khoản nhằm mô tả mức lợi nhuận phù hợp hơn với mục đích phân tích. Cần nêu rõ điều chỉnh nào và tại sao, vì tên gọi “điều chỉnh” không bảo đảm một phương pháp thống nhất.

EBITDA giả định đủ kỳ (pro forma EBITDA) có thể xem một giao dịch như đã có từ đầu kỳ. Ví dụ, khoản mua lại hoàn tất giữa năm làm dư nợ xuất hiện đầy đủ nhưng kết quả hợp nhất mới có sáu tháng thu nhập của đơn vị mua. Điều chỉnh sáu tháng còn thiếu dựa trên dữ liệu lịch sử là một việc khác với cộng khoản tiết kiệm dự kiến sau khi kết hợp.

EBITDA theo hợp đồng vay có thể chứa các điều chỉnh đã đàm phán, giới hạn và thời hạn riêng. EBITDA cho khoản thanh toán theo kết quả được xác định theo hợp đồng mua bán. EBITDA cho tiền thưởng lại có thể loại một số khoản mà người được thưởng không kiểm soát.

Không cần buộc mọi tài liệu dùng đúng một con số nếu mục đích khác nhau. Tuy nhiên, mỗi khác biệt phải được giải thích. Một khoản phí nội bộ có thể được cộng lại khi định giá toàn bộ nhóm nhưng vẫn bị tính vào kết quả của đơn vị dùng để trả earn-out. Đây là lựa chọn phân bổ lợi ích cần được nhận diện, không phải chi tiết kế toán vô hại.

4. Chuẩn hóa lợi nhuận cần đối xứng và có bằng chứng

Phân tích chất lượng lợi nhuận tìm phần kết quả có thể duy trì sau giao dịch. Nó cần phân biệt kết quả lịch sử, khoản bất thường và giả định cho tương lai. Một bảng điều chỉnh tốt thể hiện được bằng chứng và mức độ chắc chắn, thay vì chỉ cố làm EBITDA cao hơn. Grant Thornton — *Understanding Quality of Earnings*.

Giả định EBITDA báo cáo là 5.000 triệu và có các khoản sau:

Điều chỉnh minh họa	Tác động
Chi phí giao dịch riêng đã phát sinh, không dự kiến lặp lại	+300
Phần chi chủ sở hữu cao hơn chi phí thay thế hợp lý	+100
Thu nhập một lần đã nằm trong EBITDA	-200
EBITDA chuẩn hóa	5.200

Kết quả là $5.000 + 300 + 100 - 200 = 5.200$ triệu. Việc loại thu nhập một lần quan trọng tương tự loại chi phí một lần. Một phương pháp chỉ cộng chi phí mà giữ nguyên mọi thu nhập bất thường có thiên lệch tăng kết quả.

Đối với chi chủ sở hữu, phải xác định dịch vụ nào vẫn cần sau giao dịch. Nếu tổng khoản chi là 250 triệu và việc thay thế cần 150 triệu, phần có thể loại theo giả định chỉ là 100 triệu. Nếu toàn bộ dịch vụ thật sự không còn cần, kết quả có thể khác. Người lập bảng cần chứng minh nhu cầu thay thế, không chỉ chỉ ra người nhận tiền là bên liên quan.

Khoản tái cơ cấu cũng cần xét tần suất và bản chất. Một doanh nghiệp liên tục mua lại và tích hợp đơn vị mới có thể thường xuyên chịu chi phí tích hợp, dù từng đợt có tên riêng. “Không lặp lại” không nên được hiểu chỉ là không có đúng hóa đơn ấy lần thứ hai. Câu hỏi kinh tế là loại chi phí này có tiếp tục cần để tạo kết quả được định giá không.

Chuẩn hóa không bảo đảm tương lai sẽ xảy ra như dự kiến. Khi giá mua phản ánh việc chấm dứt một hợp đồng phí, hồ sơ hoàn tất cần thực hiện việc chấm dứt ấy. Khi điều chỉnh phụ thuộc nhân sự thay thế hoặc hệ thống mới, cần hiểu chi phí, thời gian và trách nhiệm thực hiện. Một dòng cộng trong báo cáo không tự biến thành nghĩa vụ có thể thi hành.

5. Điều chỉnh đủ kỳ và khoản tiết kiệm dự kiến

Giả định mua một đơn vị vào đầu tháng 10; EBITDA năm đầy đủ của đơn vị ấy là 1.200 triệu và được tạo đều mỗi tháng. Báo cáo năm của nhóm mới có 300 triệu

cho ba tháng cuối. Nếu hợp đồng cho phép tính như đã sở hữu từ đầu năm, phần cộng bổ sung là 900 triệu, không phải cộng thêm cả 1.200 triệu.

Nếu hoạt động có mùa vụ, giả định tạo đều mỗi tháng không còn đủ. Cần dữ liệu cùng kỳ và điều chỉnh giao dịch nội bộ thích hợp. Khi bán một đơn vị, cũng phải xem cần loại bao nhiêu lợi nhuận đã không còn hỗ trợ nguồn trả nợ tương lai. Cơ chế giả định đủ kỳ nên xử lý cả mua và bán, thay vì chỉ mở rộng mẫu số khi có lợi cho bên tính.

Tiết kiệm theo mức vận hành đủ năm (run-rate cost savings) là mức tiết kiệm hằng năm khi biện pháp đã vận hành đủ kỳ. Nó có thể khác số tiền thực tế tiết kiệm trong kỳ báo cáo. Nếu biện pháp giảm chi phí 40 triệu mỗi tháng bắt đầu từ tháng 10, số đã phản ánh trong năm là 120 triệu, còn mức đủ năm là 480 triệu.

Nếu được phép thể hiện tác động như đã có từ đầu năm, phần chưa phản ánh là $480 - 120 = 360$ triệu. Cộng cả 480 triệu vào EBITDA đã có 120 triệu tiết kiệm sẽ tính trùng. Nếu để đạt tiết kiệm phải chịu chi phí vận hành thay thế 10 triệu mỗi tháng, mức tiết kiệm ròng cần được tính lại; tiết kiệm gộp không mô tả đúng kết quả duy trì.

Khoản tiết kiệm chỉ dự kiến từ hành động chưa thực hiện mang rủi ro cao hơn dữ liệu lịch sử. Hợp đồng có thể yêu cầu hành động cụ thể, cơ sở hợp lý, chứng nhận, giới hạn tổng và thời hạn phải đạt được. Những cơ chế này nhằm xác định mức độ mà các bên chấp nhận dùng kỳ vọng trong phép đo hiện tại. Sidley — phần về điều chỉnh EBITDA trong cam kết tài chính.

■ 6. Giới hạn phần cộng lại: mẫu số quyết định kết quả

Giả định EBITDA trước một nhóm khoản cộng lại là 5.000 triệu. Các bên cho phép cộng tối đa 20%, nhưng câu chữ cần nói 20% của số nào.

Nếu giới hạn bằng 20% **trước** khoản cộng lại, mức tối đa là 1.000 triệu và EBITDA sau điều chỉnh tối đa là 6.000 triệu.

Nếu giới hạn bằng 20% **sau** khoản cộng lại, gọi phần cộng là A:

$$A \leq 20\% \times (5.000 + A).$$

$$80\% \times A \leq 1.000, \text{ nên } A \leq 1.250 \text{ triệu.}$$

EBITDA tối đa lúc này là 6.250 triệu. Cùng từ “20%”, quyền cộng đã lớn hơn 250 triệu. Sự khác biệt đến từ cơ sở tính, không từ làm tròn.

Với tỷ lệ nợ tối đa 4,0×, giới hạn trước điều chỉnh cho phép nợ tối đa 24.000 triệu; giới hạn sau điều chỉnh cho phép 25.000 triệu. So với EBITDA gốc 5.000 triệu, mức đòn bẩy tương đương lần lượt là 4,8× và 5,0×. Đây là phép quy đổi toán

học khi mọi điều chỉnh đang xét đều nằm trong giới hạn và không có cơ chế khác.

Một giới hạn chung chỉ có tác dụng nếu biết những nhóm khoản nào nằm trong đó. Nếu chi phí tái cơ cấu, tiết kiệm dự kiến và điều chỉnh trong báo cáo QoE có ba đường cộng độc lập, giới hạn của một nhóm không tự giới hạn hai nhóm còn lại. Cần đọc toàn bộ danh mục và các ngoại lệ, không chỉ tìm một tỷ lệ phần trăm nổi bật.

Khi EBITDA cơ sở âm hoặc rất nhỏ, giới hạn theo tỷ lệ có thể không vận hành như dự kiến. Hợp đồng cần cách xử lý rõ; không nên tự biến mức âm thành quyền cộng hoặc dùng giá trị tuyệt đối nếu văn bản không nói vậy.

■ 7. Cùng một điều chỉnh có thể thay đổi nhiều quyền

Nếu giá trị hoạt động bằng $8,0 \times$ EBITDA, một khoản cộng hợp lý 100 triệu làm EV tăng 800 triệu, khi giữ các yếu tố khác không đổi. Nếu hợp đồng vay cho nợ tối đa $4,0 \times$ EBITDA, khoản cộng ấy có thể tăng khả năng duy trì nợ theo phép đo thêm 400 triệu. Nếu hạn mức phân phối bằng 20% EBITDA, nó có thể tăng hạn mức đó thêm 20 triệu.

Đây là lý do phải đọc EBITDA cùng toàn bộ những điều khoản dẫn chiếu đến nó. Một quyền điều chỉnh dự kiến chỉ phục vụ kiểm tra tỷ lệ có thể vô tình mở rộng quyền vay hoặc chuyển tài sản nếu định nghĩa được dùng chung không có giới hạn phạm vi.

Trong earn-out, tác động có thể không tuyến tính. Giả định điều kiện nhận tiền là biên EBITDA ít nhất 12%. Với doanh thu 10.000 triệu, ngưỡng EBITDA là 1.200 triệu. Kết quả 1.190 triệu chỉ thấp hơn 10 triệu nhưng có thể làm mất toàn bộ khoản thanh toán nếu thiết kế ngưỡng bật/tắt.

Một khoản phân bổ chi phí trụ sở 50 triệu vì thế có thể ảnh hưởng nhiều hơn giá trị trực tiếp của nó. Nếu các bên không muốn kết quả quá nhạy ở mép ngưỡng, họ có thể thiết kế thanh toán tăng dần hoặc cơ chế điều chỉnh tỷ lệ. Đây là lựa chọn thương mại cần được chạy số, không có một phương án phù hợp mọi giao dịch.

■ 8. Chính sách kế toán có thể tạo điều chỉnh ngoài dự kiến

Thuê tài sản là một ví dụ. Nếu một cơ sở trình bày tiền thuê trong chi phí hoạt động và cơ sở khác chuyển phần chi phí sang khấu hao và chi phí tài trợ, EBITDA có thể tăng dù nghĩa vụ tiền không đổi. Tác động này được minh họa trong phân tích của [IFRS Foundation](#) về kế toán thuê tài sản. Khi dùng EBITDA để so sánh, cần thống nhất cơ sở xử lý thuê và nghĩa vụ liên quan.

Vốn hóa chi phí phát triển cũng ảnh hưởng đáng kể. Nếu khoản chi được ghi ngay vào chi phí hoạt động, nó làm giảm EBITDA. Nếu đủ điều kiện vốn hóa và sau đó phân bổ, tiền vẫn chi ra nhưng tác động đến EBITDA có thể khác. Vì vậy, một thay đổi chính sách có thể làm đạt ngưỡng mà không có cải thiện dòng tiền.

Hợp đồng có thể giữ cơ sở kế toán tham chiếu hoặc quy định điều chỉnh cụ thể cho khoản chi đã vốn hóa. Cách xử lý phải nhất quán với mục đích: đo kết quả hoạt động, bảo vệ nguồn trả nợ hay phân chia giá mua. Không nên trừ lại mọi khoản vốn hóa theo thói quen nếu công thức gốc đã xử lý cùng chi phí ở nơi khác.

Một khoản lãi hoặc lỗ tỷ giá cũng cần được xác định theo bản chất. Nó phát sinh từ thu chi hoạt động, đánh giá lại khoản vay hay một công cụ khác? Một định nghĩa loại “mọi khoản không bằng tiền” có thể gộp những hiện tượng kinh tế rất khác nhau. Danh mục có giải thích thường dễ kiểm tra hơn nhãn khái quát.

■ 9. Người lập số và người kiểm tra phải có cùng dữ liệu

Bảng EBITDA theo hợp đồng nên bắt đầu từ số liệu có thể đối chiếu, sau đó trình bày từng bước: phạm vi công ty, chính sách kế toán, điều chỉnh đủ kỳ, khoản cộng, khoản trừ, giới hạn và kết quả. Mỗi khoản đáng kể cần có tài liệu hỗ trợ, kỳ liên quan và cơ chế loại bỏ khi không còn phù hợp.

Chứng nhận của người quản lý có thể yêu cầu kỳ vọng hợp lý và thiện chí về khoản tiết kiệm. Điều đó khác với cam kết tuyệt đối rằng kết quả tương lai sẽ đạt được. Mức xác nhận cần phù hợp với dữ liệu, quyền kiểm soát và mục đích của tài liệu. Một giả định đã được chứng nhận vẫn có thể sai; việc xử lý phụ thuộc tiêu chuẩn và hậu quả đã thỏa thuận.

Quyền xem số tổng không đủ nếu tranh chấp nằm ở cách phân bổ. Người kiểm tra cần tiếp cận bảng phân bổ chi phí, tài liệu chấm dứt hợp đồng phí, dữ liệu trước mua lại hoặc bằng chứng tiết kiệm, tùy khoản đang xét. Đồng thời, phạm vi và thời hạn kiểm tra nên đủ cụ thể để quy trình không kéo dài vô hạn.

Nếu đưa bất đồng cho chuyên gia, cần phân biệt câu hỏi đo lường với câu hỏi vi phạm nghĩa vụ vận hành. Chuyên gia có thể tính tác động một khoản phí theo chính sách đã thống nhất; việc bên mua có được phép áp khoản phí ấy hay không có thể là vấn đề khác. Cơ chế giải quyết cần có đường đi cho cả hai, tránh để một quyết định số học bị kỳ vọng giải quyết toàn bộ tranh chấp.

■ 10. Cách đọc một định nghĩa EBITDA

Bắt đầu bằng bốn câu hỏi: số gốc là gì, tính cho công ty nào, trong kỳ nào và được sửa bởi những khoản nào? Sau đó kiểm tra khoản trừ đối xứng, giới hạn tổng,

thời hạn và chống tính trùng. Cuối cùng, liệt kê mọi điều khoản dùng kết quả để biết mỗi thay đổi có giá trị bao nhiêu.

Một phép kiểm tra ngắn rất hữu ích là lập ba cột: EBITDA lịch sử, EBITDA chuẩn hóa và EBITDA theo hợp đồng. Giải thích từng khoảng chênh lệch bằng một câu có thể kiểm chứng. Nếu không giải thích được một dòng mà phải dựa vào nhãn “bất thường” hoặc “do quản lý xác nhận”, dòng ấy cần được xem thêm.

Không cần tìm một EBITDA duy nhất đúng cho mọi việc. Cần một con số đúng với mục đích, có cơ sở rõ và có thể tái lập từ dữ liệu. Khi làm được điều đó, luật sư có thể kết nối ngôn ngữ hợp đồng với lợi ích kinh tế mà các bên thực sự muốn phân chia.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **Grant Thornton — Understanding Quality of Earnings:** đối chiếu yêu cầu phân biệt lợi nhuận duy trì, khoản lịch sử và giả định tương lai.
grantthornton.ch/en/insights/quality-of-earnings-in-ma-transactions
- **Sidley — Financial Covenants in Private Credit Transactions:** đối chiếu việc dùng giới hạn và thời hạn cho điều chỉnh EBITDA theo hợp đồng.
sidley.com/en/insights/newsupdates/2026/03/financial-covenants-in-private-credit-transactions
- **IFRS Foundation — Leases: Effects Analysis:** đối chiếu việc thay cách trình bày chi phí thuê có thể thay đổi EBITDA dù dòng tiền thuê không đổi.
ifrs.org/content/dam/ifrs/project/leases/ifrs/published-documents/ifrs16-effects-analysis.pdf

08

IRR và MOIC

Đo lợi nhuận bằng số tiền và thời gian

Trong chương này

1. MOIC: vốn đầu tư trở thành bao nhiêu giá trị?	61	6. Vay ngắn hạn có thể thay đổi chỉ tiêu mà không cải thiện khoản đầu tư	65
2. Giá trị thời gian của tiền và ý nghĩa của IRR	62	7. Ngưỡng thưởng và phép tính tự tác động vào chính nó	66
3. Cùng bội số, khác lịch thanh toán	63	8. Chuyển phép tính thành một cơ chế có thể thực hiện	66
4. Kỳ đều, ngày thực tế và nhiều nghiệm	64		
5. Lợi nhuận của ai, trước hay sau chi phí?	65		

Một điều khoản thưởng khi nhà đầu tư đạt lợi nhuận 20% chỉ có thể vận hành sau khi các bên xác định 20% được tính trên khoản tiền nào, trong khoảng thời gian nào và trước hay sau khoản thưởng. Con số tương như thuộc về tài chính thực ra chứa nhiều quyết định hợp đồng: khoản thanh toán bị giữ lại có được coi là đã nhận; phí trả cho bên liên quan có phải lợi ích của nhà đầu tư; vốn bổ sung có làm thay đổi ngưỡng; ngày nhận tiền khác ngày ký kết thì dùng ngày nào.

Hai chỉ tiêu thường xuất hiện cùng nhau là bội số vốn đầu tư (multiple on invested capital, MOIC) và tỷ suất hoàn vốn nội bộ (internal rate of return, IRR). MOIC trả lời tổng giá trị thu được bằng bao nhiêu lần vốn đã bỏ ra. IRR đưa thời gian của từng dòng tiền vào phép tính. Hiểu đồng thời hai chỉ tiêu giúp luật sư phân biệt một khoản đầu tư tạo nhiều tiền với một khoản đầu tư trả tiền nhanh, rồi chuyển sự phân biệt ấy thành điều khoản có thể kiểm tra.

1. MOIC: vốn đầu tư trở thành bao nhiêu giá trị?

Cách tính tổng quát là:

$$\text{MOIC} = (\text{Giá trị đã phân phối} + \text{Giá trị khoản đầu tư còn nắm giữ}) \div \text{Vốn đã đầu tư}$$

Giả định đầu tư 40 triệu đơn vị tiền tệ, đã nhận 12 triệu và phần còn lại được định giá 60 triệu. MOIC tại thời điểm đo là $(12 + 60) \div 40 = 1,80\times$. Điều đó không có nghĩa đã nhận về 1,80 lần tiền mặt. Chỉ 0,30 lần vốn đã được phân phối; 1,50 lần còn nằm trong định giá. Nếu khoản đầu tư cuối cùng được bán với giá 48 triệu thay vì 60 triệu, tổng bội số thực hiện giảm xuống $1,50\times$.

Từ đây cần phân biệt số đo phục vụ báo cáo và số đo làm phát sinh nghĩa vụ trả tiền. Một điều khoản thưởng dựa trên giá trị tài sản chưa bán trao vai trò lớn cho người định giá. Một điều khoản chỉ dựa trên tiền thực nhận tránh được phần bất định đó nhưng có thể khiến người hưởng thưởng phải đợi lâu. Cả hai đều có thể là lựa chọn thương mại hợp lý; vấn đề là hợp đồng phải chọn rõ.

Trong báo cáo quỹ, ba thuật ngữ liên quan thường được sử dụng:

Chỉ tiêu	Cách tính trên cùng cơ sở vốn đã góp	Ý nghĩa
DPI	Giá trị đã phân phối $\div$ Vốn đã góp	Phần giá trị đã được chuyển cho nhà đầu tư
RVPI	Giá trị còn lại $\div$ Vốn đã góp	Phần giá trị chưa được phân phối
TVPI	Tổng hai phần trên $\div$ Vốn đã góp	Tổng giá trị so với vốn đã góp

Khi phạm vi và thời điểm thống nhất, $\text{TVPI} = \text{DPI} + \text{RVPI}$. Phân phối có thể bằng tiền hoặc bằng tài sản; nếu hợp đồng chỉ tính tiền mặt, phải nói rõ. Cách phân tách phần đã phân phối và phần còn lại được trình bày trong [GIPS Standards Handbook](#) của [CFA Institute](#).

MOIC không tự cho biết rủi ro, thời gian, quy mô tuyệt đối hoặc chất lượng định giá. Cùng $2,00\times$, khoản đầu tư 2 triệu tạo thêm 2 triệu, còn khoản đầu tư 200 triệu tạo thêm 200 triệu. Cùng $2,00\times$, nhận trong hai năm khác đáng kể với nhận trong mười năm. Muốn dùng bội số để so sánh hoặc đặt ngưỡng hợp đồng, luật sư phải biết điều gì đã bị bỏ ra ngoài phép chia.

2. Giá trị thời gian của tiền và ý nghĩa của IRR

Một khoản tiền có thể sử dụng hôm nay khác với lời hứa nhận cùng số tiền sau ba năm. Để so sánh, tài chính quy các khoản tiền về một thời điểm bằng tỷ lệ chiết khấu. Nếu tỷ lệ là 10% mỗi năm, 121 triệu nhận sau hai năm có giá trị hiện tại 100 triệu:

$$\text{Giá trị hiện tại} = 121 \div (1,10)^2 = 100$$

Giá trị hiện tại ròng (net present value, NPV) là tổng giá trị hiện tại của các khoản thu, trừ tổng giá trị hiện tại của các khoản chi. Khoản đầu tư ban đầu mang dấu âm; khoản thu mang dấu dương. IRR là mức tỷ lệ làm NPV bằng không. Đây là kết quả của toàn bộ lịch dòng tiền, không phải tỷ lệ lấy từ một dòng doanh thu hoặc lợi nhuận kế toán.

Trường hợp đơn giản nhất có một lần bỏ vốn và một lần thu về. Đầu tư 40 triệu tại thời điểm đầu, nhận 69,12 triệu đúng ba năm sau, không có khoản thu chi ở giữa:

$$\text{MOIC} = 69,12 \div 40 = 1,728\times$$

$$\text{IRR} = (69,12 \div 40)^{(1 \div 3)} - 1 = 20\% \text{ mỗi năm}$$

Có thể kiểm tra ngược: $40 \times 1,20 \times 1,20 \times 1,20 = 69,12$. Số mũ ba phản ánh ba kỳ một năm, với lãi kép. Nếu cũng nhận 69,12 triệu nhưng phải đợi bốn năm, MOIC vẫn là 1,728×, còn IRR chỉ khoảng 14,65% mỗi năm. Khoản tiền thu không thay đổi, nhưng tốc độ sinh lợi giảm.

Khi có nhiều đợt góp vốn, cổ tức, bán một phần hoặc thu hồi vốn, không thể dùng công thức hai dòng tiền rồi lấy bình quân các tỷ suất. Mỗi khoản phải được đặt vào đúng ngày hoặc đúng kỳ. Một khoản thu lớn ở cuối kỳ không thay thế được thông tin về những khoản đã nhận ở giữa.

3. Cùng bộ số, khác lịch thanh toán

Hai lịch sau đều có 100 triệu vốn đầu tư và 150 triệu tổng tiền thu. Đơn vị trong bảng là triệu; các thời điểm cách nhau đúng một năm.

Thời điểm	Lịch thứ nhất	Lịch thứ hai
Ban đầu	-100	-100
Cuối năm 1	0	+50
Cuối năm 2	+150	+100
MOIC	1,50×	1,50×
IRR năm	Khoảng 22,47%	Khoảng 28,08%

Lịch thứ hai trả một phần tiền sớm hơn nên có IRR cao hơn. Từ đó có thể hiểu vì sao thanh toán sớm, phân phối giữa kỳ hoặc hoàn vốn trước thời hạn ảnh hưởng đến động cơ giao dịch. Tuy nhiên, IRR cao hơn chưa tự chứng minh tổng tài sản của người nhận tại một ngày tương lai cao hơn. Sau khi nhận 50 triệu cuối năm thứ nhất, người nhận có thể tái đầu tư, giữ tiền hoặc sử dụng cho mục đích khác.

Cần diễn đạt chính xác điểm này: phương trình IRR không đòi hỏi người nhận thực tế tái đầu tư tiền trung gian theo IRR. Giả định về tái đầu tư chỉ trở nên cần thiết khi chuyển kết quả thành một giá trị tích lũy tại ngày cuối hoặc dùng nó để mô tả tốc độ tăng của toàn bộ tài sản qua nhiều lần tái đầu tư. Không nên viết rằng mọi phép tính IRR đều mặc nhiên chứng minh tiền đã tiếp tục sinh lời ở chính tỷ suất đó. Sự phân biệt này được phân tích trong nguyên cứu của Magni và Martin.

Đối với luật sư, hệ quả thực hành là tách hai câu hỏi: lịch tiền của khoản đầu tư đã tạo IRR bao nhiêu, và người nhận có thể sử dụng số tiền được trả sớm như thế nào. Điều khoản thưởng thường chỉ giải quyết câu hỏi đầu. Không nên âm thầm đưa kết quả đầu tư khác của người nhận vào cùng phép tính.

■ 4. Kỳ đều, ngày thực tế và nhiều nghiệm

Hàm IRR trong bảng tính xử lý các dòng tiền cách nhau theo kỳ đều. Nếu mỗi dòng là một tháng, kết quả là tỷ suất một tháng. Để chuyển sang tỷ suất năm có lãi kép, dùng $(1 + \text{Tỷ suất tháng})^{12} - 1$; không chỉ nhân tỷ suất tháng với 12. Với các ngày không đều, hàm XIRR đưa ngày thực tế vào phép tính và dùng quy ước năm 365 ngày. Đây là khác biệt chức năng được Microsoft xác nhận trong tài liệu IRR và XIRR.

Một hợp đồng không nên chỉ nói “tính bằng Excel” rồi bỏ qua quy ước. Cần xác định tỷ suất theo năm hay tháng, lãi đơn hay lãi kép, số ngày trong năm quy ước và ngày gốc. Cùng một chuỗi dòng tiền, thời lượng đúng ba năm theo lịch có thể không bằng chính xác 1.095 ngày nếu đi qua năm nhuận. Ví dụ theo ba kỳ một năm và ví dụ theo ngày thực tế cần được phân biệt.

IRR còn có giới hạn sâu hơn: một lịch tiền có thể có nhiều nghiệm hoặc không có nghiệm phù hợp. Xét ba dòng theo năm: -100; +230; -132. Cả 10% và 20% đều làm NPV bằng không. Việc dòng tiền đổi dấu nhiều lần tạo khả năng có nhiều nghiệm, nhưng không có nghĩa cứ nhiều lần đổi dấu thì chắc chắn có nhiều nghiệm dương. Phần mềm trả một kết quả không chứng minh đó là kết quả duy nhất; XIRR cũng không loại bỏ vấn đề này chỉ nhờ dùng ngày thực tế.

Nếu mục đích hợp đồng là kiểm tra một ngưỡng lợi nhuận xác định, các bên có thể dùng trực tiếp NPV tại tỷ lệ ngưỡng, với quy tắc đạt khi NPV không âm. Một tỷ lệ chiết khấu đã cố định cho một lịch tiền xác định sẽ cho một giá trị NPV

xác định. Nhưng đây phải là lựa chọn được ghi vào hợp đồng. Với dòng tiền bất thường, không thể khẳng định chung rằng “NPV không âm tại 15%” hoàn toàn tương đương với “IRR ít nhất 15%” khi IRR có nhiều nghiệm hoặc không thể xếp theo một quan hệ đơn điệu.

■ 5. Lợi nhuận của ai, trước hay sau chi phí?

Lợi nhuận của một thương vụ khác lợi nhuận của quỹ; lợi nhuận của quỹ khác lợi nhuận ròng của người góp vốn. Nếu quỹ mua khoản đầu tư với giá 40 triệu và bán được 70 triệu, bội số ở cấp khoản đầu tư là $1,75\times$ trước các khoản chi phí liên quan. Nhà đầu tư của quỹ có thể đã góp thêm tiền để trả phí quản lý, chi phí hoạt động và khoản chia lợi nhuận cho bên quản lý. Bội số ròng của họ vì thế khác.

Các nhãn “gross” và “net” cần được giải thích bằng danh mục. Chi phí mua, chi phí bán, phí quản lý, phí giám sát, chi phí tài trợ và thuế khấu trừ có thể được xử lý khác nhau trong các báo cáo. Luật sư không cần tự làm kế toán cho quỹ, nhưng cần yêu cầu bảng đối chiếu giữa số tiền ở mỗi cấp. Một ngưỡng dùng để chia tiền chỉ đáng tin khi các bên cùng hiểu ai là người đang được đo lợi nhuận.

Đặc biệt, khoản phí trả cho đơn vị liên quan của nhà đầu tư tạo vấn đề về phạm vi người nhận. Nếu thường quản lý phụ thuộc việc nhà đầu tư đạt mức thu hồi nhất định, loại phí liên quan ra ngoài có thể kéo dài thời điểm đạt ngưỡng dù lợi ích kinh tế đã được chuyển cho cùng một nhóm. Ngược lại, gom mọi khoản thanh toán cho bên liên quan vào lợi nhuận đầu tư có thể tính cả khoản trả cho dịch vụ thực sự. Giải pháp nằm ở phân loại giao dịch và nguyên tắc định giá dịch vụ, không chỉ ở tên người nhận.

■ 6. Vay ngắn hạn có thể thay đổi chỉ tiêu mà không cải thiện khoản đầu tư

Giả định một khoản đầu tư cần 100 triệu và thu 160 triệu sau bốn năm. Nếu người góp vốn thanh toán ngay, IRR là khoảng 12,47%, MOIC là $1,60\times$. Nếu quỹ dùng khoản vay trong năm đầu rồi gọi 106 triệu từ người góp vốn cuối năm đó để hoàn trả cả gốc và chi phí vay, dòng tiền của người góp vốn là chỉ 106 triệu tại cuối năm thứ nhất, thu 160 triệu cuối năm thứ tư. IRR tăng lên khoảng 14,71%, nhưng MOIC giảm xuống khoảng $1,51\times$.

Chênh lệch xuất hiện vì vốn của người góp vốn được sử dụng trong thời gian ngắn hơn. Khoản đầu tư vẫn cần tài trợ ngay từ đầu và đã phải trả thêm chi phí. Việc trì hoãn góp vốn có thể có giá trị đối với người góp vốn, nhưng IRR riêng lẻ không lượng hóa đầy đủ giá trị ấy. Do đó, khi đọc báo cáo hiệu quả hoặc đặt điều

kiện trả thưởng, cần biết đồng hồ bắt đầu từ ngày quỹ sử dụng vốn hay ngày nhà đầu tư thực góp vốn.

Tương tự, vay tại doanh nghiệp để phân phối tiền sớm có thể nâng IRR của cổ đông, đồng thời tăng nghĩa vụ tài chính và làm giảm phần tiền còn lại khi bán. Đây không phải bằng chứng tự thân về tạo giá trị. Phải xem cả số tiền thu, số nợ tăng, chi phí lãi và rủi ro còn lại.

7. Ngưỡng thưởng và phép tính tự tác động vào chính nó

Một điều khoản tăng tỷ lệ hưởng của đội ngũ quản lý khi nhà đầu tư đạt $2,00\times$ cần nói ngưỡng được đo trước hay sau phần tăng. Giả định vốn đầu tư 40 triệu, tiền nhà đầu tư nhận trước khoản thưởng bổ sung là 82 triệu, còn khoản thưởng nếu trả đủ là 4 triệu. Trước thưởng, bội số là $2,05\times$; sau thưởng, chỉ còn $1,95\times$.

Nếu văn bản nói “trả 4 triệu khi lợi nhuận sau thưởng đạt $2,00\times$ ”, thì việc trả đủ làm điều kiện không đạt, còn không trả lại khiến số tiền trước thưởng vượt ngưỡng. Đây là vấn đề thiết kế điều kiện, không phải lỗi làm tròn. Yêu cầu phần mềm lập đi lập lại không thay thế được quyết định thương mại.

Có ba cách phân bổ rõ ràng. Đo trước thưởng thì trả đủ 4 triệu và chấp nhận kết quả nhà đầu tư còn $1,95\times$. Chỉ chia phần vượt ngưỡng thì giữ cho nhà đầu tư số tiền được bảo vệ theo công thức đã thỏa thuận. Hoặc cho trả thưởng tối đa trong giới hạn vẫn giữ được ngưỡng: ở đây trả 2 triệu, nhà đầu tư nhận 80 triệu và đạt đúng $2,00\times$. Ba cách khác nhau về kinh tế; không có cách nào tự động là cách hiểu nhất của từ “đạt”.

Khi đồng thời có ngưỡng MOIC và IRR, cần kiểm tra cả hai sau cùng một bước phân bổ. Với một khoản góp và một khoản thu, ngưỡng IRR tương ứng với bội số tăng theo thời gian. Ngưỡng 20% trong ba năm đòi $1,728\times$, trong năm năm đòi khoảng $2,488\times$. Một mục tiêu MOIC cố định có thể là điều kiện khó hơn lúc đầu, còn IRR trở thành điều kiện khó hơn khi việc bán bị kéo dài.

8. Chuyển phép tính thành một cơ chế có thể thực hiện

Phụ lục dòng tiền nên chỉ rõ nguồn chứng minh từng khoản, loại tiền và tỷ giá, người lập, người kiểm tra, ngày cung cấp và cách sửa sai. Tiền bị giữ trong tài khoản bảo chứng cần quy tắc riêng: tính khi được nộp vào tài khoản, khi quyền hưởng trở nên chắc chắn, hay khi được giải ngân. Khoản thanh toán phụ thuộc kết quả tương lai phải được tính theo giá trị ước tính hoặc khi thực nhận, chứ không được chuyển tùy ý giữa hai cơ sở.

Nếu có nhiều đợt thanh toán, cơ chế cần lưu số lũy kế và số đã trả. Nếu việc tính lại làm phát hiện trả thừa, phải xác định ai hoàn lại và bằng nguồn nào.

Quyền xem dữ liệu quan trọng không kém quyền phản đối kết quả: một tỷ suất chỉ có thể được kiểm tra khi nhận được toàn bộ lịch dòng tiền, không chỉ một ô phần trăm trong báo cáo.

Cuối cùng, nên thử điều khoản tại mức ngay dưới ngưỡng, đúng ngưỡng và ngay trên ngưỡng; thử thêm một khoản vốn bổ sung, một khoản thu chậm và một khoản thu bị mất. Nếu chỉ thay một ngày mà số thường thay mạnh, đó là đặc tính cần được hiểu trước khi ký. Nếu tổng tiền trả vượt tiền có thể phân phối, cơ chế còn thiếu một ràng buộc.

Người đọc nắm được chương này khi có thể giải thích vì sao MOIC không đo thời gian, vì sao IRR không đo số lợi nhuận tuyệt đối, và vì sao một con số lợi nhuận chưa đủ làm điều kiện hợp đồng. Bài kiểm tra thực hành tốt nhất là dựng được một bảng ngày và tiền mà hai bên độc lập vẫn tính ra cùng kết quả.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

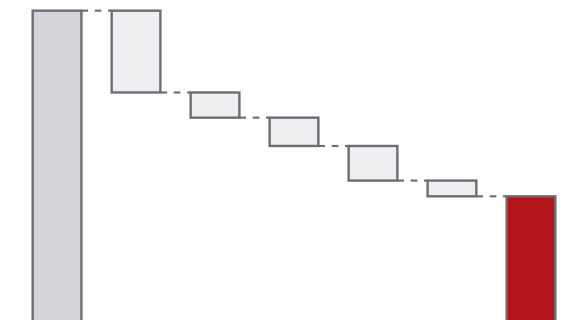
- **Microsoft — IRR:** đối chiếu giả định kỳ đều và việc phần mềm tìm nghiệm bằng phương pháp lặp.
learn.microsoft.com/en-us/office/vba/api/excel.worksheetfunction.irr
- **Microsoft — XIRR:** đối chiếu ngày thực tế, quy ước 365 ngày và quan hệ với XNPV.
support.microsoft.com/en-us/excel/functions/xirr-function
- **CFA Institute — GIPS Standards Handbook:** đối chiếu phạm vi phân phối, giá trị còn lại và các bộ số vốn. Các ví dụ số và phân tích hợp đồng trong chương được xây dựng độc lập.
gipsstandards.org/standards/gips-standards-for-firms/gips-standards-handbook-for-firms
- **Magni và Martin — The Reinvestment Rate Assumption Fallacy for IRR and NPV:** đối chiếu sự khác nhau giữa phương trình IRR của khoản đầu tư và giả định về sử dụng tiền sau khi phân phối.
mpira.ub.uni-muenchen.de/83889/1/MPRA_paper_83889.pdf

III

Hiểu quyền sở hữu và phân chia lợi ích

Vì sao tỷ lệ cổ phần chỉ nói một phần câu chuyện kinh tế: bảng cơ cấu vốn, pha loãng, phân chia tiền thoái vốn và phân chia lợi nhuận quỹ.

-
- 9** Bảng cơ cấu vốn
 - 10** Pha loãng
 - 11** Phân chia tiền thoái vốn
 - 12** Phân chia lợi nhuận quỹ



09

Bảng cơ cấu vốn

Độc đúng quyền sở hữu và các cam kết phát hành

Trong chương này

1. Trước khi tính tỷ lệ, cần xác định đang đếm thứ gì	71	6. Công cụ chuyển đổi làm số cổ phần phụ thuộc vào tương lai	75
2. Ba mẫu số phục vụ ba công việc	72	7. Tỷ lệ kinh tế không tự quyết định quyền kiểm soát	76
3. Pre-money, post-money và giá mỗi cổ phần	73	8. Kiểm tra bảng bằng hồ sơ và bằng phép tính	76
4. Quỹ quyền chọn: tỷ lệ sau giao dịch, chi phí có thể nằm trước giao dịch	74	9. Cap table tại ngày hoàn tất và tại ngày bán	77
5. Bổ sung quỹ ở vòng sau và nguy cơ đếm hai lần	75		

Một tỷ lệ sở hữu chỉ có ý nghĩa khi xác định được mẫu số. “Sở hữu 20%” có thể là 20% cổ phần đang lưu hành, 20% cổ phần sau khi giả định chuyển đổi chứng khoán ưu đãi, hoặc 20% sau khi tính cả quyền chọn chưa được cấp. Ba cách nói ấy có thể mô tả cùng một số cổ phần, nhưng dẫn đến kết luận khác nhau về giá phát hành, quyền quyết định và tiền nhận khi bán doanh nghiệp.

Bảng cơ cấu vốn (capitalization table, thường gọi là cap table) giúp trình bày ai đang nắm giữ loại quyền nào và các quyền ấy có thể thay đổi ra sao. Đối với luật sư, bảng này là điểm nối giữa số liệu và hồ sơ: một hàng phải có căn cứ, một tỷ lệ phải có mẫu số, một quyền có điều kiện phải có sự kiện làm phát sinh. Bảng tính thuận tiện không thể tự tạo ra quyền mà tài liệu giao dịch chưa ghi nhận.

1. Trước khi tính tỷ lệ, cần xác định đang đếm thứ gì

Cổ phần đã phát hành là một nhóm; quyền được nhận hoặc mua cổ phần trong tương lai là nhóm khác. Trong nhóm thứ nhất còn có nhiều loại cổ phần với

quyền khác nhau. Trong nhóm thứ hai có quyền chọn của nhân viên, chứng quyền, khoản vay chuyển đổi và các thỏa thuận cấp vốn để nhận cổ phần sau này. Một hạn mức dành cho việc cấp quyền trong tương lai lại khác với quyền đã được cấp cho một người cụ thể.

Do đó, cap table không chỉ nên có tên và phần trăm. Các cột hữu ích gồm loại công cụ, số lượng, giá phát hành hoặc giá thực hiện, tỷ lệ chuyển đổi, điều kiện hưởng quyền, tình trạng thực hiện, văn bản nguồn và ngày cập nhật. Khi quyền bị giới hạn bởi thời gian làm việc, điều kiện kinh doanh hoặc quyền mua lại, giới hạn đó cần hiện diện trong dữ liệu hoặc được dẫn tới tài liệu kèm theo.

Một khoản thưởng trả bằng tiền theo giá trị cổ phần, thường gọi là phantom equity, có thể không tạo ra cổ phần. Tuy vậy, nó có thể làm giảm tiền còn lại cho cổ đông khi bán doanh nghiệp. Đưa khoản này vào sổ cổ phần là sai về bản chất; bỏ hẳn khỏi mô hình kinh tế cũng sai. Cách hợp lý là có một bảng nghĩa vụ kinh tế liên quan, nối với cap table nhưng không làm tăng số quyền biểu quyết một cách giả định.

Tương tự, cổ phần bị hạn chế chuyển nhượng vẫn có thể là cổ phần đã phát hành. “Chưa được hưởng trọn vẹn” không đồng nghĩa với “chưa tồn tại”. Ngược lại, quyền chọn đã được cấp nhưng chưa thực hiện thường mới là quyền mua trong tương lai. Cần đọc cách thiết kế công cụ trước khi quyết định đưa nó vào cột nào.

■ 2. Ba mẫu số phục vụ ba công việc

Mẫu số thứ nhất phục vụ việc xác định quyền hiện tại. Nó thường bắt đầu từ số cổ phần đang lưu hành, phân theo loại và số quyền biểu quyết gắn với từng loại. Không thể mặc định một cổ phần tương đương một phiếu trong mọi cơ cấu. Các quyền chấp thuận riêng của một nhóm cũng không thể suy ra từ tỷ lệ tổng vốn.

Mẫu số thứ hai là số cổ phần trên cơ sở giả định chuyển đổi (as-converted). Cổ phần ưu đãi được quy đổi thành số cổ phần phổ thông theo tỷ lệ chuyển đổi hiện hành. Nếu tỷ lệ đã điều chỉnh từ 1:1 thành 1:1,2, dùng số cổ phần ưu đãi danh nghĩa để tính tỷ lệ này sẽ thiếu 20% số cổ phần phổ thông tương đương của lớp đó.

Mẫu số thứ ba là số cổ phần trên cơ sở pha loãng đầy đủ (fully diluted). Đây là khái niệm phải được định nghĩa theo mục đích. Nó có thể bao gồm cổ phần sau chuyển đổi, quyền chọn đã cấp, chứng quyền, công cụ chuyển đổi và phần quỹ quyền chọn chưa cấp. Không có một danh sách mặc nhiên phù hợp cho mọi điều khoản. Sự khác nhau giữa cổ phần đang lưu hành và các quyền giả định được thực hiện được giải thích ngắn gọn trong hướng dẫn của Cooley GO.

Một cap table được lập để định giá vòng gọi vốn có thể tính cả hạn mức quyền chọn chưa cấp. Bảng phân chia tiền bán doanh nghiệp chỉ nên tính quyền thực sự được hưởng theo điều kiện giao dịch. Bảng kiểm tra ngưỡng biểu quyết cần dựa vào quyền biểu quyết mà công cụ đang mang. Dùng cùng một định nghĩa “fully diluted” cho cả ba công việc có thể tạo sự thống nhất về câu chữ nhưng sai lệch về kết quả.

■ 3. Pre-money, post-money và giá mỗi cổ phần

Giá trị vốn chủ sở hữu trước khi nhận vốn mới được gọi là pre-money valuation. Trong một vòng phát hành đơn giản, tiền đầu tư mới được cộng vào để có post-money valuation:

$$\text{Post-money} = \text{Pre-money} + \text{Tiền đầu tư mới vào doanh nghiệp}$$

Nếu pre-money là 9 triệu và vốn mới là 3 triệu đơn vị tiền tệ, post-money là 12 triệu. Khi toàn bộ các quyền khác đã nằm trong cơ sở tính trước vòng đầu tư, nhà đầu tư mới nắm $3 \div 12 = 25\%$ sau vòng. Đây là công thức có giả định; nó không tự giải quyết các khoản chuyển đổi, quyền chọn bổ sung hoặc việc một phần tiền được trả cho cổ đông bán lại.

Giả định hiện có 600.000 cổ phần, không có quyền khác. Giá phát hành là $9.000.000 \div 600.000 = 15$ đơn vị tiền tệ mỗi cổ phần. Khoản đầu tư 3 triệu mua 200.000 cổ phần mới. Tổng sau phát hành là 800.000, nhà đầu tư nắm 25%, cổ đông hiện hữu còn 75%.

Nếu thay vào đó 3 triệu chỉ dùng để mua cổ phần từ cổ đông cũ, doanh nghiệp không nhận thêm 3 triệu và tổng cổ phần không tăng vì giao dịch mua bán ấy. Áp dụng công thức post-money của phát hành mới cho giao dịch chuyển nhượng sẽ thổi phồng tiền trong doanh nghiệp. Một vòng có cả phát hành và chuyển nhượng cần tách hai luồng tiền ngay từ đầu.

Pre-money ở đây là giá trị vốn chủ sở hữu được thương lượng trong vòng gọi vốn. Nó không đồng nghĩa với giá trị hoạt động doanh nghiệp trước nợ và tiền mặt, cũng không bằng vốn chủ sở hữu ghi sổ. Nhầm ba khái niệm này có thể dẫn đến định giá sai ngay cả khi phép chia số cổ phần hoàn toàn chính xác.

4. Quỹ quyền chọn: tỷ lệ sau giao dịch, chi phí có thể nằm trước giao dịch

Quỹ quyền chọn (option pool) là hạn mức cổ phần dành cho chương trình khuyến khích. Cần phân biệt tổng hạn mức, số quyền đã cấp còn tồn tại và số còn có thể cấp. Một yêu cầu “quỹ quyền chọn bằng 15% sau vòng” có thể nói về toàn bộ hạn mức hoặc chỉ phần chưa cấp. Hai nghĩa này tạo ra nhu cầu bổ sung khác nhau.

Tiếp tục ví dụ độc lập ở trên, nhưng thêm giả định: nhà đầu tư mới phải nắm 25% sau vòng và quỹ chưa cấp phải bằng 15% tổng số cổ phần pha loãng đầy đủ sau vòng. Toàn bộ quỹ được tính vào mẫu số pre-money. Khi đó, 600.000 cổ phần hiện hữu chỉ còn đại diện cho 60% tổng số sau vòng:

$$\text{Tổng số sau vòng} = 600.000 \div (1 - 25\% - 15\%) = 1.000.000$$

Quỹ có 150.000 cổ phần dự phòng; nhà đầu tư nhận 250.000 cổ phần. Mẫu số pre-money là 750.000; giá mỗi cổ phần là $9.000.000 \div 750.000 = 12$. Nhà đầu tư vẫn dùng 3 triệu nhưng nhận nhiều cổ phần hơn so với mức giá 15 khi chưa tính quỹ.

Thành phần	Số cổ phần hoặc quyền quy đổi	Tỷ lệ pha loãng đầy đủ sau vòng
Cổ đông hiện hữu	600.000	60%
Nhà đầu tư mới	250.000	25%
Quỹ quyền chọn chưa cấp	150.000	15%
Tổng	1.000.000	100%

Để hiểu ai chịu chi phí, phải so với một phương án cũng có cùng quỹ 15%. Nếu hoàn thành vòng ở giá 15 trước, cổ đông cũ và mới lần lượt có 75% và 25%. Sau đó lập quỹ chiếm 15% tổng số mới, cả hai cùng bị pha loãng 15%: tỷ lệ cuối cùng lần lượt là 63,75% và 21,25%, quỹ 15%.

Như vậy, đặt quỹ trong pre-money thay vì lập sau vòng chuyển thêm 3,75 điểm phần trăm từ cổ đông cũ sang nhà đầu tư mới. Không nên gọi toàn bộ chênh lệch giữa giá 15 và giá 12 là “chi phí do vị trí quỹ”, vì phép so sánh ấy còn thay đổi việc có hay chưa có quỹ. Giá trị kinh tế của 3,75 điểm phần trăm cũng chỉ có thể ước tính bằng tỷ lệ nhân tổng giá trị khi các quyền đang được so sánh tương đương.

Việc đưa quỹ vào cơ sở giá trước vòng và quy mô quỹ gắn với nhu cầu tuyển dụng là hai vấn đề riêng được lưu ý trong *Negotiating the Option Pool* của Cooley GO. Luật sư nên yêu cầu cả số lượng và cơ sở tỷ lệ, rồi kiểm tra kế hoạch cấp

quyền. Một quỹ lớn chưa cấp không có chủ sở hữu hiện tại nhưng vẫn có thể làm giảm giá phát hành ngay hôm nay.

■ 5. Bổ sung quỹ ở vòng sau và nguy cơ đếm hai lần

Khi doanh nghiệp gọi vốn lần tiếp theo, một phần quỹ cũ có thể đã cấp, một phần hết hiệu lực và một phần còn trống. Nếu hợp đồng yêu cầu 10% “available pool”, phải tính phần chưa cấp sau vòng; không được lấy tổng quyền đã cấp cộng quỹ trống rồi kết luận đủ 10%. Ngược lại, nếu yêu cầu 10% tổng chương trình, cộng thêm cả 10% quỹ trống sẽ làm hạn mức lớn hơn ý định.

Có thể kiểm tra bằng phương trình đơn giản. Giả sử số cổ phần hiện hữu cộng quyền đã cấp là 900.000; phần chưa cấp cần bằng 10% tổng số cuối cùng sau khi phát hành thêm 300.000 cổ phần cho nhà đầu tư. Gọi phần chưa cấp là U, ta có $U \div (900.000 + 300.000 + U) = 10\%$, nên U bằng khoảng 133.333. Nếu đã có 80.000 quyền chưa cấp hợp lệ trong hạn mức, phần cần bổ sung chỉ khoảng 53.333, không phải toàn bộ 133.333.

Kết quả lẻ trong mô hình cần được xử lý trước khi đưa vào hồ sơ. Hợp đồng phải chọn làm tròn số cổ phần, điều chỉnh số tiền hoặc cho phép cơ chế khác phù hợp với cấu trúc đã chọn. Không thể vừa hứa tỷ lệ chính xác tuyệt đối, vừa giữ nguyên số nguyên cổ phần, số tiền và giá mỗi cổ phần nếu bốn điều kiện không đồng thời tương thích.

■ 6. Công cụ chuyển đổi làm số cổ phần phụ thuộc vào tương lai

Khoản vay chuyển đổi có thể gồm tiền gốc và lãi, với quyền hoặc nghĩa vụ chuyển đổi khi xảy ra một sự kiện. Giá chuyển đổi có thể được giảm so với vòng mới hoặc bị giới hạn bởi trần định giá. Cap table trước chuyển đổi cần lưu cả số tiền được chuyển, cách xác định giá, sự kiện chuyển đổi và điều kiện hoàn trả nếu sự kiện không xảy ra. Một con số cổ phần duy nhất chưa thể hiện hết quyền khi đầu vào chưa cố định.

Ví dụ, khoản tiền 1 triệu chuyển ở giá 8 tạo 125.000 cổ phần, nhưng chuyển ở giá 5 tạo 200.000. Khoảng chênh 75.000 không phải sai số của bảng tính; đó là kết quả của quyền đã được bán trước. Khi có nhiều khoản ở các trần khác nhau, không nên gộp chúng thành một dòng “convertibles” với một giá bình quân rồi dùng cho mọi kịch bản.

SAFE là viết tắt của simple agreement for future equity, một dạng thỏa thuận cấp vốn để nhận quyền vốn trong tương lai. Với cấu trúc post-money SAFE dùng trần định giá, tỷ lệ ước tính từ tiền đầu tư chia trần có ý nghĩa theo cơ sở vốn mà tài liệu xác định. “Post-money” ở đây không mặc nhiên bao gồm tiền của vòng

định giá tiếp theo hoặc quỹ quyền chọn mới của vòng đó. Tài liệu chính thức của Y Combinator phân biệt rõ các mốc này. Không nên áp dụng một đặc tính của mẫu SAFE cho mọi văn bản mang cùng tên.

Điểm quan trọng là thứ tự: công cụ nào chuyển trước, cơ sở giá có tính cổ phần chuyển đổi khác không, và nhà đầu tư vòng mới có chịu phần pha loãng từ chuyển đổi hay được đo tỷ lệ sau toàn bộ chuyển đổi. Các câu trả lời có thể tạo vòng phụ thuộc trong phép tính. Luật sư cần phối hợp người lập mô hình để giải đồng thời, thay vì sửa thủ công một tỷ lệ cho vừa với bảng chào giá.

■ 7. Tỷ lệ kinh tế không tự quyết định quyền kiểm soát

Trong bảng ví dụ có quỹ 15%, nhà đầu tư mới giữ 25% trên cơ sở pha loãng đầy đủ, nhưng có 250.000 trong tổng 850.000 cổ phần đã phát hành. Nếu mọi cổ phần đã phát hành mang một phiếu và chưa ai thực hiện quyền chọn, tỷ lệ phiếu của nhà đầu tư là khoảng 29,41%. Hai tỷ lệ cùng đúng dưới hai giả định khác nhau.

Một ngưỡng chấp thuận 70% cổ phần có quyền biểu quyết cần được kiểm tra trên cột quyền biểu quyết. Một quyền tham gia đợt phát hành tiếp theo có thể dùng cột pha loãng đầy đủ nếu các bên chọn như vậy. Một quyền kéo theo bán hoặc tham gia bán phải nêu rõ nhóm quyền nào được tính và thời điểm đo. Không nên lấy phần trăm nổi bật nhất trên cap table rồi áp cho toàn bộ hợp đồng.

Ngoài tỷ lệ, còn có quyền phủ quyết theo nội dung, quyền cử người quản lý và quyền chấp thuận riêng từng lớp cổ phần. Một nhà đầu tư ít vốn có thể giữ quyền quyết định đối với một số giao dịch quan trọng. Ngược lại, một cổ đông có đa số phần kinh tế chưa chắc tự mình thông qua được mọi quyết định. Cap table vì thế nên đi kèm bảng quyền, với dẫn chiếu đến tài liệu tạo ra từng quyền.

■ 8. Kiểm tra bảng bằng hồ sơ và bảng phép tính

Việc đối chiếu bắt đầu từ số dư đầu kỳ, cộng phát hành, trừ hủy hoặc mua lại theo cơ chế tương ứng, rồi nối đến số cuối kỳ. Mỗi thay đổi cần tài liệu phê duyệt, thỏa thuận, chứng từ góp tiền hoặc căn cứ chuyển đổi. Quyền chọn cần được đối chiếu với hạn mức chương trình, thư cấp quyền, lịch hưởng và tình trạng thôi việc. Lời hứa cấp quyền chưa được hoàn tất hồ sơ cần được ghi nhận thành vấn đề riêng, không im lặng bỏ qua.

Tiếp theo là kiểm tra số học: các tỷ lệ trên cùng mẫu số cộng thành 100%; số tiền đầu tư bằng giá nhân số cổ phần, sau điều chỉnh làm tròn; số cổ phần chuyển đổi dùng đúng giá hiện hành; quyền đã thực hiện được chuyển khỏi danh

sách quyền chọn sang cổ phần, tránh tính cả hai. Số đã hết hiệu lực cũng cần được xử lý nhất quán với việc có hoàn lại hạn mức hay không.

Cam đoan về cơ cấu vốn trong hợp đồng nên bao quát cả quyền đã phát hành và nghĩa vụ tạo quyền trong tương lai, với phạm vi công bố tương ứng. Nếu sai bảng, giải pháp sửa bằng tiền và sửa bằng cổ phần có hệ quả khác nhau. Tiền trả từ doanh nghiệp có thể làm giảm giá trị phần vốn của chính nhà đầu tư được bồi hoàn. Phát hành bổ sung có thể tiếp tục ảnh hưởng người khác và kích hoạt các quyền hiện có. Chọn biện pháp khắc phục cần dựa trên toàn bộ cơ cấu, không chỉ một dòng thiếu.

■ 9. Cap table tại ngày hoàn tất và tại ngày bán

Một bảng “sau vòng” nên có nhãn ngày, giả định và trạng thái hoàn tất. Tài liệu đã ký nhưng chưa góp tiền, góp tiền từng đợt và phát hành phụ thuộc điều kiện không phải cùng một trạng thái. Giữ phiên bản trước giao dịch, phiên bản dự kiến và phiên bản đã hoàn tất giúp tránh việc người kiểm tra nhầm kế hoạch với sự kiện đã xảy ra.

Khi bán doanh nghiệp, cap table là đầu vào cho bảng phân chia tiền, không phải kết quả phân chia. Phải cập nhật quyền ưu tiên, tỷ lệ chuyển đổi, quyền chọn có được hưởng sớm không, giá thực hiện và quyền chưa cấp có bị hủy không. Một nhóm chiếm 10% pha loãng đầy đủ có thể nhận ít hơn 10% tiền bán vì phải trả giá thực hiện, hoặc không nhận gì nếu giá trị còn lại không đủ.

Để tự kiểm tra, hãy chọn một hàng bất kỳ và trả lời được bốn câu: quyền đến từ tài liệu nào; số lượng hiện tại được hình thành thế nào; nó nằm trong mẫu số nào; sự kiện tiếp theo có thể thay đổi nó ra sao. Nếu chưa trả lời được, bảng chưa đủ để làm cơ sở cho định giá, chấp thuận hoặc thanh toán, dù tổng phần trăm đã bằng 100%.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **Cooley GO — Option Grants: Fully Diluted or Issued and Outstanding:** đối chiếu sự khác nhau giữa số cổ phần hiện tại và cơ sở giả định thực hiện quyền.
cooleygo.com/option-grants-fully-diluted-issued-outstanding
- **Cooley GO — Negotiating the Option Pool:** đối chiếu ảnh hưởng của quỹ quyền chọn nằm trong cơ sở giá trước vòng.
cooleygo.com/negotiating-option-pool
- **Y Combinator — SAFE:** đối chiếu giới hạn ý nghĩa của post-money và sự pha loãng bởi vòng vốn tiếp theo. Các bảng và phép tính trong chương sử dụng giả định riêng.
ycombinator.com/safe

10

Pha loãng

Tỷ lệ sở hữu, giá trị và sự phân bổ chi phí

Trong chương này

1. Pha loãng tỷ lệ khác với giảm giá trị tài sản	79	6. Vòng không giảm giá vẫn có thể tạo điều chỉnh	83
2. Quyền tham gia mua và quyền điều chỉnh giá làm hai việc khác nhau	80	7. Miễn trừ, từ bỏ quyền và điều kiện tham gia vòng mới	84
3. Giá chuyển đổi và tỷ lệ chuyển đổi	81	8. Tái cơ cấu vốn và động cơ của người ra quyết định	84
4. Full ratchet và weighted average	81	9. Từ điều khoản tới bảng kết quả có thể kiểm chứng	85
5. “Broad-based” chưa phải một định nghĩa hoàn chỉnh	82		

Pha loãng thường được hiểu là cổ đông bị giảm phần trăm sở hữu. Cách hiểu đó đúng nhưng chưa đủ. Một cổ đông từ 30% xuống 20% có thể đang sở hữu tài sản có giá trị cao hơn trước, nếu doanh nghiệp đã tăng giá trị và nhận thêm vốn hợp lý. Ngược lại, tỷ lệ sở hữu được bảo vệ bằng điều khoản chống pha loãng chưa chắc bảo vệ được tiền đầu tư khi hoạt động kinh doanh suy giảm.

Đối với luật sư, câu hỏi hữu ích không dừng ở “ai bị pha loãng”. Cần xác định sự thay đổi nào đến từ vốn mới, sự thay đổi nào đến từ giá phát hành thấp, và sự thay đổi nào do hợp đồng chuyển chi phí giữa các nhóm. Chỉ khi tách được ba lớp đó mới có thể giải thích chính xác tác động của một vòng gọi vốn hoặc một khoản vay chuyển đổi.

1. Pha loãng tỷ lệ khác với giảm giá trị tài sản

Pha loãng tỷ lệ xảy ra khi mẫu số tăng mà số quyền của một người không tăng tương ứng. Nếu có 1.000 cổ phần, một người giữ 200 cổ phần tức 20%. Phát hành

thêm 250 cổ phần cho người khác làm tỷ lệ ấy còn $200 \div 1.250 = 16\%$. Mức giảm là 4 điểm phần trăm, tương đương giảm 20% so với tỷ lệ cũ. Hai cách diễn đạt này không được dùng thay nhau.

Giá trị kinh tế phụ thuộc thêm vào tổng giá trị và quyền gắn với từng công cụ. Trong một mô hình chỉ có cổ phần cùng quyền, doanh nghiệp trước vòng đáng giá 10 triệu đơn vị tiền tệ, nhà đầu tư mới góp 2,5 triệu ở đúng giá trị đó. Tổng sau vòng là 12,5 triệu; cổ đông từ 20% xuống 16% vẫn có phần vốn trị giá 2 triệu. Tỷ lệ giảm nhưng không có chuyển giao giá trị chỉ vì phát hành, nếu bỏ qua chi phí và thay đổi khác.

Nếu cổ phần được phát hành thấp hơn giá trị kinh tế giả định, có thể xuất hiện chuyển giao giá trị. Ví dụ độc lập: 100 cổ phần cùng quyền có tổng giá trị 10.000 đơn vị; phát hành 20 cổ phần ở giá 50 thu thêm 1.000. Giả định giá trị hoạt động cũ không đổi và không có chi phí, tổng mới là 11.000, mỗi cổ phần có giá trị khoảng 91,67. Cổ đông cũ còn tổng 9.166,67, giảm khoảng 833,33; người mua mới có cổ phần trị giá khoảng 1.833,33 dù chỉ trả 1.000.

Đây là phép phân tích theo giả định định giá, không phải kết luận rằng mọi vòng giảm giá đều lấy tiền của cổ đông cũ. Doanh nghiệp có thể thực sự đã mất giá trị, hoặc đang thiếu tiền đến mức không có phương án tài trợ khả thi tốt hơn. Giá vòng trước không chứng minh giá trị hiện tại. Luật sư cần phân biệt thiệt hại do kinh doanh, thông tin mới về định giá và hiệu ứng phân phối riêng của phát hành.

■ 2. Quyền tham gia mua và quyền điều chỉnh giá làm hai việc khác nhau

Quyền được tham gia đợt phát hành mới theo tỷ lệ cho phép cổ đông bỏ thêm tiền để duy trì tỷ lệ của mình. Nếu sở hữu 20% và vòng mới phát hành 250 cổ phần cùng giá cho mọi người, mua 50 cổ phần trong số đó giúp cổ đông có 250 trong tổng 1.250, vẫn là 20%. Sự bảo vệ đòi hỏi khả năng và quyết định góp vốn thêm.

Quyền điều chỉnh chống pha loãng (anti-dilution adjustment) thường vận hành khác. Nó điều chỉnh giá hoặc tỷ lệ chuyển đổi của công cụ được bảo vệ khi doanh nghiệp phát hành dưới một mức giá xác định. Người được bảo vệ có thể nhận thêm cổ phần phổ thông tương đương mà không góp thêm tiền. Cơ chế này phân bổ lại quyền giữa người được bảo vệ và những người còn lại.

Tên gọi “chống pha loãng” không có nghĩa giữ nguyên mọi tỷ lệ sở hữu. Sau điều chỉnh, nhà đầu tư vẫn có thể giảm tỷ lệ so với trước vòng, chỉ là giảm ít hơn. Ngược lại, một công thức mạnh có thể làm tỷ lệ của họ tăng. Cũng không nên

hiểu nó là bảo hiểm toàn bộ giá trị khoản đầu tư: nếu tổng giá trị doanh nghiệp giảm mạnh, thêm quyền chuyển đổi chưa đủ bù tổn thất.

Phải phân biệt thêm điều chỉnh kỹ thuật do chia tách hoặc gộp cổ phần. Chia một cổ phần thành mười cổ phần thường đòi điều chỉnh giá thực hiện và số quyền tương ứng để giữ nguyên vị thế kinh tế. Đó là việc bảo toàn đơn vị đo. Điều chỉnh do phát hành giá thấp lại là việc phân bổ rủi ro định giá giữa các bên.

■ 3. Giá chuyển đổi và tỷ lệ chuyển đổi

Giá định một cổ phần ưu đãi được mua với giá gốc 10 đơn vị và giá chuyển đổi ban đầu cũng là 10. Tỷ lệ chuyển đổi là $10 \div 10 = 1$, tức một cổ phần ưu đãi đổi thành một cổ phần phổ thông. Nếu giá chuyển đổi giảm xuống 8, tỷ lệ thành $10 \div 8 = 1,25$. Số cổ phần ưu đãi đang lưu hành có thể vẫn giữ nguyên, nhưng số cổ phần phổ thông nhận khi chuyển đổi tăng.

Cần đọc rõ cơ chế của văn bản: điều chỉnh tỷ lệ chuyển đổi không đồng nghĩa với phát hành ngay thêm cổ phần ưu đãi. Trong cấu trúc phổ biến này, số tiền ưu tiên hoàn vốn ban đầu cũng không tự tăng cùng số cổ phần phổ thông tương đương. Sự phân biệt giữa điều chỉnh tỷ lệ và tăng số cổ phần ưu đãi được giải thích trong hướng dẫn về down round của Cooley GO.

Lưu ý nên lưu hai dữ liệu riêng cho mỗi lớp: quyền ưu tiên bằng tiền và số cổ phần khi chuyển đổi. Hai dữ liệu có thể thay đổi theo những điều kiện khác nhau. Nếu mô hình cập nhật phần chuyển đổi nhưng đồng thời tự nhân tăng quyền ưu tiên, nó có thể trao lợi ích mà điều khoản chưa hề quy định.

■ 4. Full ratchet và weighted average

Cơ chế điều chỉnh toàn phần (full ratchet) hạ giá chuyển đổi xuống mức giá phát hành thấp hơn thuộc phạm vi điều chỉnh, không cân nhắc quy mô phát hành theo cách của công thức bình quân. Một đợt phát hành nhỏ có thể vì thế tạo thay đổi lớn cho toàn bộ công cụ được bảo vệ. Điều khoản vẫn cần xác định ngoại lệ, thời điểm và giá phát hành thực chất.

Cơ chế bình quân gia quyền (weighted average) xét cả giá lẫn quy mô phát hành. Một công thức thường gặp là:

$$\text{Giá chuyển đổi mới} = \text{Giá chuyển đổi cũ} \times (A + B) \div (A + C)$$

Trong đó, A là số cổ phần làm cơ sở trước đợt phát hành theo định nghĩa đã chọn; B là số cổ phần giá định tiền mới mua được ở giá chuyển đổi cũ; C là số cổ phần

thực tế hoặc được coi là phát hành trong đợt mới. Nếu giá mới thấp hơn giá cũ, cùng một số tiền tạo C lớn hơn B, nên phân số nhỏ hơn một và giá chuyển đổi giảm.

Ví dụ thuần túy dưới đây chỉ phân tích số lượng quy đổi, không định giá riêng các quyền ưu tiên. Trước vòng có 800.000 cổ phần phổ thông và 200.000 cổ phần ưu đãi chuyển đổi 1:1. Giá mua và giá chuyển đổi của lớp ưu đãi là 10. Phát hành mới 400.000 cổ phần ở giá 5, thu 2 triệu đơn vị tiền tệ. Không có quyền chọn, công cụ khác hoặc miễn trừ; A bằng 1.000.000.

$$B = 2.000.000 \div 10 = 200.000$$

$$C = 400.000$$

$$\text{Giá chuyển đổi mới} = 10 \times 1.200.000 \div 1.400.000 \approx 8,571429$$

Lớp ưu đãi cũ được quy đổi thành $200.000 \times 10 \div 8,571429 \approx 233.333,33$ cổ phần phổ thông, tăng khoảng 33.333,33. Nếu áp dụng full ratchet, giá chuyển đổi xuống 5, lớp này được quy đổi thành 400.000 cổ phần. Kết quả mô hình chưa làm tròn thành số cổ phần thực tế:

Cơ chế	Phổ thông cũ	Ưu đãi cũ quy đổi	Cổ phần mới	Tổng quy đổi	Tỷ lệ ưu đãi cũ
Không điều chỉnh	800.000	200.000	400.000	1.400.000	14,29%
Bình quân gia quyền	800.000	233.333,33	400.000	1.433.333,33	16,28%
Điều chỉnh toàn phần	800.000	400.000	400.000	1.600.000	25,00%

Lớp ưu đãi cũ có 20% trước vòng. Bình quân gia quyền giúp nó giảm xuống 16,28% thay vì 14,29%; full ratchet làm tỷ lệ tăng lên 25%. Chi phí của quyền bảo vệ thể hiện ở tỷ lệ những nhóm khác nhận được. Tuy nhiên, trong giao dịch thực tế, nhà đầu tư mới có thể được cam kết một tỷ lệ cố định sau mọi điều chỉnh. Khi đó giá, số cổ phần mới và mức pha loãng phải được giải lại cùng nhau; không được giữ cứng C như ví dụ rồi đồng thời hứa tỷ lệ khác.

5. “Broad-based” chưa phải một định nghĩa hoàn chỉnh

Trong bình quân gia quyền, A càng lớn thì một đợt phát hành xác định càng có tác động nhỏ lên giá chuyển đổi. Nếu A chỉ có cổ phần đang lưu hành, mức điều

chính thường lớn hơn khi tính thêm nhiều quyền mua và chuyển đổi. Vì vậy xuất hiện cách gọi cơ sở rộng (broad-based) và cơ sở hẹp (narrow-based).

Tên gọi không giải quyết được ranh giới. Quyền chọn đã cấp có được tính không; quỹ chưa cấp có được tính không; công cụ sẽ chuyển đổi ngay trong vòng này có nằm trong A không; cổ phần được giả định chuyển đổi theo tỷ lệ trước hay sau điều chỉnh? Những câu hỏi đó phải có đáp án bằng danh sách, thời điểm và thứ tự tính. Định nghĩa của Cooley GO về cơ chế cơ sở rộng xác nhận đặc điểm cốt lõi là mức điều chỉnh phụ thuộc đồng thời quy mô và giá đợt phát hành.

B cũng không luôn là tiền mặt nhận ngày hoàn tất chia giá cũ. Nếu khoản vay chuyển đổi gồm cả lãi, hoặc phát hành kèm chứng quyền, phải xác định giá trị đối ứng phân bổ cho từng công cụ. C cần khớp với chính giá trị đối ứng đã dùng trong B. Gộp toàn bộ tiền ở tử số nhưng chỉ lấy một phần cổ phần ở mẫu số có thể làm điều chỉnh sai.

Với mỗi lớp ưu đãi, phép thử phải dựa trên giá chuyển đổi hiện hành, không nhất thiết giá phát hành gốc. Một lớp đã điều chỉnh từ 10 xuống 8 không tiếp tục dùng 10 cho lần điều chỉnh kế tiếp. Khi nhiều lớp có giá khác nhau, một đợt phát hành có thể kích hoạt một lớp mà không kích hoạt lớp khác.

6. Vòng không giảm giá vẫn có thể tạo điều chỉnh

Một khoản vay chuyển đổi ở giá ưu đãi có thể phát sinh cổ phần thấp hơn giá chuyển đổi của lớp đang được bảo vệ, dù giá cho nhà đầu tư mới bằng hoặc cao hơn vòng trước. Do đó, chỉ kiểm tra nhãn “up round”, “flat round” hay “down round” là chưa đủ. Phải kiểm tra từng công cụ được phát hành hoặc được coi là phát hành theo điều khoản.

Giả định giá vòng mới là 12, khoản vay có mức giảm 20% nên giá theo chiết khấu là 9,6. Nếu trần định giá chia cơ sở vốn đã thỏa thuận cho giá 8, và văn bản cho chọn giá thấp hơn, khoản vay chuyển ở 8. Lớp ưu đãi cũ có giá chuyển đổi 10 có thể bị kích hoạt, tùy phạm vi và miễn trừ. Giá vòng công bố 12 không phản ánh đầy đủ tác động này.

Một trần định giá không phải giá trị hiện tại được cam đoan của doanh nghiệp. Nó là đầu vào trong công thức chuyển đổi. Trần theo cơ sở trước vốn và trần theo cơ sở sau vốn không thể thay cho nhau khi tính số cổ phần. Lãi được chuyển đổi, hạn mức quyền chọn và các khoản chuyển đổi khác cũng có thể làm thay đổi mẫu số.

Thời điểm thương lượng vấn đề này nên là khi cấp khoản chuyển đổi, lúc lợi ích cấp tiền và chi phí pha loãng còn được nhìn cùng nhau. Đợi tới vòng sau mới phát hiện quyền điều chỉnh đã phát sinh thường làm giảm lựa chọn. Tuy nhiên,

việc chấp thuận khoản vay không tự có nghĩa từ bỏ quyền chống pha loãng: nội dung chấp thuận và nội dung từ bỏ phải được đọc riêng.

■ 7. Miễn trừ, từ bỏ quyền và điều kiện tham gia vòng mới

Các bên có thể loại một số đợt phát hành khỏi cơ chế, chẳng hạn cấp quyền trong chương trình đã phê duyệt hoặc chuyển đổi theo công cụ đã thống nhất. Miễn trừ cần đủ cụ thể để xác định giới hạn số lượng, người phê duyệt và việc sửa đổi sau này có còn được hưởng ngoại lệ không. Một quyền chọn nằm trong chương trình về tên gọi nhưng vượt hạn mức không nhất thiết được xử lý như phần đã được đồng ý.

Từ bỏ quyền trong một giao dịch cần xác định ai có thẩm quyền quyết định cho ai. Đa số của toàn bộ cổ phần ưu đãi và đa số riêng lớp bị ảnh hưởng có thể là hai nhóm khác nhau. Một nhóm kiểm soát đa số chung có thể đồng thời là bên nhận lợi ích từ vòng mới. Vì thế, ngoài kiểm tra tỷ lệ biểu quyết, cần nhận diện lợi ích đối lập và phạm vi đại diện của từng quyết định.

Điều khoản yêu cầu tham gia để giữ quyền (pay-to-play) gán một số quyền của nhà đầu tư với việc họ tiếp tục góp vốn. Hậu quả có thể là mất một phần ưu tiên hoặc chuyển sang công cụ khác. Đây là cơ chế riêng, cần được phối hợp về thứ tự với điều chỉnh chống pha loãng. Nếu điều chỉnh trước rồi mới chuyển công cụ, người không góp vốn có thể vẫn giữ lợi ích điều chỉnh; nếu chuyển trước, kết quả có thể khác.

Hợp đồng cũng nên xử lý người muốn góp nhưng không được cung cấp đủ thông tin hoặc thời gian. Yêu cầu tham gia là một điều kiện kinh tế đáng kể: phải biết số tiền, thời hạn, điều kiện hoàn tất và việc vòng bị thu hẹp có làm giảm nghĩa vụ góp hay không. Cụm từ “tham gia theo tỷ lệ” chỉ vận hành được khi tỷ lệ và mẫu số đã rõ.

■ 8. Tái cơ cấu vốn và động cơ của người ra quyết định

Khi cần vốn gấp, doanh nghiệp có thể sửa hàng loạt quyền: chuyển nợ thành vốn, thay lớp cổ phần, giảm giá thực hiện quyền chọn hoặc thiết lập chương trình mới cho đội ngũ quản lý. Mỗi thay đổi có thể giải quyết một trở ngại tài trợ, đồng thời thay đổi phần lợi ích của người không tham gia.

Phân tích nên bắt đầu từ các phương án khả thi. Không có vốn mới, doanh nghiệp có thể mất khả năng tiếp tục hoạt động; có vốn mới với điều kiện nặng, cổ đông cũ vẫn có thể giữ giá trị kỳ vọng tốt hơn. Nhưng nhu cầu vốn không làm mọi mức giá và mọi phân bổ tự trở nên hợp lý. Hồ sơ cần thể hiện giả định định

giá, nguồn tài trợ thay thế, thời gian tìm vốn và lợi ích của người tham gia quyết định.

Nếu nhà đầu tư hiện hữu vừa định giá vòng mới vừa hưởng điều chỉnh trên vòng cũ, cần trình bày tổng lợi ích trên cả hai vị thế. Nếu đội ngũ quản lý được cấp chương trình mới sau khi cổ phần cũ của họ bị pha loãng, phải tính cả chương trình mới vào kết quả. Chỉ nhìn một hàng trước và sau vòng có thể che mất sự chuyển giao thực chất.

Không nên kết luận từ tỷ lệ đơn lẻ rằng một bên chắc chắn bị thiệt hại hoặc một bên chắc chắn được bảo toàn. Cần mô hình hóa ít nhất vài mức giá bán sau này, vì quyền ưu tiên và quyền chuyển đổi có thể khiến thứ tự lợi ích thay đổi. Chương về phân chia tiền thoái vốn tiếp tục bước phân tích ấy.

■ 9. Từ điều khoản tới bảng kết quả có thể kiểm chứng

Một bộ tính tốt cần giữ lịch sử giá chuyển đổi cho từng lớp; liệt kê đợt phát hành kích hoạt; tách số cổ phần mới khỏi phần điều chỉnh; ghi miễn trừ hoặc văn bản từ bỏ; và trình bày số quyền sau cùng. Kết quả cần nối lại với cap table và bảng quyền, không chỉ với mô hình định giá.

Trước khi hoàn tất, nên thử một đợt rất nhỏ ở giá rất thấp để thấy sức mạnh của full ratchet; thử cùng giá nhưng quy mô khác để thấy đặc tính của weighted average; thử giá đúng bằng giá chuyển đổi hiện hành để xác nhận không có điều chỉnh giá thấp; và thử một công cụ nằm trong ngoại lệ. Đây là các phép kiểm có khả năng phát hiện cách hiểu sai mà một kịch bản cơ sở thuận lợi không bộc lộ.

Người đọc đã nắm vững chủ đề khi giải thích được cổ đông có thể giảm tỷ lệ nhưng tăng giá trị, nhà đầu tư được chống pha loãng vẫn có thể chịu lỗ, và một vòng mới có thể chuyển chi phí qua nhiều lớp quyền. Trong công việc, câu hỏi cần theo đến cùng là: sau tất cả các phép chuyển đổi, miễn trừ và điều chỉnh, từng nhóm thực sự có quyền gì và ai đã trả cho sự thay đổi đó?

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **Cooley GO — What You Need to Know About Down Round Financings:** đối chiếu công thức bình quân gia quyền và cơ chế điều chỉnh tỷ lệ chuyển đổi. Chương không sử dụng các nhận định pháp luật theo lãnh thổ của nguồn.
cooleygo.com/down-round-financings
- **Cooley GO — Broad-Based Weighted-Average Anti-Dilution Protection:** đối chiếu sự phụ thuộc vào giá và quy mô phát hành. Các ví dụ và phân tích chi phí ở đây được tính độc lập theo giá định nêu trong chương.
cooleygo.com/glossary/broad-based-weighted-average-anti-dilution-protection

11

Phân chia tiền thoái vốn

Từ quyền ưu tiên đến số tiền thực nhận

Trong chương này

1. Xác định số tiền bắt đầu phân chia	87	6. Quyền chọn và tiền thực hiện	91
2. Quyền ưu tiên hoàn vốn có điều kiện	88	7. Tiền trả sau cần được phân bổ lại theo quy tắc đã chọn	91
3. Không tham gia và có tham gia phần còn lại	88	8. Quyền bán và động cơ của các lớp	92
4. Thứ hạng khi thiếu tiền	89	9. Thiết kế một bảng thanh toán có thể sử dụng	92
5. Nhiều lớp cổ phần phải được tính nhất quán	90		

Gía bán doanh nghiệp và số tiền mỗi cổ đông nhận là hai vấn đề khác nhau. Sau khi xác định phần tiền dành cho vốn chủ sở hữu, các bên vẫn phải áp dụng quyền ưu tiên, quyền chuyển đổi, điều kiện của quyền chọn và các khoản được thanh toán trước. Nhân tỷ lệ trên bảng cơ cấu vốn với giá bán chỉ đúng trong một cơ cấu đủ đơn giản và với đúng mẫu số.

Trình tự phân chia tiền theo các tầng quyền thường được gọi là waterfall. Hình ảnh các tầng diễn tả một nguyên tắc: tiền phải được phân bổ theo quyền ở tầng trước rồi mới chảy đến tầng sau. Với luật sư, điều quan trọng là xác định đầu vào, thứ tự, điều kiện chuyển tầng và cách xử lý khi tiền không đủ. Một bảng phân bổ thanh toán chỉ đáng tin khi phản ánh đầy đủ những yếu tố ấy.

1. Xác định số tiền bắt đầu phân chia

Waterfall giữa cổ đông không nên bắt đầu từ một con số giá trị doanh nghiệp chưa trừ nợ. Đầu vào thường là giá trị vốn chủ sở hữu hoặc khoản đối giá thực tế dành cho người bán, sau những điều chỉnh mà giao dịch quy định. Chi phí giao dịch, tiền trả nợ, khoản thưởng riêng, tài khoản bảo chứng và phân tái đầu tư cần được xử lý ở đúng vị trí.

Giá định giá trị hoạt động là 100 triệu đơn vị tiền tệ, nợ ròng được khấu trừ là 25 triệu, còn chi phí do người bán chịu là 3 triệu chưa nằm trong nợ ròng. Nếu không có điều chỉnh khác, tiền phân chia giữa cổ đông là 72 triệu. Dùng 100 triệu để tính quyền ưu tiên và tỷ lệ cổ đông sẽ phân bổ nhiều hơn số thực có.

“Tiền thực có” còn khác “tổng đối giá theo hợp đồng”. Một giao dịch có thể trả tiền ngay, giao cổ phần của bên mua và hứa thanh toán theo kết quả tương lai. Quyền ưu tiên được tính trên loại đối giá nào, định giá tài sản phi tiền mặt ra sao và thời điểm nào khoản chưa chắc chắn được tính đều là vấn đề cần thống nhất. Một tài sản được định giá 10 triệu không tự có khả năng thanh toán tiền mặt 10 triệu trong ngày hoàn tất.

■ 2. Quyền ưu tiên hoàn vốn có điều kiện

Quyền ưu tiên thanh toán khi xảy ra sự kiện phân chia (liquidation preference) cho một lớp cổ phần quyền nhận số tiền xác định trước cổ phần phổ thông, theo cấu trúc được thỏa thuận. Tên gọi không giới hạn nó vào việc chấm dứt hoạt động: tài liệu có thể cho áp dụng khi bán doanh nghiệp, chuyển quyền kiểm soát hoặc giao dịch khác đã định nghĩa.

Một quyền ưu tiên 1,00× trên khoản đầu tư 4 triệu tạo mức ưu tiên danh nghĩa 4 triệu. Quyền 2,00× tạo mức 8 triệu. Mức này không phải bảo đảm rằng sẽ nhận đủ: nếu chỉ còn 2 triệu để phân chia và không có nguồn thanh toán khác, quyền ưu tiên 4 triệu không tạo ra thêm tiền. Còn phải xét thứ hạng so với các lớp khác.

Hai dữ liệu cần được tách là số tiền ưu tiên và số cổ phần khi chuyển đổi. Chống pha loãng có thể làm tăng số cổ phần phổ thông tương đương nhưng không tự tăng số tiền ưu tiên. Chia tách cổ phần có thể làm số cổ phần danh nghĩa tăng mà tổng ưu tiên phải giữ nguyên nếu đó là ý định. Các biến số này, cùng quyền tham gia phần còn lại và khoản tích lũy, được liệt kê trong hướng dẫn về liquidation preferences của Carta.

■ 3. Không tham gia và có tham gia phần còn lại

Cổ phần ưu đãi không tham gia phần còn lại (non-participating preferred) thường cho lựa chọn giữa nhận quyền ưu tiên và chuyển đổi để hưởng như cổ phần phổ thông. Nó không đồng thời lấy đầy đủ cả hai phần. Trong cơ cấu chỉ có một lớp ưu đãi, không có khoản ưu tiên khác và bỏ qua quyền chọn, có thể minh họa bằng nhà đầu tư có ưu tiên 4 triệu và 20% nếu chuyển đổi.

Nếu tổng tiền phân chia là 10 triệu, chuyển đổi chỉ cho 2 triệu nên nhận ưu tiên 4 triệu có lợi hơn. Nếu tổng là 30 triệu, chuyển đổi cho 6 triệu nên có lợi hơn ưu tiên. Điểm hai phương án bằng nhau là $4 \div 20\% = 20$ triệu. Đây là điểm chuyển

lựa chọn theo giả định của ví dụ, không phải công thức dùng nguyên xi cho mọi cơ cấu nhiều lớp.

Nếu tiền chỉ là 2 triệu, nhà đầu tư nhận tối đa 2 triệu trong ví dụ một lớp này. Vì vậy, công thức viết tắt “lấy số lớn hơn giữa ưu tiên và phần sau chuyển đổi” phải đi kèm giới hạn tiền thực có và thứ hạng. Bỏ điều kiện ấy làm công thức trả 4 triệu từ một quỹ chỉ có 2 triệu.

Cổ phần ưu đãi có tham gia phần còn lại (participating preferred) nhận ưu tiên rồi còn được hưởng một tỷ lệ số tiền còn lại. Với ưu tiên 4 triệu và tỷ lệ 20%, tại tổng tiền 30 triệu, nó nhận $4 + 20\% \times (30 - 4) = 9,2$ triệu. So với 6 triệu trong phương án không tham gia, khác biệt lớn dù tỷ lệ sở hữu vẫn là 20%.

Cơ chế có tham gia có thể kèm trần. Nếu tổng quyền hưởng khi giữ ưu đãi bị giới hạn ở $2,00 \times$ tiền đầu tư, trần là 8 triệu. Người nắm giữ vẫn có thể được quyền chuyển đổi nếu số tiền như cổ phần phổ thông cao hơn trần. Khi đó kết quả là:

Tổng tiền phân chia, triệu	Không tham gia	Có tham gia, không trần	Có tham gia, trần tổng 8 triệu và được chuyển đổi
10	4	5,2	5,2
30	6	9,2	8
50	10	13,2	10

Văn bản cần nói trần tính cả tiền ưu tiên hay chỉ phần tham gia, và khoản tích lũy có nằm trong trần không. Cụm “trần $2,00 \times$ ” chưa trả lời những câu hỏi đó. Cũng cần phân biệt cổ phần được mô hình hóa “như đã chuyển đổi” để tính phần tham gia với việc thực sự từ bỏ ưu đãi và chuyển sang phổ thông.

4. Thứ hạng khi thiếu tiền

Nếu nhiều lớp cùng thứ hạng (pari passu), số tiền thiếu có thể được chia theo tỷ lệ quyền ưu tiên, nếu tài liệu quy định như vậy. Giả định lớp A có ưu tiên 2 triệu, lớp B có 6 triệu, tổng tiền chỉ 5 triệu. Chia cùng thứ hạng theo mức ưu tiên cho $A \ 5 \times 2 \div 8 = 1,25$ triệu, B nhận 3,75 triệu, phổ thông không nhận.

Nếu B có thứ hạng cao hơn A và được trả trước toàn bộ, 5 triệu đều thuộc B. Sự khác biệt nằm giữa hai lớp ưu đãi trong kịch bản này. Tuy nhiên, không nên từ đó suy rộng rằng thứ hạng không bao giờ ảnh hưởng cổ phần phổ thông. Khi có quyền tham gia, chuyển đổi, trần hoặc khoản tích lũy khác nhau, thay thứ hạng có thể thay đổi cả các lựa chọn tiếp theo và tiền còn lại.

Đối với một cơ cấu chỉ có các quyền ưu tiên cố định, chưa có lớp nào chuyển đổi, cổ phần phổ thông nhận phần vượt tổng ưu tiên; đối thứ tự nội bộ các lớp

chưa làm đổi tổng ấy. Đó là kết quả có điều kiện của một cơ cấu đơn giản. Nếu đúng điều kiện giúp luật sư sử dụng nhận xét mà không biến nó thành nguyên tắc quá rộng.

Khoản lợi tức tích lũy làm quyền ưu tiên tăng theo thời gian nếu tài liệu quy định cộng vào số tiền khi thoái vốn. Cần phân biệt tích lũy đơn với tích lũy kép, thời điểm bắt đầu và việc đã thanh toán một phần. Gọi khoản đó là “8%” chưa đủ xác định số tiền ở năm thứ năm. Nó cũng không tự biến cổ phần thành khoản nợ có ngày đáo hạn.

5. Nhiều lớp cổ phần phải được tính nhất quán

Khi có nhiều lớp, lựa chọn chuyển đổi của một lớp làm thay đổi tiền và mẫu số dành cho lớp khác. Không thể tính riêng từng lớp như thể mọi lớp khác cùng giữ nguyên, rồi ghép các kết quả có lợi nhất thành một bảng. Các kết quả riêng có thể dựa trên những giả định mâu thuẫn nhau.

Ví dụ sau dùng đơn vị triệu cho tiền và đơn vị quy đổi cho số cổ phần. Có 60 đơn vị phổ thông, 20 đơn vị của lớp A với ưu tiên 2 triệu và 20 đơn vị của lớp B với ưu tiên 6 triệu. Cả hai lớp đều không tham gia phần còn lại, chuyển đổi 1:1, cùng thứ hạng; không có quyền chọn hay khoản tích lũy.

Ở mức 20 triệu, nếu B nhận ưu tiên 6 triệu và A chuyển đổi, 14 triệu còn lại được chia giữa 60 đơn vị phổ thông và 20 đơn vị A. A nhận 3,5 triệu, phổ thông 10,5 triệu. B nhận 6 triệu, có lợi hơn 4 triệu nếu cả hai chuyển đổi. A nhận 3,5 triệu, có lợi hơn ưu tiên 2 triệu. Các lựa chọn này phù hợp với nhau.

Tổng tiền, triệu	Phổ thông	Lớp A	Lớp B	Trạng thái hợp lý theo quyền trong ví dụ
5	0	1,25	3,75	Chia thiếu theo ưu tiên cùng thứ hạng
8	0	2	6	Cả hai nhận đủ ưu tiên
14	6	2	6	A ở điểm hai lựa chọn bằng nhau
20	10,5	3,5	6	A chuyển đổi; B nhận ưu tiên
30	18	6	6	B ở điểm hai lựa chọn bằng nhau
40	24	8	8	Cả hai chuyển đổi

Trong vùng B nhận ưu tiên, A bắt đầu chuyển đổi khi $20 \div 80 \times (\text{Tổng tiền} - 6) = 2$, tức tổng tiền 14 triệu. Khi A đã chuyển đổi, B bắt đầu chuyển đổi ở 30 triệu. Những ngưỡng này được tính trong trạng thái cụ thể của các lớp khác.

Với cơ cấu phức tạp hơn, cách làm chắc chắn là liệt kê các tổ hợp lựa chọn được tài liệu cho phép, tính phân bổ trong mỗi tổ hợp rồi kiểm tra tính nhất quán. Cần xem lựa chọn do từng người, đa số một lớp hay cơ chế chuyển đổi bắt buộc quyết định. Một thuật toán “xét từ giá cao xuống giá thấp” chỉ được sử dụng nếu đã chứng minh phù hợp với cấu trúc đó; không phải quy tắc chung cho mọi waterfall.

■ 6. Quyền chọn và tiền thực hiện

Người giữ quyền chọn thường chỉ hưởng phần chênh giữa giá cổ phần và giá phải trả để thực hiện, tùy điều kiện chương trình. Quỹ chưa cấp không tự có người được nhận tiền. Quyền đã cấp nhưng chưa đủ điều kiện hưởng có thể được tăng tốc, tiếp tục tồn tại, thay thế hoặc chấm dứt theo điều khoản.

Ví dụ riêng: tiền mua vốn chủ sở hữu là 10,8 triệu; có 900.000 cổ phần phổ thông và 100.000 quyền chọn đều được thực hiện, giá thực hiện 2 đơn vị mỗi cổ phần. Giá định tiền thực hiện 0,2 triệu được đưa vào tổng tiền phân chia và chưa được tính ở đầu vào 10,8 triệu. Tổng quỹ là 11 triệu cho 1.000.000 cổ phần, tức 11 mỗi cổ phần.

Cổ đông hiện hữu nhận 9,9 triệu. Người giữ quyền chọn có quyền nhận góp 1,1 triệu nhưng đã trả 0,2 triệu, nên nhận ròng 0,9 triệu. Tổng tiền ròng của hai nhóm là 10,8 triệu. Nếu bỏ giá thực hiện, sẽ trả thừa cho quyền chọn. Nếu giá trị 10,8 triệu vốn đã bao gồm tiền thực hiện mà lại cộng 0,2 triệu lần nữa, sẽ làm tăng quỹ sai.

Có thể thanh toán chênh lệch bằng tiền mà không đi qua bước góp và hoàn tiền thực tế, nếu cơ chế giao dịch cho phép. Nhưng kết quả cần được đối chiếu cùng một cơ sở. Quyền có giá thực hiện cao hơn giá trị nhận được không được giả định tự động thực hiện; phải kiểm tra riêng từng nhóm quyền.

■ 7. Tiền trả sau cần được phân bổ lại theo quy tắc đã chọn

Một tỷ lệ phân bổ ở ngày hoàn tất có thể không còn đúng khi nhận thêm tiền. Giả định chỉ có một lớp ưu đãi 4 triệu, tương đương 20% nếu chuyển đổi, không tham gia. Trả 12 triệu lúc hoàn tất cho lớp này 4 triệu và phổ thông 8 triệu. Nếu nhận thêm 20 triệu sau đó, tổng lũy kế lên 32 triệu và quyền chuyển đổi cho lớp ưu đãi 6,4 triệu.

Theo cơ chế áp dụng lại waterfall trên tổng lũy kế, đợt sau lớp ưu đãi nhận $6,4 - 4 = 2,4$ triệu; phổ thông nhận 17,6 triệu. Giữ tỷ lệ 4/12 từ đợt đầu để chia đợt sau sẽ cho kết quả khác. Cách tính lại không tự tồn tại nếu việc lựa chọn ưu tiên tại

ngày đầu đã chốt vĩnh viễn; hợp đồng phải thiết kế rõ quyền của các bên đối với đối giá bổ sung.

Tài khoản bảo chứng cũng cần lựa chọn tương tự. Nếu chỉ coi là đã nhận khi giải ngân, lớp ưu tiên có thể được trả đủ từ tiền ban đầu, trong khi rủi ro mất khoản giữ lại rơi nhiều hơn vào người nhận phần dư. Nếu giữ lại theo tỷ lệ trên tổng quyền hưởng dự kiến, rủi ro được chia khác. Đây là phân bổ rủi ro có chủ đích, không phải khác biệt kỹ thuật không đáng kể.

Phụ lục nên có cột tiền được hưởng lũy kế, tiền đã thanh toán và tiền trả kỳ này. Nếu số lũy kế giảm vì hoàn trả hoặc điều chỉnh giá, phải có cơ chế thu hồi, giữ lại hoặc bù trừ để xử lý. Phép trừ đơn giản không đủ nếu người đã nhận tiền không còn nghĩa vụ hoặc khả năng hoàn lại.

■ 8. Quyền bán và động cơ của các lớp

Một lớp đang nhận số ưu tiên cố định có thể hưởng thêm rất ít khi giá bán tăng trong một khoảng. Trong ví dụ nhiều lớp, B nhận 6 triệu tại tổng tiền 14 triệu cũng như 20 triệu. Phổ thông và A hưởng phần tăng trong khoảng ấy. Vì vậy, thời điểm bán, rủi ro tiếp tục kinh doanh và nhu cầu tiền mặt có thể được các lớp đánh giá khác nhau.

Quyền kéo theo bán (drag-along) cho một nhóm yêu cầu người khác tham gia giao dịch; quyền tham gia bán (tag-along) cho người khác cùng tham gia trong điều kiện xác định. Cần đọc những quyền này cùng waterfall. Cùng bán một giá tổng không có nghĩa mọi lớp nhận cùng giá mỗi cổ phần. “Cùng điều kiện” cũng cần giải thích đối với tiền tái đầu tư, bảo đảm của người bán và trách nhiệm sau hoàn tất.

Khoản thưởng thoái vốn riêng cho quản lý có thể được trả trước cổ đông hoặc từ phần của một nhóm. Nếu trả từ tổng quỹ trước khi chia, nhóm đang hưởng phần tăng thêm tại mức giá đó thường gánh tác động trực tiếp. Muốn biết ai chịu chi phí, hãy tính lại waterfall có và không có khoản thưởng. Không nên mặc nhiên phân bổ chi phí theo tỷ lệ sở hữu trên cap table.

■ 9. Thiết kế một bảng thanh toán có thể sử dụng

Bảng phân chia cần dẫn về tài liệu tạo quyền, dùng đúng số cổ phần và tỷ lệ chuyển đổi hiện hành, đồng thời xác định tài liệu nào được ưu tiên nếu số cổ định trong phụ lục không khớp công thức. Người chuẩn bị, người phê duyệt và người chuyển tiền có vai trò khác nhau. Một đại lý thanh toán làm đúng chỉ thị chưa đồng nghĩa đã kiểm tra quyền kinh tế của mọi cổ đông.

Quy trình rà soát nên chạy ở mức giá thấp hơn tổng ưu tiên, trong từng khoảng chuyển đổi, và cao hơn mọi điểm chuyển. Kiểm tra rằng tổng tiền phân bổ bằng quỹ đầu vào; không nhóm nào nhận âm nếu không có cơ chế hoàn trả; và mọi lựa chọn chuyển đổi phù hợp với cùng một cấu trúc. Sau đó thử thêm đối giá trả chậm, quyền chọn và khoản giữ lại.

Nắm vững waterfall có nghĩa hiểu phần trăm sở hữu là điểm bắt đầu của phân tích. Số tiền cuối cùng còn phụ thuộc thứ hạng, lựa chọn, thời gian và người gánh nghĩa vụ. Công việc của luật sư là làm cho toàn bộ sự phụ thuộc đó hiện rõ trước khi lệnh thanh toán được phát hành.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **Carta — Liquidation Preferences:** đối chiếu các cấu phần ưu tiên, tham gia, tỷ lệ chuyển đổi và thứ hạng. Không sử dụng cách gọi một cấu trúc là “chuẩn” như một kết luận chung.
carta.com/learn/equity/liquidity-events/liquidation-preferences
- **Cooley GO — Down Round Financings:** đối chiếu sự khác nhau giữa tăng quyền chuyển đổi và tăng số tiền ưu tiên. Các bảng phân chia, ngưỡng và kiểm tra tính nhất quán được tính độc lập theo giả định trong chương.
cooleygo.com/down-round-financings

12

Phân chia lợi nhuận quỹ

Vốn, lợi tức ưu tiên và thù lao theo kết quả

Trong chương này

1. Cam kết vốn chưa phải tiền trong tài khoản	95	6. Theo toàn quỹ hay theo từng khoản đầu tư	99
2. Phí quản lý và carried interest	96	7. Clawback: có quyền đòi lại chưa chắc có tiền để thu	99
3. Bốn tầng phân phối thường gặp	97	8. Đồng hồ của lợi tức ưu tiên	100
4. Tính một cơ chế catch-up đầy đủ	97	9. Quản trị, kiểm tra và tác động đến doanh nghiệp danh mục	100
5. Catch-up một phần và ngưỡng chỉ chia phần vượt	98		

Một quỹ đầu tư có thể mong muốn bán tài sản ở thời điểm khác với đội ngũ điều hành tài sản ấy. Nguyên nhân không nhất thiết là bất đồng về triển vọng kinh doanh. Quỹ có thời hạn, lịch gọi vốn, nghĩa vụ trả tiền cho người góp vốn và cơ chế trả thù lao cho bên quản lý. Những yếu tố đó làm giá bán và thời gian nhận tiền có ý nghĩa khác nhau đối với từng nhóm.

Luật sư thương mại không cần quản lý quỹ để hiểu ảnh hưởng của nó. Khi bên mua là phương tiện được quỹ tài trợ, cần biết lời hứa cấp vốn nằm ở đâu. Khi quỹ là cổ đông có quyền yêu cầu bán, cần hiểu thời hạn và động cơ của nó. Khi soạn điều khoản phân chia lợi nhuận, cần biết mỗi tầng đang hoàn vốn, trả lợi tức hay chia phần thưởng cho ai.

1. Cam kết vốn chưa phải tiền trong tài khoản

Nhà đầu tư vào quỹ thường cam kết một số tiền, sau đó góp theo yêu cầu gọi vốn. Vốn cam kết (committed capital), vốn đã gọi và vốn đã góp là các trạng thái khác nhau. Phần chưa góp không nhất thiết có thể sử dụng ngay hoặc sử dụng hoàn

toàn để đầu tư mới: còn có thời hạn thông báo, điều kiện gọi vốn, phần dành cho chi phí và nghĩa vụ hỗ trợ các khoản đầu tư hiện hữu.

Trong cơ cấu thường gặp, người góp vốn được gọi là limited partner, viết tắt LP; chủ thể đảm nhiệm vai trò quản lý ở cấp quỹ được gọi là general partner, viết tắt GP. Đơn vị quản lý chuyên nghiệp, người nhận phí và người nhận lợi nhuận khuyến khích có thể là những chủ thể liên quan nhưng không hoàn toàn trùng nhau. Khi phân tích quyền và nghĩa vụ, phải theo đúng chủ thể trong tài liệu.

Một quỹ cam kết 300 triệu đơn vị tiền tệ không đồng nghĩa có 300 triệu tiền mặt sẵn sàng cho mọi giao dịch. Nếu quỹ đã gọi 180 triệu, còn 120 triệu chưa gọi, số 120 triệu cũng không tự là ngân sách cho một thương vụ mới. Cần trừ hoặc dự liệu các nghĩa vụ khác, kiểm tra thời kỳ đầu tư và quyền tái sử dụng tiền đã thu về.

Sự phân biệt này ảnh hưởng trực tiếp đến giao dịch mua doanh nghiệp. Một công ty mua lại mới thành lập có thể chỉ được cấp tiền tại ngày hoàn tất. Người bán cần nhìn thấy chuỗi cam kết từ quỹ tới phương tiện mua, các điều kiện cấp vốn, người có quyền yêu cầu thực hiện và quan hệ giữa cam kết vốn với nghĩa vụ thanh toán giá mua.

■ 2. Phí quản lý và carried interest

Phí quản lý (management fee) bù đắp hoạt động quản lý theo cơ sở đã thỏa thuận. Carried interest, thường gọi ngắn là carry, là phần lợi nhuận được phân bổ cho bên hưởng thù lao theo kết quả. Phí có thể phải trả dù kết quả đầu tư chưa có lãi; carry phụ thuộc công thức phân chia và các điều kiện của quỹ.

Ví dụ, mức phí 2% trên 300 triệu vốn cam kết tạo 6 triệu mỗi năm. Sau thời kỳ đầu tư, nếu cơ sở chuyển sang 180 triệu vốn đầu tư còn được tính phí và tỷ lệ giảm xuống 1,5%, phí năm trở thành 2,7 triệu. Chỉ ghi “phí 2%” không đủ mô tả chi phí trong toàn bộ đời quỹ: cần xác định cơ sở, kỳ tính, ngày chuyển giai đoạn, tài sản bị loại và phần phí được giảm trừ.

Phí mà doanh nghiệp danh mục trả cho nhóm quản lý có thể được khấu trừ một phần hoặc toàn bộ vào phí quản lý quỹ, tùy thỏa thuận. Nếu không có đối chiếu, cùng một nhóm dịch vụ có thể được trả ở nhiều cấp. Cần tách nơi thanh toán, người nhận và cơ chế bù trừ, thay vì chỉ kiểm tra một dòng phí trong tài liệu quỹ.

Đối với carry, “20% lợi nhuận” cũng cần một cơ sở. Lợi nhuận trước chi phí mua bán, phí quản lý và chi phí tài trợ khác với lợi nhuận sau tất cả các khoản ấy. Cùng một tỷ lệ, định nghĩa khác nhau có thể tạo chênh lệch lớn hơn việc thay tỷ lệ một vài điểm phần trăm.

3. Bốn tầng phân phối thường gặp

Một cấu trúc có thể được tổ chức theo bốn tầng: hoàn vốn đã góp; trả lợi tức ưu tiên cho LP; trả phần bắt kịp cho người hưởng carry; và chia phần còn lại theo tỷ lệ đã thống nhất. Không phải mọi quỹ có đủ bốn tầng, và thứ tự chi tiết phải được đọc từ hợp đồng. iCapital trình bày cấu trúc bốn tầng như một dạng phổ biến của cơ chế phân phối.

Tầng hoàn vốn trả lại cơ sở vốn được bảo vệ. Cơ sở đó có thể bao gồm tiền đầu tư, phí và chi phí, hoặc chỉ một phần. Tầng lợi tức ưu tiên (preferred return) cho LP được phân phối một mức lợi tức tính theo thời gian trước khi carry được trả. Nó là ưu tiên trong phân phối, không phải lời bảo đảm rằng quỹ chắc chắn kiếm đủ tiền trả mức lợi tức đó.

Tầng bắt kịp (catch-up) phân bổ một tỷ lệ cao cho bên hưởng carry, nhằm đưa tổng phần lợi nhuận họ nhận đến tỷ lệ mục tiêu. Tầng cuối mới chia mỗi khoản tăng thêm theo tỷ lệ thông thường. Khi không có catch-up, carry có thể chỉ được tính trên phần lợi nhuận vượt mức ưu tiên; hiệu quả kinh tế khác rõ rệt dù cùng ghi tỷ lệ carry 20%.

4. Tính một cơ chế catch-up đầy đủ

Giả định LP góp 100 triệu tại ngày đầu, không có lần góp hay phân phối khác, sau đúng hai năm quỹ có 180 triệu để phân chia. Toàn bộ phí và chi phí đã được xử lý, không còn khoản phải trả ngoài số này. Lợi tức ưu tiên là 8% mỗi năm, lãi kép; carry 20%; tầng catch-up dành 100% cho người hưởng carry đến khi bắt kịp hoàn toàn.

Tầng một hoàn 100 triệu. Tầng hai trả lợi tức $100 \times (1,08)^2 - 100 = 16,64$ triệu. Để carry bằng 20% lợi nhuận đã chia sau tầng bắt kịp, gọi khoản catch-up là C:

$$C \div (16,64 + C) = 20\%$$

$$C = 16,64 \times 20\% \div 80\% = 4,16 \text{ triệu}$$

Sau ba tầng, còn $180 - 100 - 16,64 - 4,16 = 59,20$ triệu. Khoản này chia 80% cho LP và 20% cho bên hưởng carry:

Tầng	LP nhận, triệu	Bên hưởng carry nhận, triệu
Hoàn vốn	100,00	0
Lợi tức ưu tiên	16,64	0

Tầng	LP nhận, triệu	Bên hưởng carry nhận, triệu
Catch-up	0	4,16
Chia phần còn lại	47,36	11,84
Tổng	164,00	16,00

Tổng lợi nhuận là 80 triệu, carry cuối cùng là 16 triệu, đúng 20%. Lợi tức ưu tiên trong kết quả này quyết định trình tự và thời điểm tiếp cận lợi nhuận; sau khi hoàn tất catch-up, carry đã tính trên toàn bộ 80 triệu lợi nhuận thuộc cơ sở đã chọn.

Điều kiện “hoàn tất catch-up” rất quan trọng. Nếu cùng giả định nhưng chỉ có 120 triệu, sau hoàn vốn và lợi tức ưu tiên còn 3,36 triệu. Toàn bộ có thể vào catch-up, nhưng chưa đủ 4,16 triệu. Carry chỉ là 3,36 triệu, thấp hơn 20% của 20 triệu lợi nhuận. Không thể dùng công thức 20% nhân tổng lãi trong mọi kết quả.

5. Catch-up một phần và ngưỡng chỉ chia phần vượt

Catch-up 50% có nghĩa trong tầng đó mỗi khoản phân phối được chia một nửa cho LP và một nửa cho bên hưởng carry; không có nghĩa carry cuối cùng chỉ bằng một nửa tỷ lệ mục tiêu. Nếu đủ tiền đi hết tầng, bên hưởng carry vẫn có thể đạt 20% tổng lợi nhuận được định nghĩa.

Trong ví dụ lợi tức ưu tiên 16,64 triệu, gọi tổng tiền qua tầng catch-up 50% là X. Bên hưởng carry nhận 0,5X; tổng lợi nhuận đã chia là 16,64 + X. Điều kiện bắt kịp là $0,5X = 20\% \times (16,64 + X)$, nên X khoảng 11,0933 triệu, trong đó mỗi bên nhận khoảng 5,5467 triệu. Cần nhiều tiền hơn để đi hết tầng so với catch-up 100%.

Không nên nhầm một tầng catch-up chậm hơn với việc giảm tỷ lệ lợi nhuận cuối cùng. Tuy vậy, khi quỹ chỉ tạo đủ tiền đi một phần tầng, tốc độ catch-up thay đổi cả tổng carry, không chỉ thời điểm. Cần thử kịch bản sát ngưỡng thay vì chỉ thử một kết quả rất thành công.

Nếu không có catch-up và chỉ chia carry trên lợi nhuận vượt lợi tức ưu tiên, cấu trúc thường được gọi là hard hurdle. Với 180 triệu trong ví dụ, carry là $20\% \times (80 - 16,64) = 12,672$ triệu. Nó thấp hơn 16 triệu của cơ chế có catch-up đầy đủ. Tên gọi “hurdle 8%” vì thế cần được đọc cùng tầng tiếp theo để biết LP thật sự giữ bao nhiêu phần lợi nhuận trước carry.

6. Theo toàn quỹ hay theo từng khoản đầu tư

Cơ chế theo toàn quỹ (whole-of-fund) xác định quyền phân phối dựa trên cơ sở vốn và kết quả của toàn danh mục theo thỏa thuận. Cơ chế theo từng khoản đầu tư (deal-by-deal) có thể trả carry sớm khi một khoản thoái vốn thành công, trước khi toàn danh mục kết thúc. Trên thực tế còn nhiều cấu trúc kết hợp, với quy tắc bù trừ khoản lỗ đã thực hiện, chi phí và giảm giá tài sản chưa bán.

Một ví dụ riêng, cố ý bỏ lợi tức ưu tiên và phí để chỉ xem thời điểm phân phối: quỹ đầu tư 50 triệu vào mỗi một trong hai khoản. Khoản đầu tiên bán được 100 triệu, khoản thứ hai sau đó chỉ thu 20 triệu. Tổng vốn là 100 triệu, tổng thu 120 triệu, lợi nhuận cuối cùng 20 triệu. Với carry 20% trên lợi nhuận toàn quỹ, quyền cuối cùng là 4 triệu.

Nếu trả carry riêng trên khoản thành công đầu tiên, bên hưởng carry nhận 10 triệu từ lợi nhuận 50 triệu. Khi khoản thứ hai lỗ 30 triệu, đã có 6 triệu carry vượt quyền cuối cùng. Trong cơ chế toàn quỹ hoàn lại đủ 100 triệu trước, lần bán đầu có thể chỉ hoàn vốn; 20 triệu đợt sau mới tạo phân phối 16 triệu cho LP và 4 triệu carry.

Ngay cả khi 6 triệu trả thừa được thu hồi đầy đủ, thời điểm hai bên giữ tiền vẫn khác nhau. Vì vậy “cuối cùng cùng số tiền” không đồng nghĩa “cùng hiệu quả kinh tế”. Đồng thời, không nên coi mọi cơ chế theo từng khoản đều bỏ qua khoản lỗ: văn bản có thể yêu cầu dự phòng, bù trừ hoặc kiểm tra mức bao phủ trước khi trả carry.

7. Clawback: có quyền đòi lại chưa chắc có tiền để thu

Clawback là nghĩa vụ hoàn lại carry đã được trả vượt mức được hưởng theo phép kiểm tra đã thỏa thuận. Cách biểu diễn cơ bản là:

Khoản trả thừa = $\max(0; \text{Carry đã phân phối ròng sau hoàn trả} - \text{Carry được hưởng theo phép kiểm tra})$

Từ số trả thừa tới số thu được còn các bước: giới hạn trách nhiệm, khoản được khấu trừ, người chịu nghĩa vụ và tài sản để thanh toán. Người nhận carry có thể là nhiều cá nhân hoặc đơn vị; quỹ cần biết mỗi người chịu phần mình hay có cơ chế bảo đảm chung. Khoản tiền giữ lại, bảo chứng hoặc bảo lãnh có thể giảm rủi ro thu hồi, nhưng tỷ lệ giữ lại phải phù hợp quy mô rủi ro.

Cũng phải phân biệt “trừ thuế khỏi mọi khoản clawback” với “giới hạn trách nhiệm ở carry còn lại sau thuế”. Trong ví dụ đã trả 10 triệu và cần thu 6 triệu, giả định khoản thuế quy ước là 30% của carry đã trả. Nếu chỉ đặt trần nghĩa vụ ở 7

triệu, vẫn thu đủ 6 triệu. Nếu nhân mọi khoản trả thừa với 70%, chỉ thu 4,2 triệu. Hai câu chữ cho hai kết quả khác nhau, dù cùng nhắc mức 30%.

Đây là ví dụ về công thức hợp đồng, không phải cách xác định nghĩa vụ thuế của người nhận. Cần tách dữ liệu thuế thực tế, tỷ lệ giả định, khả năng hoàn hoặc bù trừ và thời điểm tính. ILPA Principles 3.0 lưu ý riêng việc không nhằm phép khấu trừ với cơ chế giới hạn và việc bảo đảm thực hiện clawback.

Kiểm tra giữa kỳ giúp phát hiện trả thừa trước khi tài sản cuối cùng được thanh lý. Tuy nhiên, nếu dựa vào giá trị tài sản chưa bán, kết quả lại phụ thuộc định giá. Hồ sơ cần ghi ai định giá, mức thận trọng, ngày thử và việc phép thử giữa kỳ có thay thế quyết toán cuối cùng hay chỉ là bước bổ sung.

■ 8. Đồng hồ của lợi tức ưu tiên

Lợi tức ưu tiên phải có cơ sở vốn và ngày bắt đầu cho từng khoản. Vốn đã hoàn có tiếp tục tích lũy không; tiền góp để trả phí có được hưởng không; lợi tức chưa trả có được nhập gốc không; tiền được phân phối rồi gọi lại bắt đầu kỳ mới thế nào? Không thể trả lời bằng một tỷ lệ phần trăm duy nhất.

Nếu quỹ dùng khoản vay trước khi gọi tiền nhà đầu tư, ngày quỹ rút vốn vay và ngày LP thực góp khác nhau. Bắt đầu lợi tức ưu tiên ở ngày trước làm tăng mức cần trả trước carry, so với bắt đầu ở ngày sau, khi mọi yếu tố khác giữ nguyên. Đây là lựa chọn phân bổ chi phí tài trợ và thời gian; tài liệu cần chọn rõ, không mặc định một cách là đáp án bắt buộc.

Tái đầu tư tiền thu về (recycling) cũng cần được mô tả. Có cấu trúc giữ tiền ở quỹ để tái sử dụng; có cấu trúc phân phối rồi gọi lại. Dòng tiền thật và dòng tiền được ghi nhận để tính ngưỡng có thể không trùng. Cần tránh tính một khoản tiền thành vốn mới nhiều lần trong phép chia lợi nhuận nếu hợp đồng không có chủ đích đó, đồng thời không bỏ những lần góp lại mà cơ chế đã xác định phải tính.

■ 9. Quản trị, kiểm tra và tác động đến doanh nghiệp danh mục

Người quản lý thường chuẩn bị thông báo phân phối và bảng waterfall. Người góp vốn cần đủ dữ liệu để tái lập kết quả: vốn theo ngày, khoản được hoàn, lợi tức tích lũy, chi phí, định giá và carry đã trả. Kiểm toán báo cáo tài chính không tự đồng nghĩa mọi công thức hợp đồng đã được kiểm tra; phạm vi kiểm tra cần được xác định riêng.

Ủy ban đại diện nhà đầu tư có thể xử lý một số vấn đề xung đột hoặc định giá theo thẩm quyền. Thỏa thuận riêng với từng nhà đầu tư có thể thay đổi phí, báo cáo hoặc quyền lựa chọn. Khi lập bảng phân phối chung, cần biết những khác

biệt đó có tác động ở cấp toàn quỹ hay chỉ ở phần của một LP. Một bảng thống nhất không được xóa đi quyền riêng đã cam kết.

Đối với doanh nghiệp danh mục, thời hạn quỹ và điều kiện đầu tư tiếp ảnh hưởng khả năng được cấp vốn, quyết định mua thêm và thời điểm thoái vốn. Một sự kiện liên quan nhân sự chủ chốt của quỹ có thể làm thay đổi quyền tiếp tục đầu tư theo tài liệu quỹ. Những yếu tố này không phải chỉ tiêu của doanh nghiệp, nhưng có thể giải thích hành vi của cổ đông kiểm soát.

Chuyển tài sản sang một quỹ tiếp tục nắm giữ do cùng nhóm quản lý điều hành tạo thêm vấn đề: người quyết định có lợi ích ở cả bên bán và bên mua, trong khi carry có thể được xác lập hoặc được giữ tiếp. Cần xác định phương pháp giá, quyền lựa chọn của nhà đầu tư, sự kiện thoái vốn đối với quản lý doanh nghiệp và việc quyền thưởng có được thanh toán hay tiếp tục chuyển sang cơ cấu mới. Không thể chỉ dựa vào nhãn “chuyển nội bộ” để bỏ qua thay đổi kinh tế.

Luật sư nắm được chương này khi có thể theo một đồng tiền từ lúc cam kết, lúc góp, lúc đầu tư, lúc thu về tới lúc chia cho từng nhóm. Tỷ lệ phí và carry là điểm nhìn ban đầu; cơ sở tính, các tầng phân phối, ngày bắt đầu và khả năng thu hồi mới quyết định kết quả thực tế.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **iCapital — Understanding Private Market Fund Distribution Waterfalls:** đối chiếu cấu trúc các tầng và ý nghĩa của catch-up.
icapital.com/insights/private-equity/understanding-private-market-fund-distribution-waterfalls
- **ILPA — Principles 3.0:** đối chiếu các vấn đề cần xem xét về clawback, chi phí và khả năng kiểm tra. Các khuyến nghị của tổ chức này được xem là quan điểm của người góp vốn, không được trình bày thành nghĩa vụ bắt buộc. Ví dụ và công thức triển khai trong chương được tính riêng.
ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf

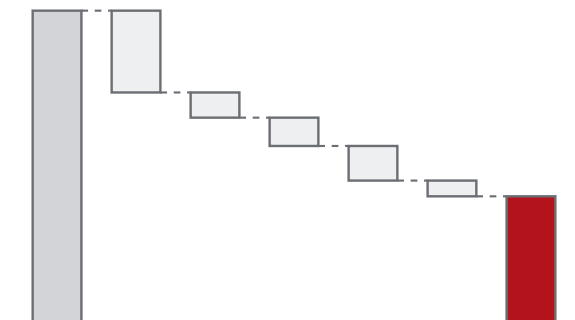
IV

Xác định và điều chỉnh giá mua

Giá mua doanh nghiệp được chốt, điều chỉnh và trả sau như thế nào, và rủi ro đi kèm được phân bổ giữa bên mua và bên bán ra sao.

13 Earn-out

14 Cơ chế giá mua



13

Earn-out

Giá mua phụ thuộc vào kết quả sau giao dịch

Trong chương này

1. Earn-out khác trả chậm và khoản giữ lại	105	5. Kỳ đo độc lập và kỳ đo lũy kế	108
2. Bắt đầu từ kết quả cần mua, rồi mới chọn chỉ tiêu	106	6. Phạm vi kinh doanh được đo sau khi tích hợp	109
3. Công thức tạo ra động cơ ở từng khoảng kết quả	107	7. Quyền điều hành và cam kết vận hành	109
4. Một điều kiện biên lợi nhuận có thể quyết định toàn bộ khoản trả	108	8. Số tối đa không phải giá trị của lời hứa	110
		9. Thông tin, bất đồng và khả năng nhận tiền	111
		10. Chấm dứt sớm và phép kiểm trước khi ký	111

Khi bên bán tin rằng doanh nghiệp sắp tăng trưởng mạnh còn bên mua chưa sẵn sàng trả tiền cho kỳ vọng đó, các bên có thể để một phần giá mua phụ thuộc vào kết quả tương lai. Khoản thanh toán này được gọi là earn-out. Nó giúp giao dịch tiếp tục khi chưa thống nhất hoàn toàn về giá trị, nhưng không xóa bỏ bất đồng. Một phần bất đồng được chuyển thành câu hỏi sẽ trả bao nhiêu sau khi quyền kiểm soát doanh nghiệp đã đổi chủ.

Điểm khó của earn-out nằm ở sự tách rời giữa người hưởng tiền và người điều hành hoạt động tạo ra tiền. Bên bán giữ quyền hợp đồng đối với khoản thanh toán. Bên mua thường kiểm soát nhân sự, ngân sách, khách hàng, hệ thống ghi nhận và dữ liệu phục vụ phép tính. Vì vậy, một công thức đúng về số học vẫn có thể là cơ chế thương mại yếu nếu không xử lý quyền kiểm soát và khả năng kiểm chứng.

1. Earn-out khác trả chậm và khoản giữ lại

Giá trả chậm cố định là nghĩa vụ thanh toán một số tiền đã xác định vào thời điểm sau. Earn-out phụ thuộc một hoặc nhiều điều kiện kết quả. Khoản giữ lại để

bảo đảm nghĩa vụ có thể là phần giá đã được xác định nhưng chưa giải ngân vì còn rủi ro yêu cầu bồi hoàn. Ba cấu trúc có thể cùng xuất hiện, nhưng lý do chưa trả tiền khác nhau.

Ví dụ, trả 20 triệu đơn vị tiền tệ lúc hoàn tất và 4 triệu sau hai năm là giá trả chậm nếu 4 triệu đến hạn không phụ thuộc hoạt động kinh doanh. Nếu 4 triệu chỉ được trả khi doanh thu đạt mục tiêu, đó là earn-out. Nếu 4 triệu đã thuộc giá mua nhưng được giữ để xử lý điều chỉnh hoặc khiếu nại, cần đọc cơ chế giữ lại và giải phóng.

Sự phân biệt ảnh hưởng đến quyền nhận tiền, nghĩa vụ cung cấp thông tin và rủi ro tín dụng. Với trả chậm cố định, câu hỏi chính là thời hạn và khả năng thanh toán. Với earn-out, trước hết còn phải xác định số tiền có được tạo ra theo công thức hay không. Bảo lãnh nghĩa vụ thanh toán không tự bảo đảm kết quả kinh doanh đạt mục tiêu.

Earn-out cũng có thể dựa trên một mốc hoạt động cụ thể, chẳng hạn hoàn thành một sản phẩm, bàn giao hệ thống hoặc đạt số lượng khách hàng đủ tiêu chuẩn. Khi đó phải định nghĩa bằng chứng hoàn thành, cách nghiệm thu, thời hạn và việc thay đổi cách thực hiện có còn đáp ứng mục tiêu không. Một sự kiện có tên rõ chưa chắc đã có tiêu chí đo rõ.

■ 2. Bắt đầu từ kết quả cần mua, rồi mới chọn chỉ tiêu

Nếu bất đồng nằm ở khả năng giữ khách hàng, chỉ tiêu doanh thu toàn doanh nghiệp có thể quá rộng. Nếu bất đồng nằm ở biên lợi nhuận, doanh thu đơn thuần có thể trả thưởng cho việc bán thêm nhưng không tạo giá trị. Nếu bất đồng là một công nghệ có được hoàn thiện hay không, chỉ tiêu lợi nhuận sớm có thể chịu quá nhiều yếu tố không liên quan.

Doanh thu dễ hiểu nhưng vẫn chịu tác động của giá, chiết khấu, hoàn hàng, thời điểm ghi nhận và nơi ghi nhận. Lợi nhuận gộp phản ánh thêm chi phí trực tiếp. EBITDA phản ánh thêm nhiều chi phí hoạt động nhưng không phản ánh đầy đủ đầu tư tài sản và dòng tiền. Lợi nhuận sau cùng còn chịu tác động của tài trợ, khấu hao và những chính sách khác. Chỉ tiêu tiền thu được xử lý một số khác biệt ghi nhận nhưng có thể bị ảnh hưởng bởi thời hạn thanh toán và việc đẩy nhanh thu nợ.

Không có chỉ tiêu tự động miễn nhiệm với quyết định quản lý. Việc chọn chỉ tiêu cần khớp mục tiêu kinh tế, mức độ kiểm soát của các bên và dữ liệu có thể giữ lại. Có thể dùng chỉ tiêu kết hợp, nhưng mỗi điều kiện bổ sung tạo thêm một điểm mà khoản thanh toán có thể tăng, giảm hoặc bị chặn hoàn toàn.

Giải thích của SRS Acquirom về earn-out nhấn mạnh việc thống nhất mục tiêu kinh doanh trước khi lựa chọn thước đo. Ở góc độ soạn thảo, cách làm ấy giúp

tránh một công thức đo thứ dễ lấy từ báo cáo nhưng không đo đúng điều các bên đang muốn trả giá.

3. Công thức tạo ra động cơ ở từng khoảng kết quả

Có ba dạng đơn giản. Dạng tất cả hoặc không có gì trả toàn bộ khoản tiền khi vượt ngưỡng. Dạng bậc thang trả các mức cố định. Dạng tuyến tính trả tăng dần trong một khoảng rồi dừng ở trần. Mỗi dạng tạo ra giá trị khác nhau cho một đơn vị kết quả tăng thêm.

Giả định earn-out tối đa 4 triệu, doanh thu bắt đầu được trả thưởng ở 40 triệu và được trả đủ tại 50 triệu, không có điều kiện khác. Công thức là:

Thanh toán = min(4; max(0; 4 × (Doanh thu – 40) ÷ 10))

Các đại lượng trong công thức đều dùng triệu. Kết quả minh họa:

Doanh thu, triệu	Thanh toán, triệu
38	0
40	0
45	2
47,5	3
50	4
55	4

Trong khoảng 40 đến 50 triệu, mỗi 1 triệu doanh thu tăng thêm làm giá mua tăng 0,4 triệu. Bên ngoài khoảng đó, cùng 1 triệu doanh thu tăng thêm không thay đổi earn-out. Điều này có thể ảnh hưởng việc định giá bán hàng, nhận hợp đồng sát cuối kỳ hoặc phân bổ nguồn lực. Luật sư nên biết độ dốc của công thức, vì nó cho thấy một quyết định nhỏ có thể đáng giá bao nhiêu cho người hưởng.

Nếu công thức trả toàn bộ 4 triệu ngay khi doanh thu đạt 50 triệu, khoảng cách giữa 49,999 triệu và 50 triệu trở nên đặc biệt nhạy cảm. Dạng tuyến tính giảm bước nhảy đó nhưng không loại bỏ mọi bất đồng về ghi nhận. Cần kiểm tra dấu lớn hơn hay lớn hơn hoặc bằng, cách làm tròn và số liệu trước hay sau điều chỉnh.

4. Một điều kiện biên lợi nhuận có thể quyết định toàn bộ khoản trả

Thêm điều kiện EBITDA/doanh thu ít nhất 15% vào ví dụ trên. Nếu doanh thu là 47,5 triệu, EBITDA 7,5 triệu, biên khoảng 15,79%; earn-out là 3 triệu. Nếu phát sinh thêm 0,5 triệu chi phí được tính vào EBITDA, biên giảm còn $7 \div 47,5 \approx 14,74\%$; toàn bộ 3 triệu trở thành không phải trả, nếu điều kiện biên là cửa chặn tuyệt đối.

Như vậy, công thức doanh thu tuyến tính vẫn có thể đi kèm một bước nhảy lớn ở điều kiện lợi nhuận. Người đọc chỉ nhìn phần “doanh thu tăng thì thanh toán tăng” có thể bỏ qua rủi ro thực sự. Cần thử kết quả ngay dưới và ngay trên từng điều kiện, không chỉ quanh mục tiêu chính.

Khi điều chỉnh doanh thu, tử số và mẫu số của điều kiện biên phải nhất quán. Nếu cộng lại doanh thu từ khách hàng đã được chuyển sang đơn vị khác trong nhóm, phải xác định chi phí và lợi nhuận tương ứng có được cộng lại không. Cộng doanh thu nhưng giữ nguyên EBITDA có thể làm biên giảm và khiến khoản thanh toán mất đi dù mục tiêu điều chỉnh là trung hòa việc chuyển khách hàng.

Một cách thiết kế khác là dùng lợi nhuận gộp hoặc phần đóng góp của nhóm khách hàng, hay cho thanh toán giảm dần theo biên thay vì mất toàn bộ. Không có cấu trúc duy nhất phù hợp mọi giao dịch. Điều cần làm là giải thích kết quả của các lựa chọn để các bên chấp thuận đúng mức rủi ro.

5. Kỳ đo độc lập và kỳ đo lũy kế

Thời gian không chỉ xác định lúc trả tiền; nó quyết định kết quả nào được bù trừ. Giả định hai năm đều có dài doanh thu 40–50 triệu và trần 4 triệu mỗi năm. Doanh thu năm một là 45 triệu, năm hai là 55 triệu. Nếu hai kỳ độc lập, tiền trả là 2 triệu và 4 triệu, tổng 6 triệu. Phần vượt trần năm hai không bù phần thiếu năm một.

Nếu các bên dùng một kỳ hai năm, tổng doanh thu 100 triệu, dài tổng 80–100 triệu và trần 8 triệu, cùng dữ liệu trả đủ 8 triệu. Hai công thức không có lỗi số học; chúng mua những kết quả khác nhau. Một công thức coi sự ổn định từng năm là quan trọng, công thức kia chỉ quan tâm tổng thành tích.

Cơ chế bù thiếu giữa các kỳ có thể cho phép thành tích năm sau bù năm trước. Khi đó cần quy định có thu hồi khoản trả thừa nếu kỳ sau suy giảm không, trần là theo năm hay toàn kỳ, và cách xử lý doanh thu dịch chuyển từ cuối kỳ này sang đầu kỳ khác. Thanh toán tạm tính và quyết toán cuối kỳ có thể hữu ích, nhưng làm phát sinh nghĩa vụ hoàn trả phải được thiết kế riêng.

Ngày bắt đầu, ngày kết thúc và các kỳ báo cáo phải khớp. Nếu hoàn tất giữa tháng, kỳ đo tính từ ngày đó hay đầu tháng kế tiếp; một hợp đồng nhiều năm được ghi nhận thế nào; tiền tệ nào dùng khi bán nhiều thị trường? Những vấn đề này dễ bị xem là chi tiết kế toán, nhưng mỗi vấn đề đều có thể làm thay đổi giá mua.

6. Phạm vi kinh doanh được đo sau khi tích hợp

Sau giao dịch, bên mua có thể hợp nhất đội bán hàng, chuyển khách hàng sang hợp đồng của đơn vị khác, bán gói sản phẩm hoặc thay hệ thống quản trị. Hoạt động kinh tế tiếp tục nhưng báo cáo của pháp nhân mục tiêu có thể không còn thể hiện đúng phần đã được mua. Earn-out chỉ dựa trên tài khoản của pháp nhân đó vì thế có thể thay đổi do cách tổ chức.

Các bên có thể chọn đo theo pháp nhân, nhóm khách hàng, sản phẩm, khu vực hoặc một đơn vị kinh doanh được định nghĩa. Nếu chọn theo khách hàng, cần xử lý khách hàng mới, công ty liên quan của khách hàng, thay đổi tên và việc bán thêm sản phẩm ngoài phạm vi. Nếu chọn theo sản phẩm, phải xử lý phiên bản mới, sản phẩm thay thế và doanh thu gói.

Một nguyên tắc trung hòa có thể ghi nhận doanh thu thuộc hoạt động được đo dù được hạch toán ở đơn vị nào, đồng thời phân bổ chi phí trực tiếp và chi phí dùng chung theo phương pháp xác định. Nhưng nguyên tắc đó cần dữ liệu. Khi hợp đồng mới chỉ có giá chung cho nhiều dịch vụ, phải có cách tách giá hoặc một công thức phân bổ. Sau khi hệ thống cũ bị ngừng, việc tái tạo con số có thể rất khó.

Do đó, quyền tích hợp và nghĩa vụ giữ dữ liệu phải được thương lượng cùng nhau. Có thể cho phép bên mua thay đổi vận hành, với nghĩa vụ duy trì sổ phụ hoặc mã theo dõi đủ để tái lập kết quả. Cũng có thể xác định sẵn giá thanh toán chấm dứt earn-out nếu hoạt động được hòa nhập đến mức không còn đo riêng hợp lý.

7. Quyền điều hành và cam kết vận hành

Bên mua cần quyền quản lý tài sản đã mua; bên bán cần bảo vệ giá trị của quyền nhận tiền còn lại. Một nghĩa vụ chung “vận hành như trước” có thể quá mơ hồ, đồng thời cản trở những thay đổi hợp lý. Một quyền quyết định tuyệt đối không đi kèm quy tắc tính trung hòa có thể khiến kết quả phụ thuộc gần như hoàn toàn vào một bên.

Cam kết cụ thể hữu ích hơn khi bám vào nguồn rủi ro: ngân sách tối thiểu cho hoạt động được đo, cách phân bổ chi phí tập đoàn, việc chuyển khách hàng,

quyền đóng sản phẩm, số nhân sự thiết yếu hoặc điều kiện bán lại. Không cần đóng băng mọi quyết định kinh doanh. Cần chọn những quyết định có thể làm thay đổi đáng kể thước đo và xác định hậu quả được chấp nhận.

Nghĩa vụ nỗ lực cũng cần chuẩn so sánh. “Nỗ lực hợp lý” không tự cho biết cần ngân sách bao nhiêu hoặc có phải ưu tiên sản phẩm earn-out hơn sản phẩm khác. Có thể gắn nghĩa vụ với nguồn lực tối thiểu, quy trình phê duyệt, kế hoạch đã thống nhất hoặc những đặc điểm của sản phẩm so sánh. *White & Case* lưu ý mức độ phụ thuộc của chỉ tiêu nội bộ vào quyết định về ghi nhận và vận hành; chương này chỉ sử dụng nhận xét thực tiễn đó, không dựa vào các phân bình luận tranh chấp theo hệ thống pháp luật của nguồn.

Điều khoản chống né tránh cần phân biệt kiểm tra mục đích và kiểm tra hệ quả. Cấm hành vi có mục đích chính giảm earn-out đòi làm rõ động cơ. Cấm mọi hành vi có hệ quả làm giảm earn-out rộng hơn nhiều, có thể bao trùm cả quyết định kinh doanh chính đáng. Một phương án cân bằng là nêu các hành vi được phép, yêu cầu thông báo và áp dụng điều chỉnh trung hòa cho những thay đổi cụ thể.

■ 8. Số tối đa không phải giá trị của lời hứa

Earn-out tối đa 4 triệu không có nghĩa quyền đó đáng giá 4 triệu hôm nay. Giá trị phụ thuộc khả năng đạt mục tiêu, thời điểm thanh toán, rủi ro bên mua không trả và điều kiện hợp đồng. Một mức giá công bố gồm 20 triệu trả ngay cộng tối đa 4 triệu nên được phân biệt với 24 triệu chắc chắn nhận ngay.

Ví dụ định lượng đơn giản, chỉ nhằm giải thích kỳ vọng: xác suất giả định là 50% không nhận gì, 30% nhận 2 triệu, 20% nhận 4 triệu vào cuối năm thứ hai. Tiền nhận kỳ vọng là $50\% \times 0 + 30\% \times 2 + 20\% \times 4 = 1,4$ triệu. Nếu dùng tỷ lệ chiết khấu giả định 10% mỗi năm, giá trị hiện tại của dòng kỳ vọng là khoảng 1,157 triệu.

Đây không phải kết luận định giá chuẩn cho một earn-out thực tế. Xác suất và tỷ lệ đều phải có cơ sở, quan hệ giữa rủi ro và chiết khấu cần được xử lý nhất quán. Ví dụ chỉ cho thấy không thể lấy trần làm giá trị hiện tại. Số ghi nhận trong báo cáo của bên mua cũng không tự tạo quyền thanh toán cho bên bán; công thức hợp đồng vẫn quyết định nghĩa vụ.

Nếu earn-out chỉ được trả khi người bán tiếp tục làm việc, khoản tiền có thêm đặc tính khuyến khích lao động. Cần phân biệt giá trả cho tài sản đã bán và khoản trả cho dịch vụ tương lai, rồi phối hợp tài liệu mua bán với thỏa thuận làm việc. Không nên để một điều khoản chấm dứt làm việc vô tình thay đổi toàn bộ giá mua mà các bên chưa đánh giá.

9. Thông tin, bất đồng và khả năng nhận tiền

Một báo cáo cuối năm ghi “không đạt mục tiêu” không đủ để kiểm tra. Bên hưởng cần số liệu doanh thu theo phạm vi đã chọn, đối chiếu về sổ kế toán, các điều chỉnh, chi phí nội bộ và giải thích thay đổi chính sách. Quyền xem dữ liệu cần đi cùng thời hạn lưu trữ, phạm vi tiếp cận người phụ trách và nghĩa vụ bảo mật.

Thời hạn phản đối nên bắt đầu từ khi đã nhận đủ tài liệu xác định, tránh việc đồng hồ chạy trong khi dữ liệu trọng yếu chưa được cung cấp. Các khoản không tranh chấp có thể được trả trước, còn khoản tranh chấp theo một quy trình riêng. Người đại diện bên bán cần quyền hạn và kinh phí phù hợp để thực hiện việc rà soát sau khi giao dịch đã kết thúc.

Tranh chấp tính toán khác với tranh chấp về hành vi vận hành. Một chuyên gia được giao xác định doanh thu có thể không được giao đánh giá việc cắt ngân sách có vi phạm cam kết không. Cần phân định phạm vi, thứ tự giải quyết vấn đề phụ thuộc nhau và cách sử dụng kết luận chuyên môn trong quy trình chung. Nếu có hai cơ chế song song, phải tránh để mỗi bên chờ kết quả của bên kia.

Quyền bù trừ cũng ảnh hưởng số tiền nhận được. Cho bên mua giữ earn-out vì mọi yêu cầu chưa được xác định khác với chỉ cho bù trừ khoản đã được thống nhất hoặc quyết định. Có thể cần giữ riêng số tranh chấp, thời hạn xử lý và nghĩa vụ trả phần còn lại. Bảo chứng hoặc bảo lãnh hỗ trợ rủi ro không thanh toán, nhưng phải xác định nghĩa vụ được bảo đảm bao gồm cả khoản đã xác định sau tranh chấp hay không.

10. Chấm dứt sớm và phép kiểm trước khi ký

Việc bán lại doanh nghiệp, ngừng hoạt động được đo hoặc thay đổi cấu trúc có thể làm earn-out không còn đo được. Các bên có thể cho người kế nhiệm tiếp nhận nghĩa vụ, giữ bên mua ban đầu chịu trách nhiệm hoặc trả một khoản chấm dứt theo công thức. Khoản đó không nhất thiết là trần tối đa; có thể dựa trên lịch cố định, kết quả đã đạt hoặc phương pháp giá đã chọn.

Trước khi ký, nên chạy công thức ở mức thấp, sát từng ngưỡng và vượt trần; thử thay một khoản chi phí nội bộ; thử chuyển khách hàng; thử doanh thu bị đẩy sang kỳ khác; và thử bán lại giữa kỳ. Mỗi lần thử cần xác định không chỉ con số mà cả tài liệu chứng minh và người có quyền quyết định.

Một earn-out được thiết kế tốt giúp các bên biết phần nào của giá mua phụ thuộc thành tích và phần nào phụ thuộc quyết định đã được cho phép. Luật sư cần kết nối mục tiêu, thước đo, quyền vận hành, dữ liệu và thanh toán thành một

cơ chế hoàn chỉnh. Nếu một mắt xích còn bỏ ngỏ, con số trong công thức chưa phải là giá có thể tin cậy.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **SRS Acquiom — M&A Earnout Provisions:** đối chiếu mục tiêu sử dụng earn-out và nhu cầu thiết kế quyền theo dõi sau giao dịch; không sử dụng tỷ lệ thị trường như dự báo cho giao dịch riêng.
srsacquiom.com/our-insights/ma-earnouts-overview
- **White & Case — Building Better Earnouts:** đối chiếu rủi ro quyết định quản lý ảnh hưởng chỉ tiêu nội bộ. Toàn bộ ví dụ số, phương án công thức và phân tích độ nhạy trong chương được xây dựng độc lập.
whitecase.com/insight-our-thinking/building-better-earnouts-current-ma-climate

14

Cơ chế giá mua

Chốt ở ngày nào, điều chỉnh theo điều gì?

Trong chương này

- | | | | |
|--|-----|---|-----|
| 1. Cầu nối từ giá trị hoạt động tới giá cổ phần | 113 | 5. Leakage: giá trị chuyển ra ngoài cho người bán | 116 |
| 2. Completion accounts: trả theo ước tính, quyết toán theo ngày hoàn tất | 114 | 6. Ticker: khoản tăng giá theo thời gian | 117 |
| 3. Nguyên tắc kế toán là bộ quy tắc đo lường của hợp đồng | 115 | 7. Tránh tính hai lần và tránh bỏ sót | 118 |
| 4. Locked box: chốt một nền giá và bảo vệ giá trị trong giai đoạn chờ | 116 | 8. Quy trình quyết toán và quyền kiểm tra | 118 |
| | | 9. Bảo chứng, giữ lại và bảo hiểm | 119 |
| | | 10. Từ giá hợp đồng đến lệnh chuyển tiền | 119 |

Thống nhất giá trị doanh nghiệp chưa đồng nghĩa thống nhất số tiền chuyển cho người bán. Bên mua còn cần biết nhận được bao nhiêu tiền mặt, tiếp nhận bao nhiêu nợ và mức vốn lưu động đi cùng hoạt động. Những khoản này tiếp tục thay đổi giữa lúc đàm phán và ngày hoàn tất. Cơ chế giá mua xác định ngày đo và cách phân bổ hệ quả của sự thay đổi ấy.

Hai phương pháp thường gặp là điều chỉnh theo báo cáo tại ngày hoàn tất (completion accounts) và chốt giá theo báo cáo ở một ngày trước đó (locked box). Phương pháp thứ nhất để lại một bước xác định giá cuối cùng sau hoàn tất. Phương pháp thứ hai tập trung việc xác định giá trước, rồi bảo vệ giá trị đã thỏa thuận bằng các cam kết phù hợp. Cả hai đều cần số liệu tốt và câu chữ chính xác, nhưng cần chúng ở những thời điểm khác nhau.

1. Cầu nối từ giá trị hoạt động tới giá cổ phần

Giá trị hoạt động doanh nghiệp (enterprise value) thường được đàm phán trên giả định về một mức vốn lưu động bình thường và một cơ sở tài trợ xác định. Để

đi tới giá vốn chủ sở hữu, cần điều chỉnh nợ, tiền mặt và các khoản khác theo thỏa thuận. Một công thức minh họa là:

$$\text{Giá vốn chủ sở hữu} = \text{EV} - \text{Nợ vay} - \text{Khoản tương tự nợ} + \text{Tiền được tính} - \text{Chi phí giao dịch được khấu trừ} + (\text{Vốn lưu động thực tế} - \text{Mức mục tiêu})$$

Chênh lệch vốn lưu động trong ngoặc đã mang dấu. Nếu thực tế thấp hơn mục tiêu, chênh lệch âm làm giá giảm. Không cần đặt thêm dấu “cộng hoặc trừ” trước một chênh lệch đã có dấu, vì điều đó dễ gây hiểu sai khi triển khai.

Các danh mục phải loại trừ lẫn nhau. Một khoản chi phí giao dịch đã nằm trong nợ hoặc khoản tương tự nợ không được trừ thêm lần nữa. Tiền bị hạn chế sử dụng không tự được tính như tiền có thể sử dụng tự do. Khoản phải thu khó thu không tự được giữ nguyên chỉ vì còn trên sổ. Phạm vi từng thành phần là lựa chọn kinh tế cần được ghi nhận, không phải kết quả tất yếu của nhân kế toán.

Ví dụ độc lập, mọi số tiền tính bằng triệu đơn vị tiền tệ: EV 120, nợ vay 30, khoản tương tự nợ 5, tiền được tính 6, chi phí giao dịch 2 chưa nằm ở các khoản khác, vốn lưu động thực tế 9 so với mục tiêu 10. Giá cuối cùng theo công thức là $120 - 30 - 5 + 6 - 2 + (9 - 10) = 88$.

EV trong công thức có thể đã được cố định, còn các số trên bảng cân đối thay đổi. Cũng có giao dịch điều chỉnh chính EV theo kết quả hoặc công thức khác. Cần đọc điều khoản giá trước khi coi mọi biến động là điều chỉnh nợ ròng hay vốn lưu động.

2. Completion accounts: trả theo ước tính, quyết toán theo ngày hoàn tất

Cơ chế báo cáo hoàn tất thường có hai lượt tính. Trước hoàn tất, một bên lập ước tính các khoản được điều chỉnh để xác định tiền trả ban đầu. Sau hoàn tất, bên được giao nhiệm vụ chuẩn bị báo cáo chính thức theo cùng công thức và nguyên tắc. Chênh lệch giữa giá chính thức và giá đã trả được thanh toán bổ sung hoặc hoàn trả.

Tiếp tục ví dụ EV 120, giả định lúc trả tiền ban đầu các bên dùng nợ vay 28, khoản tương tự nợ 5, tiền 7, chi phí giao dịch 2 và vốn lưu động 11 so với mục tiêu 10. Giá ước tính là 93. Số cuối cùng ở mục trước là 88. Chênh lệch 5 có thể được giải thích đầy đủ:

Thành phần	Ước tính	Chính thức	Ảnh hưởng lên giá
Nợ vay	28	30	-2

Thành phần	Ước tính	Chính thức	Ảnh hưởng lên giá
Tiền được tính	7	6	-1
Vốn lưu động	11	9	-2
Các thành phần khác	Không đổi	Không đổi	0
Tổng	Giá 93	Giá 88	-5

Khoản cần hoàn lại là 5, không phải toàn bộ thiếu hụt vốn lưu động so với mục tiêu cộng thêm lần nữa. Phải phân biệt điều chỉnh giá so với cơ sở EV và quyết toán tiền đã trả so với giá ước tính. Hai phép tính dùng chung dữ liệu nhưng có mốc so sánh khác nhau.

Ngày hoàn tất cũng cần xác định cụ thể: thời điểm đầu ngày hay cuối ngày, giao dịch chuyển tiền nào diễn ra trước, khoản nợ được trả bằng nguồn tài trợ của bên mua có còn nằm trong báo cáo không. Một khoản tiền có thể xuất hiện ở đầu ngày rồi được dùng trả nợ trong cùng ngày; tính cả tiền đầu ngày và nợ cuối ngày sẽ tạo giá trị không có thật.

■ 3. Nguyên tắc kế toán là bộ quy tắc đo lường của hợp đồng

Báo cáo dùng để tính giá không nhất thiết có cùng mục đích với báo cáo tài chính thông thường. Các bên có thể thống nhất quy tắc cụ thể cho hàng tồn kho chậm luân chuyển, nợ phải thu, chi phí thường, tiền nhận trước hoặc giao dịch nội bộ. Sau đó mới quy định vai trò của chính sách kế toán trước đây và khuôn khổ kế toán làm nền.

Thứ tự ưu tiên phải rõ. Nếu nguyên tắc riêng yêu cầu một khoản bị loại nhưng báo cáo tham chiếu trước đây vẫn tính khoản đó, bên lập báo cáo phải biết dùng quy tắc nào. Yêu cầu vừa “nhất quán tuyệt đối với quá khứ” vừa “tuân theo mọi chính sách mới” có thể tạo xung đột. Một ví dụ mẫu đã thống nhất cho các khoản nhạy cảm thường giúp hơn một câu yêu cầu tổng quát.

Mức vốn lưu động mục tiêu cũng phải được xây dựng cùng cơ sở với số hoàn tất. Nếu mục tiêu dựa trên số bình quân chưa loại dự phòng nhưng số hoàn tất bị giảm theo dự phòng mới, công thức có thể tạo điều chỉnh mà các bên không dự tính. Tính nhất quán không có nghĩa giữ lại mọi sai sót cũ; nó đòi hỏi các bên quyết định trước cách sửa và tác động lên cả hai phía so sánh.

Thông tin biết sau hoàn tất có thể giúp xác định trạng thái đã tồn tại tại ngày đo, nhưng không phải mọi sự kiện sau đó đều được đưa ngược vào. Hàng bán chậm sau giao dịch có thể cung cấp bằng chứng về chất lượng hàng ở ngày hoàn tất; chiến lược mới của bên mua lại có thể làm giảm khả năng bán vì lý do phát

sinh sau. Điều khoản cần phân biệt bằng chứng về điều kiện cũ với biến động kinh doanh mới.

■ 4. Locked box: chốt một nền giá và bảo vệ giá trị trong giai đoạn chờ

Với locked box, các bên dùng báo cáo tại một ngày lịch sử đã chọn để xác định giá vốn chủ sở hữu. Cầu nối nợ, tiền và vốn lưu động có thể được thương lượng ngay khi chốt giá. Sau đó không đo lại toàn bộ các khoản tại ngày hoàn tất như cơ chế completion accounts, trừ phần điều chỉnh riêng đã thỏa thuận.

Việc phân bổ lợi ích và rủi ro kinh tế từ ngày chốt số liệu không đồng nghĩa quyền sở hữu pháp lý đã chuyển vào ngày đó. Bên bán vẫn có thể kiểm soát hoạt động cho tới hoàn tất. Vì vậy, hợp đồng cần xử lý khoảng cách giữa người điều hành và người chịu biến động giá trị theo nền giá đã chốt.

Giá định một nền giá riêng được tính tại ngày locked box: EV 100, nợ 25, khoản tương tự nợ 2, tiền 9, chi phí giao dịch 2. Vốn lưu động đã được đánh giá và được chấp nhận trong nền giá, không có điều chỉnh bổ sung. Giá vốn chủ sở hữu là 80 triệu. Đó là số xuất phát để tính tiền trả, không phải khẳng định tiền mặt của doanh nghiệp sẽ giữ nguyên đến ngày hoàn tất.

Chất lượng báo cáo lịch sử trở nên đặc biệt quan trọng. Báo cáo đã kiểm toán có thể tạo mức bảo đảm khác với báo cáo quản trị, nhưng không thay thế việc hiểu phạm vi kinh doanh và chính sách đã dùng. Một đơn vị kinh doanh mới được tách ra có thể chưa có số liệu riêng đủ ổn định. Trong trường hợp đó, sự chắc chắn bề ngoài của một mức giá cố định có thể che rủi ro đo lường lớn.

Sự khác nhau cơ bản giữa chốt giá trước và đo lại tại hoàn tất được trình bày trong hướng dẫn của EY. Ở từng giao dịch, không nên coi một loại báo cáo hoặc một hình thức xác nhận duy nhất là điều kiện mặc nhiên của mọi locked box.

■ 5. Leakage: giá trị chuyển ra ngoài cho người bán

Leakage là phần giá trị chuyển từ doanh nghiệp cho người bán hoặc người liên quan thuộc phạm vi cấm trong khoảng từ ngày chốt số liệu đến hoàn tất, ngoài các khoản được cho phép. Nó có thể là tiền, tài sản, việc miễn nghĩa vụ, chi phí được doanh nghiệp trả thay hoặc giao dịch không theo điều kiện đã thỏa thuận.

Không phải mọi khoản chi trong giai đoạn ấy là leakage. Trả lương, mua hàng và đầu tư phục vụ hoạt động thông thường làm thay đổi tiền mặt nhưng có thể nằm trong vận hành mà nền giá đã phân bổ rủi ro. Điều cần xem là người hưởng lợi, tính chất, điều kiện và ngoại lệ. Một khoản chi cho người bán có thể được

phép; một khoản không chuyển thẳng cho người bán vẫn có thể phục vụ lợi ích của họ.

Danh mục permitted leakage cần ghi khoản nào, ai nhận, bao nhiêu và cho thời kỳ nào. Cho phép “phí quản lý thông thường” không xác định được mức phí tăng, khoản trả trước nhiều năm hoặc phí mới phát sinh. Với khoản biến đổi, có thể dùng công thức và giới hạn thay vì số cố định, miễn đủ khả năng kiểm tra.

Điều khoản cần bao phủ cả giai đoạn từ ngày chốt số liệu đến ngày ký và giai đoạn từ ngày ký đến hoàn tất. Cam kết chỉ áp dụng từ ngày ký có thể để trống phần trước đó. Cũng cần xác định ai chịu trách nhiệm: người thực nhận, người có bên liên quan hưởng lợi, hay toàn bộ người bán theo một cơ chế chung. Phân bổ trách nhiệm giữa người bán là vấn đề độc lập với tổng giá mua.

■ 6. Ticker: khoản tăng giá theo thời gian

Bên bán có thể được hưởng khoản cộng theo thời gian trong giai đoạn locked box, thường gọi là ticker hoặc value accrual. Khoản này có thể là số tiền mỗi ngày hoặc tỷ lệ trên một nền giá. Nó phản ánh thỏa thuận về giá trị phát sinh trong giai đoạn chờ và việc thanh toán sau; không mặc nhiên bằng chính xác dòng tiền doanh nghiệp thực tế tạo ra.

Với nền giá 80 triệu, tỷ lệ đơn 5% một năm, 146 ngày và mẫu số 365 ngày, khoản cộng là:

$$80 \times 5\% \times 146 \div 365 = 1,60 \text{ triệu}$$

Nếu leakage phải khấu trừ là 0,30 triệu, số thanh toán cho người bán theo các giả định này là $80 + 1,60 - 0,30 = 81,30$ triệu, trước mọi khoản giữ lại hoặc phân bổ riêng khác.

Hợp đồng cần ghi ngày bắt đầu, ngày kết thúc, có tính một hoặc cả hai ngày biên không, nền giá trước hay sau điều chỉnh, và việc kéo dài hoàn tất có làm tăng khoản cộng không. Nếu lãi kép được chọn, công thức khác với ví dụ lãi đơn. Chỉ dùng từ “interest” hoặc một tỷ lệ phần trăm không xác định hết cơ chế.

So sánh ticker với dự báo dòng tiền giúp các bên thấy ai chịu rủi ro chậm hoàn tất. Nếu doanh nghiệp tạo ít giá trị hơn khoản cộng cố định, bên mua vẫn có thể phải trả theo hợp đồng. Nếu giá trị tạo ra nhiều hơn, phần chênh có thể thuộc bên mua theo nền giá. Tài liệu Locking in Value của Deloitte là nguồn đối chiếu về mốc chốt giá, bảo vệ leakage và độ tin cậy của báo cáo tham chiếu.

7. Tránh tính hai lần và tránh bỏ sót

Một khoản phải trả cho người bán đã được khấu trừ như nợ ở ngày locked box có thể được thanh toán sau đó. Nếu tiếp tục khấu trừ chính khoản đó như leakage mà không có cơ chế loại trừ, bên mua được hưởng hai lần cho cùng nghĩa vụ. Ngược lại, nếu khoản chưa từng làm giảm giá nhưng được trả cho người bán và không nằm trong ngoại lệ, bỏ nó khỏi leakage có thể để giá trị thoát ra mà không được xử lý.

Tiền thưởng giao dịch, phí tư vấn, khoản trả chậm từ thương vụ trước và tiền khách hàng trả trước là các khoản cần đặc biệt đối chiếu. Mục tiêu không phải buộc mọi khoản vào một nhãn nhất định. Mục tiêu là quyết định một lần nó ảnh hưởng giá thế nào, rồi giữ nhất quán giữa nợ ròng, vốn lưu động, chi phí, leakage và bảng thanh toán.

Cũng phải phân biệt điều chỉnh lợi nhuận dùng để định giá với việc thu hồi một khoản tiền thực chi. Loại chi phí chủ sở hữu khỏi EBITDA nhằm ước tính khả năng sinh lợi trong tương lai không tự cho phép hay cấm chủ sở hữu nhận khoản thanh toán trong giai đoạn locked box. Hai phép xử lý có thể cùng hợp lý vì liên quan hai vấn đề khác nhau. Tuy nhiên, cần kiểm tra giả định nền giá để tránh thu hồi trùng phần đã được tính.

Một bảng đối chiếu từng khoản nhảy cảm nên cho thấy số dư tại ngày đo, số đã trừ trong giá, tiền thực trả sau đó, người hưởng và điều khoản áp dụng. Cách trình bày này làm rõ hơn một cam kết chung “không tính hai lần” nhưng không có dữ liệu để kiểm tra.

8. Quy trình quyết toán và quyền kiểm tra

Completion accounts cần lịch lập báo cáo, thời hạn cung cấp dữ liệu, thời gian phản đối và cơ chế giải quyết khoản chưa thống nhất. Phải chỉ định rõ người lập có quyền truy cập hệ thống nào và người rà soát được nhận tài liệu gì. Khi bên mua nắm hệ thống sau hoàn tất, người bán cần quyền tiếp cận đủ để kiểm tra số liệu tại ngày đã bán.

Ý kiến phản đối nên xác định khoản mục, lý do và giá trị tranh chấp. Tuy nhiên, không nên để thời hạn hết trước khi bên kia nhận đủ bộ thông tin đã cam kết. Cơ chế cũng cần nói có được sửa khoản không tranh chấp, nâng yêu cầu mới hoặc sử dụng thông tin xuất hiện muộn không. Đây là những quyết định về tính kết thúc của quy trình và độ chính xác của giá.

Chuyên gia kế toán có thể được giao xác định khoản mục, áp dụng chính sách hoặc một phạm vi rộng hơn. Không nên mặc định danh xưng “chuyên gia” tự trả lời quyền giải thích công thức. Nếu bắt đồng vừa về câu chữ vừa về số liệu, cần có

phương thức xử lý các vấn đề phụ thuộc nhau, tiêu chuẩn quyết định và cách sửa sai rõ ràng.

Trong locked box, quyền kiểm tra tập trung nhiều hơn trước khi ký và vào việc phát hiện leakage sau đó. Không đo lại giá không đồng nghĩa không còn khiếu nại. Tuy nhiên, một yêu cầu do báo cáo sai, một yêu cầu do vi phạm cam kết vận hành và một yêu cầu hoàn leakage có căn cứ, cách tính và giới hạn khác nhau. Không thể coi chúng đều là quyền điều chỉnh giá tự động theo từng đồng tiền.

■ 9. Bảo chứng, giữ lại và bảo hiểm

Bảo chứng qua bên thứ ba (escrow) khác với phần tiền bên mua tự giữ (holdback). Cả hai có thể hỗ trợ thanh toán điều chỉnh hoặc yêu cầu bồi hoàn, nhưng cần quy định tiền thuộc về ai trong thời gian giữ, điều kiện giải ngân, xử lý phần tranh chấp và lãi phát sinh. Khoản giữ cho điều chỉnh giá không tự bảo đảm mọi nghĩa vụ khác nếu phạm vi không bao gồm.

Quyền bù trừ cần khớp với các nguồn tiền còn chưa trả. Nếu người bán đã nhận toàn bộ giá và không có tài sản bảo đảm, quyền yêu cầu hoàn một khoản sau này có thể đối diện rủi ro thu hồi. Nếu bên mua được giữ tiền quá rộng vì một yêu cầu chưa xác định, người bán lại gánh rủi ro bị trì hoãn thanh toán. Cần thiết kế theo quy mô và thời gian của rủi ro cụ thể.

Bảo hiểm cho vi phạm cam đoan có thể hỗ trợ một số rủi ro được ghi trong đơn bảo hiểm, nhưng không nên giả định nó thay thế nghĩa vụ quyết toán giá, leakage hoặc rủi ro đã biết. Phải đọc phạm vi bảo hiểm, loại trừ, mức tự chịu và giới hạn. Nguồn trả cho mỗi nhóm rủi ro cần được xác định riêng trong cấu trúc giao dịch.

■ 10. Từ giá hợp đồng đến lệnh chuyển tiền

Bảng dòng tiền hoàn tất (funds flow) chỉ dẫn ai trả, ai nhận, số tiền, loại tiền và thời điểm. Nó cần nối giá cổ phần với tiền trả nợ, phí, tiền giữ lại và phần người bán tái đầu tư. Tổng nguồn phải bằng tổng sử dụng, nhưng cân bằng số học chưa chứng minh đúng quyền nếu một khoản đã bị phân loại sai.

Nếu bên mua trả trực tiếp một khoản nợ của mục tiêu, bảng phải cho thấy khoản đó đã được trừ khỏi giá vốn chủ sở hữu thế nào. Nếu người bán tái đầu tư một phần giá, cần phân biệt giá họ được hưởng và số tiền mặt họ thực nhận. Nếu leakage chỉ thuộc trách nhiệm một người bán, việc khấu trừ nên được thể hiện đúng trên phần của người đó theo thỏa thuận, thay vì tự động chia cho tất cả.

Trước hoàn tất, có thể kiểm tra cơ chế bằng ba câu hỏi nối tiếp: số nào được chốt ở ngày nào; từ ngày ấy đến khi trả tiền, biến động nào thuộc bên nào; sau

khi trả, những căn cứ nào còn có thể làm tiền dịch chuyển. Trả lời rõ ba câu hỏi giúp lựa chọn giữa completion accounts và locked box dựa trên chất lượng thông tin và phân bổ rủi ro, thay vì dựa vào tên gọi hoặc cảm giác một phương pháp luôn có lợi hơn.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **EY — Locked Box vs. Completion Accounts:** đối chiếu sự khác nhau về thời điểm xác định giá và quyết toán.
[ey.com/en_pk/insights/law/locked-box-vs-completion-accounts](https://www.ey.com/en_pk/insights/law/locked-box-vs-completion-accounts)
- **Deloitte — Locking in Value:** đối chiếu cách chốt giá lịch sử, leakage và chất lượng báo cáo tham chiếu. Các số liệu, bảng cầu nối và phân tích phân bổ trách nhiệm trong chương được xây dựng riêng.
deloitte.com/content/dam/assets-zone2/ie/en/docs/services/financial-advisory/2023/Locking_in_Value_Sept_2018.pdf

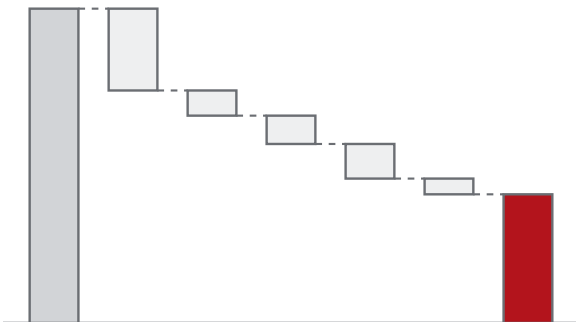
V

Bảo vệ và thu hồi vốn

Gói bảo đảm và kinh tế dự án quyết định khả năng thu hồi vốn khi kết quả thực tế khác với kế hoạch.

15 Gói bảo đảm

16 Kinh tế dự án



15

Gói bảo đảm

Tài sản, thứ tự ưu tiên và quyền kiểm soát

Trong chương này

1. Bảo đảm bằng tài sản và bảo lãnh thực hiện hai chức năng khác nhau	123	6. Quyền đã ký phải trở thành quyền có thể sử dụng	127
2. Bắt đầu từ nghĩa vụ được bảo đảm	124	7. Quyền kiểm soát phải phù hợp với hoạt động hằng ngày	128
3. Giá trị sổ sách không phải giá trị thu hồi	125	8. Khi khoản vay kết thúc	128
4. Cơ sở cho vay và khả năng rút thêm vốn	126	Tự kiểm tra trước khi kết thúc việc rà soát	129
5. Thứ tự ưu tiên có nhiều chiều	127		

Một khoản vay được bảo đảm không vì thế trở thành khoản vay chắc chắn được thu hồi đầy đủ. Tài sản có thể mất giá, thuộc về người khác, đã bảo đảm cho một nghĩa vụ khác hoặc chỉ có giá trị khi hoạt động kinh doanh tiếp tục. Ngay cả khi tài sản còn đủ giá trị, người cho vay vẫn có thể phải chờ đợi, bỏ thêm chi phí hoặc phối hợp với nhiều bên trước khi thu được tiền.

Vì vậy, đọc một gói bảo đảm không chỉ là kiểm tra danh mục tài sản. Luật sư cần hiểu bốn vấn đề liên kết với nhau: tài sản nào tạo ra nguồn thu hồi; những ai cùng yêu cầu nguồn đó; người cho vay có thể tiếp cận nguồn đó bằng cách nào; và trong thời gian khoản vay tồn tại, doanh nghiệp còn được sử dụng tài sản đến đâu. Những câu hỏi này giúp nối văn bản bảo đảm với khả năng vận hành của doanh nghiệp.

1. Bảo đảm bằng tài sản và bảo lãnh thực hiện hai chức năng khác nhau

Bảo đảm bằng tài sản là cơ chế gắn nghĩa vụ được bảo đảm với một hoặc nhiều tài sản xác định hoặc có thể xác định. Mục đích kinh tế là tạo thêm nguồn thu hồi

và, tùy cấu trúc, vị trí ưu tiên đối với tài sản đó. Tài sản có thể là thiết bị, hàng tồn kho, khoản phải thu, số dư tài khoản, phần vốn trong công ty hoặc quyền phát sinh từ hợp đồng.

Bảo lãnh là cam kết của một chủ thể khác đối với việc thực hiện nghĩa vụ của bên có nghĩa vụ chính. Nó mở rộng phạm vi chủ thể mà bên cho vay có thể yêu cầu thanh toán theo các điều kiện đã thỏa thuận. Bảo lãnh không tự tạo ra quyền ưu tiên trên một tài sản cụ thể của bên bảo lãnh. Muốn có cả hai chức năng, hồ sơ phải thiết lập cả cam kết bảo lãnh và quyền bảo đảm phù hợp.

Sự khác nhau rất thực tế. Một công ty có tài sản lớn nhưng đã dùng toàn bộ tài sản để bảo đảm cho các khoản vay khác có thể cung cấp bảo lãnh với giá trị thu hồi hạn chế. Ngược lại, một tài sản có thể được dùng để bảo đảm nghĩa vụ của người khác mà chủ tài sản không nhận trách nhiệm thanh toán không giới hạn bằng toàn bộ tài sản của mình. Cần đọc phạm vi trách nhiệm thay vì suy luận từ tên tài liệu.

Gói bảo đảm thường kết hợp nhiều công cụ. Bảo đảm trên phần vốn giúp tiếp cận giá trị sở hữu công ty; bảo đảm trên khoản phải thu tiếp cận dòng tiền từ khách hàng; bảo đảm trên tài khoản hướng đến tiền đã thu; bảo lãnh bổ sung một bên có trách nhiệm. Chúng có thể hỗ trợ nhau nhưng cũng có thể cùng dựa vào một nguồn giá trị. Không được cộng giá trị cổ phần của công ty với toàn bộ tài sản của chính công ty để khẳng định gói bảo đảm có giá trị gấp đôi.

Thư hỗ trợ, cam kết duy trì khả năng thanh toán hoặc lời hứa xem xét cấp vốn cũng cần được đọc riêng. Một cam kết duy trì trạng thái tài chính không đương nhiên có cùng nội dung với lời hứa thanh toán nợ. Người nhận cần xác định chính xác hành vi được hứa, điều kiện thực hiện, bên được yêu cầu thực hiện và hậu quả của vi phạm.

2. Bắt đầu từ nghĩa vụ được bảo đảm

Trước khi hỏi tài sản nào nằm trong gói, hãy hỏi gói đó bảo đảm cho những nghĩa vụ nào. Phạm vi có thể chỉ gồm khoản gốc của một khoản vay, hoặc mở rộng tới lãi, phí, chi phí xử lý, nghĩa vụ phòng ngừa rủi ro và các khoản vay bổ sung trong tương lai. Một tài liệu ký hôm nay có thể tiếp tục ảnh hưởng tới tài sản nhiều năm sau nếu khái niệm nghĩa vụ được bảo đảm quá rộng.

Ba chiều cần được xác định là **người có nghĩa vụ, loại nghĩa vụ và thời gian**. Cụm từ “mọi nghĩa vụ của nhóm công ty” khác đáng kể với “nghĩa vụ của bên vay theo khoản tín dụng này”. Nếu các bên muốn bảo đảm cả khoản tăng hạn mức sau này, cần biết ai có quyền chấp thuận tăng và người cung cấp bảo đảm có phải tham gia quyết định đó hay không.

Giới hạn trách nhiệm cũng cần được tính trên cùng cơ sở. Một mức trần 10 triệu có bao gồm lãi và chi phí hay chỉ giới hạn gốc? Khoản đã thanh toán có làm

giảm mức trần vĩnh viễn hay khả năng bảo đảm được phục hồi sau đó? Nghĩa vụ bảo lãnh kết thúc khi khoản vay được trả hay còn tồn tại cho nghĩa vụ chưa xác định? Một con số đơn lẻ không giải đáp các câu hỏi này.

Đối với người vay, phạm vi rõ giúp dự tính chi phí và nghĩa vụ khi tái tài trợ. Đối với bên cho vay, phạm vi rõ giúp tránh khoảng trống giữa khoản phải thu thực tế và nghĩa vụ mà tài sản bảo đảm hỗ trợ. Tính đầy đủ nằm ở sự khớp nhau giữa các tài liệu, không nằm ở việc sử dụng câu chữ rộng nhất có thể.

■ 3. Giá trị sổ sách không phải giá trị thu hồi

Giá trị tài sản phụ thuộc cách sử dụng và cách bán. Một dây chuyền đang vận hành có thể có giá trị khác với từng máy bị tháo rời. Một khoản phải thu chưa quá hạn vẫn có thể bị khách hàng phản đối hoặc bù trừ. Hàng tồn kho có thể cần chi phí hoàn thiện, bảo quản và vận chuyển trước khi bán được.

Do đó, cần tách giá trị sổ sách, giá trị ước tính khi tiếp tục hoạt động và tiền thu hồi ròng trong một kịch bản xử lý. Không có tỷ lệ giảm giá chung dùng được cho mọi loại tài sản. Phương pháp định giá, thời điểm định giá, thị trường người mua và giả định thời gian bán đều có thể thay đổi kết quả.

Tỷ lệ khoản vay trên giá trị tài sản, gọi là **LTV** (*loan-to-value*), là phép chia đơn giản:

$$\text{LTV} = \text{Dư nợ được đo} / \text{Giá trị tài sản được dùng làm mẫu số.}$$

Giả định dư nợ là 60 triệu đơn vị tiền tệ và giá trị tài sản được định giá là 100 triệu. LTV bằng 60%. Nếu giá trị giảm còn 75 triệu, LTV tăng thành 80%, dù chưa phát sinh thêm một đồng nợ nào. Nếu bán được 75 triệu nhưng chi phí xử lý và các khoản được giả định thanh toán trước tổng cộng 10 triệu, nguồn còn lại chỉ là 65 triệu. Dư địa trên khoản nợ 60 triệu khi đó là 5 triệu.

Phép tính cuối chỉ minh họa một thứ tự thanh toán đã giả định; nó không xác định thứ tự ưu tiên thực tế. Ý nghĩa của ví dụ là giá trị thẩm định và tiền có thể trả nợ là hai đại lượng khác nhau. Tài liệu cần nói rõ loại giá trị nào dùng để tính LTV, ai cung cấp giá trị đó và khi nào phải cập nhật.

Một rủi ro khác là tương quan. Khi ngành suy giảm, doanh thu của người vay có thể giảm cùng lúc với giá bán thiết bị và khả năng thanh toán của khách hàng. Không thể coi mọi tài sản trong gói là những lớp bảo vệ độc lập. Người cho vay cần phân tích sức chịu đựng chung; luật sư cần biết giả định nào đang được dùng để thiết kế quyền yêu cầu bổ sung bảo đảm hoặc trả bớt nợ.

4. Cơ sở cho vay và khả năng rút thêm vốn

Trong khoản tín dụng dựa trên tài sản, cơ sở cho vay (*borrowing base*) được tính từ tài sản đủ điều kiện, nhân với tỷ lệ cho vay tương ứng, rồi trừ các khoản dự phòng theo thỏa thuận. Khả năng rút vốn còn phụ thuộc hạn mức cam kết, số đã sử dụng và những điều kiện khác. Tài liệu nghiệp vụ về cho vay dựa trên tài sản phân biệt rõ cơ sở cho vay với hạn mức và lượng vốn còn có thể sử dụng. *OCC, Asset-Based Lending*.

Ví dụ sau dùng đơn vị triệu và giả định chưa có thư tín dụng hoặc hình thức sử dụng hạn mức khác:

Thành phần	Phép tính	Kết quả
Khoản phải thu đủ điều kiện	$10 \times 80\%$	8
Hàng tồn kho đủ điều kiện	$4 \times 50\%$	2
Trừ dự phòng theo thỏa thuận		(1)
Cơ sở cho vay	$8 + 2 - 1$	9
Hạn mức cam kết		12
Dư nợ đã rút		7
Khả năng rút thêm theo các con số này	$\min(12; 9) - 7$	2

Hạn mức còn chưa sử dụng trên danh nghĩa là 5 triệu, nhưng chỉ 2 triệu được hỗ trợ bởi cơ sở cho vay hiện tại. Nếu hợp đồng còn yêu cầu duy trì một phần hạn mức chưa dùng hoặc cấm rút vốn khi có sự kiện nhất định, khả năng rút thực tế có thể thấp hơn.

“Đủ điều kiện” là nơi nhiều rủi ro được phân bổ. Khoản phải thu có thể bị loại vì quá hạn, đang tranh chấp, tập trung vào một khách hàng hoặc không đáp ứng yêu cầu hồ sơ. Hàng hóa doanh nghiệp giữ hộ người khác không trở thành hàng hóa thuộc sở hữu của doanh nghiệp chỉ vì nằm trong kho của nó. Các khoản dự phòng cần tránh trừ hai lần cho cùng một rủi ro đã được phản ánh qua điều kiện loại trừ hoặc tỷ lệ cho vay.

Đối với luật sư, những điểm cần làm rõ là cơ sở dữ liệu, chu kỳ báo cáo, quyền kiểm tra, quyền thay đổi tiêu chí và thời gian thông báo. Nếu cơ sở cho vay giảm xuống dưới dư nợ, doanh nghiệp cần biết có phải trả ngay phần vượt, được bổ sung tài sản hay được hưởng một khoảng thời gian điều chỉnh. Đây là vấn đề dòng tiền trước khi trở thành vấn đề xử lý tài sản.

5. Thứ tự ưu tiên có nhiều chiều

Thứ tự ưu tiên trên tài sản trả lời ai được nhận tiền từ tài sản đó trước. Thứ tự theo hợp đồng trả lời các chủ nợ đã thỏa thuận với nhau thế nào. **Sự đứng sau do cấu trúc** (*structural subordination*) phát sinh khi chủ nợ của một công ty mẹ phụ thuộc vào giá trị đi lên từ công ty con, trong khi chủ nợ trực tiếp của công ty con có yêu cầu đối với chính công ty con.

Giả định một công ty mẹ chỉ sở hữu cổ phần công ty con. Chủ nợ của công ty mẹ nhận bảo đảm trên các cổ phần ấy. Giá trị cổ phần phản ánh phần giá trị còn lại sau các nghĩa vụ của công ty con; bảo đảm trên cổ phần không biến người nhận bảo đảm thành chủ nợ có bảo đảm trên nhà xưởng của công ty con. Hai đối tượng bảo đảm khác nhau dẫn đến hai nguồn thu hồi khác nhau.

Nếu công ty con bảo lãnh khoản nợ của công ty mẹ, bên cho vay có thể có thêm một yêu cầu trực tiếp đối với công ty con theo nội dung bảo lãnh. Điều đó có thể giảm bất lợi về cấu trúc, nhưng không mặc nhiên đưa yêu cầu mới lên trước mọi chủ nợ khác. Cần tiếp tục xét phạm vi bảo lãnh, tài sản bảo đảm nếu có, giới hạn trách nhiệm và quan hệ với các nghĩa vụ còn lại.

Thỏa thuận giữa các chủ nợ (*intercreditor agreement*) có thể quy định thứ tự phân chia tiền, thời gian tạm hoãn thực hiện quyền, các khoản thanh toán được phép và cách hoàn trả tiền đã nhận không đúng thứ tự. Nó còn quy định ai được chỉ đạo xử lý, tỷ lệ biểu quyết và điều kiện giải phóng tài sản trong một phương án bán.

Không nên thu gọn thỏa thuận này thành bảng “cấp cao, cấp thấp”. Một bên có quyền nhận tiền trước nhưng phải chờ bên khác quyết định thời điểm bán. Một bên có quyền yêu cầu thanh toán nhưng tạm thời không được hành động. Giá trị kinh tế của khoản nợ phụ thuộc cả thứ tự lẫn quyền kiểm soát quá trình thu hồi.

6. Quyền đã ký phải trở thành quyền có thể sử dụng

Một hợp đồng bảo đảm có chữ ký chưa trả lời đầy đủ liệu quyền đó có thể được viện dẫn đối với người khác, được duy trì theo thời gian và được thực hiện khi cần hay không. Các bước công khai hóa, xác lập quyền kiểm soát, thông báo hoặc ghi nhận quyền cần được xác định phù hợp với loại tài sản và cấu trúc giao dịch. Chương này không đặt ra một thủ tục chung cho mọi tài sản.

Nên lập hồ sơ riêng cho từng bên cung cấp bảo đảm: tài sản, quyền sở hữu hoặc quyền định đoạt, nghĩa vụ được hỗ trợ, sự chấp thuận cần có, bước hoàn tất, người thực hiện và bằng chứng hoàn thành. Danh sách có ích khi chỉ ra công việc còn thiếu; nó không thay thế việc đánh giá nội dung của từng bước.

Quyền hợp đồng đặc biệt cần chú ý. Giá trị của một cơ sở kinh doanh có thể phụ thuộc vào địa điểm thuê, hợp đồng đầu ra hoặc quyền sử dụng công nghệ. Nếu chuyển giao những quyền đó cần sự chấp thuận của đối tác, việc chỉ nhận bảo đảm trên tài sản hữu hình có thể bỏ lại phần quan trọng nhất của giá trị kinh doanh.

Một thỏa thuận trực tiếp với đối tác có thể giải quyết việc thông báo vi phạm, thời gian khắc phục và khả năng người được chỉ định tiếp quản thực hiện. Tuy nhiên, quyền tiếp quản phải đi cùng năng lực vận hành, nguồn tiền và điều kiện để đối tác tiếp tục thực hiện hợp đồng. Không thể suy ra rằng người cho vay luôn có thể giữ nguyên toàn bộ doanh nghiệp chỉ từ một điều khoản mang tên “quyền tiếp quản”.

7. Quyền kiểm soát phải phù hợp với hoạt động hằng ngày

Hàng tồn kho cần được bán; khoản phải thu cần được thu; tiền cần được dùng để trả lương và mua nguyên liệu. Gói bảo đảm thiếu cơ chế cho những hoạt động này có thể làm suy yếu chính nguồn trả nợ mà nó bảo vệ.

Vì thế, cần đọc cùng các cam kết hạn chế tạo thêm bảo đảm, bán tài sản, chuyển tài sản trong nhóm và thay đổi hoạt động. Ngoại lệ cho hoạt động thông thường phải đủ rõ để doanh nghiệp biết việc nào được làm mà không phải xin phép. Các ngoại lệ theo giá trị nên có cơ sở tính, thời kỳ tính, cách cộng dồn và cơ chế tránh sử dụng nhiều ngoại lệ cho cùng một giao dịch.

Tài khoản ngân hàng thể hiện rõ sự đánh đổi. Nếu mọi khoản thu bị giữ lại ngay, người cho vay kiểm soát tiền chặt nhưng doanh nghiệp cần một cơ chế cấp lại vốn hoạt động đáng tin cậy. Nếu doanh nghiệp tự do sử dụng tiền cho đến khi xảy ra một sự kiện, quyền kiểm soát thực tế trước sự kiện sẽ khác. Hợp đồng phải làm rõ ai được chỉ thị thanh toán, thời điểm chuyển quyền và cách xử lý các khoản cần thiết để hoạt động không bị gián đoạn.

Tài sản mới hình thành, tài sản thay thế và tiền bán tài sản cũng cần được xem xét. Quyền đối với tài sản ban đầu có thể không giải quyết đầy đủ quyền đối với khoản tiền thu sau đó. Ngược lại, một cơ chế giải phóng tài sản tự động quá rộng có thể làm gói bảo đảm thu hẹp ngoài dự kiến. Điều kiện giải phóng nên khớp với đúng giao dịch được phép, đúng tài sản và đúng nghĩa vụ còn tồn tại.

8. Khi khoản vay kết thúc

Tái tài trợ thường đòi hỏi ba việc diễn ra phối hợp: xác định số tiền tất toán, thanh toán và giải phóng gói bảo đảm cũ. Nếu số tiền tất toán thiếu một khoản lãi hoặc phí, tài liệu giải phóng có thể chưa phát sinh hiệu lực như dự kiến. Nếu giải phóng chậm, bên tài trợ mới có thể không đạt vị trí đã thỏa thuận.

Do đó, hồ sơ cần bao quát cả bảo đảm và bảo lãnh, các khoản nghĩa vụ còn treo, tài khoản bị kiểm soát và các bước cập nhật bằng chứng quyền. Việc thanh toán một khoản vay không nhất thiết tự giải quyết những nghĩa vụ khác cùng được bảo đảm. Cũng cần làm rõ trách nhiệm phối hợp sau ngày thanh toán và thời hạn giao tài liệu hoàn tất.

Trong quá trình thương lượng, nên kiểm tra gói bảo đảm theo vòng đời: thiết lập, sử dụng, thay đổi, thực hiện quyền và giải phóng. Cách nhìn này thường phát hiện những khoảng trống mà việc đọc riêng từng tài liệu bỏ qua. Một gói có nhiều tài sản nhưng không có đường giải phóng khả thi có thể gây trở ngại đáng kể cho giao dịch bán hoặc tái tài trợ sau này.

I Tự kiểm tra trước khi kết thúc việc rà soát

Người đọc nên có thể giải thích bằng lời của mình: bên nào chịu nghĩa vụ; tài sản nào hỗ trợ; giá trị nào đã được dùng; ai cùng yêu cầu nguồn đó; điều gì phải xảy ra trước khi quyền được sử dụng; và doanh nghiệp được phép làm gì trong thời gian chờ. Nếu một câu trả lời chỉ là “theo mẫu”, nội dung kinh tế vẫn chưa được làm rõ.

Gói bảo đảm tốt không thể loại bỏ mọi rủi ro tín dụng. Công việc của luật sư là làm cho phạm vi quyền, điều kiện thực hiện và giới hạn của chúng phản ánh đúng sự phân bổ rủi ro mà các bên đã lựa chọn.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **OCC, *Asset-Based Lending***: đối chiếu giới hạn rút vốn theo cơ sở cho vay và hạn mức; chỉ sử dụng phần cơ chế tín dụng.
occ.treas.gov/publications-and-resources/publications/comptrollers-handbook/files/asset-based-lending/pub-ch-asset-based-lending.pdf
- **World Bank, *Key Issues in Developing Project Financed Transactions***: đối chiếu chức năng kinh tế của thỏa thuận trực tiếp và quyền tiếp quản.
ppp.worldbank.org/financing/issues-in-project-financed-transactions
- **Association of Corporate Treasurers, *Five Steps to Preparing for the Negotiation***: đọc thêm về việc đối chiếu hồ sơ vay với nhu cầu vận hành thực tế.
treasurers.org/ACTmedia/beginners_guide_updatepm280906corrected_0811.pdf

16

Kinh tế dự án

Hợp đồng phải tạo ra dòng tiền đủ để trả nợ

Trong chương này

1. Dự án là nguồn trả nợ chính	131	6. LLCR và khoảng thời gian còn lại sau khi trả hết nợ	135
2. Đọc cấu trúc hợp đồng theo chức năng kinh tế	132	7. Chậm hoàn thành: phải kiểm tra cả tiền lẫn thời gian	136
3. Tiền sẵn có để trả nợ	133	8. Công suất, chấm dứt và khả năng thực nhận	137
4. DSCR trả lời câu hỏi theo từng kỳ	134	9. Thứ tự sử dụng tiền và điều kiện phân phối	137
5. Quy mô khoản vay và lịch trả nợ	134	Từ mô hình đến điều khoản	138

Một dự án có thể tạo lợi nhuận trong toàn bộ vòng đời nhưng vẫn không đủ tiền trả một kỳ nợ cụ thể. Nó cũng có thể hoàn thành xây dựng trong phạm vi ngân sách nhưng mất khách hàng trước khi bắt đầu vận hành. Đó là lý do việc rà soát tài trợ dự án đòi hỏi luật sư đọc các hợp đồng như những bộ phận của cùng một cơ chế tạo tiền.

Mục tiêu không phải biến luật sư thành người thiết kế mô hình tài chính. Mục tiêu là hiểu mỗi giả định quan trọng trong mô hình dựa vào quyền và nghĩa vụ nào, rủi ro nào chưa có người gánh chịu, và điều gì xảy ra nếu các mốc thời gian không khớp nhau. Từ đó, những yêu cầu tưởng như thuần túy tài chính trở thành những câu hỏi soạn thảo cụ thể.

1. Dự án là nguồn trả nợ chính

Trong tài trợ dự án (*project finance*), nguồn trả nợ chủ yếu là dòng tiền của một dự án xác định. Dự án thường được thực hiện qua một công ty chuyên biệt, gọi là

SPV (*special purpose vehicle*). Bên cấp vốn quan tâm đến tài sản, hợp đồng, khả năng vận hành và nguồn thu của công ty này.

Khả năng yêu cầu chủ sở hữu cấp thêm tiền có thể bị giới hạn hoặc chỉ phát sinh trong những trường hợp nhất định. Chẳng hạn, chủ sở hữu có thể hỗ trợ hoàn thành xây dựng, bù phần vượt chi phí trong một mức trần, hoặc cung cấp vốn khi xảy ra một sự kiện đã xác định. Phạm vi trách nhiệm phụ thuộc cam kết thực tế; tên gọi tài trợ dự án không tự loại bỏ mọi trách nhiệm của chủ sở hữu. *World Bank, Project Finance – Key Concepts*.

Cũng không nên đồng nhất việc lập một SPV với việc tách hoàn toàn dự án khỏi rủi ro của nhóm hoặc khỏi báo cáo tài chính hợp nhất. Phạm vi nghĩa vụ theo hợp đồng, quan hệ kiểm soát, bảo lãnh và cách trình bày kế toán là những câu hỏi khác nhau. Mô hình cần phản ánh nghĩa vụ hỗ trợ thực sự tồn tại, kể cả khi chưa có tiền phải trả ngay.

Khái niệm **khả năng được tài trợ** (*bankability*) mô tả mức độ mà dự án và hồ sơ của nó đáp ứng yêu cầu của những bên cấp vốn dự kiến. Nó phụ thuộc dòng tiền, rủi ro, đối tác, cấu trúc vốn và điều kiện thị trường. Không có một tỷ lệ duy nhất biến mọi dự án thành dự án có thể vay được.

2. Đọc cấu trúc hợp đồng theo chức năng kinh tế

Hợp đồng xây dựng tạo ra tài sản vận hành; hợp đồng đầu ra tạo doanh thu; hợp đồng cung ứng và vận hành xác định một phần chi phí; quyền sử dụng địa điểm duy trì khả năng khai thác; hồ sơ vay biến dòng tiền đó thành lịch thanh toán cho bên cấp vốn. Những hợp đồng này cần được đối chiếu với nhau thay vì chỉ được kiểm tra riêng lẻ.

Nhóm tài liệu	Câu hỏi kinh tế cần trả lời
Xây dựng, cung cấp thiết bị	Bao nhiêu tiền để hoàn thành, khi nào hoàn thành, đạt công suất nào?
Đầu ra, sử dụng dịch vụ	Ai trả, trả theo tiêu chí nào, trong bao lâu, được giảm hoặc ngừng trả khi nào?
Vận hành, bảo trì, cung ứng	Chi phí biến động thế nào, ai chịu sự cố và thiếu đầu vào?
Địa điểm và hạ tầng kết nối	Dự án có thể sử dụng địa điểm và kết nối suốt thời gian tạo tiền không?
Tài trợ và tài khoản	Khi nào rút vốn, khi nào trả nợ, tiền được giữ lại hoặc phân phối theo điều kiện nào?

Nhóm tài liệu	Câu hỏi kinh tế cần trả lời
Bảo hiểm và hỗ trợ của chủ sở hữu	Khoảng thiếu tiền nào được bù, trong giới hạn nào, vào thời điểm nào?

Không phải mọi khoản doanh thu đều phụ thuộc sản lượng thực tế. Phí duy trì khả năng cung cấp dịch vụ có thể dựa trên mức độ sẵn sàng phục vụ; phí theo sản lượng phụ thuộc lượng thực tế cung cấp; cơ chế mua tối thiểu có thể phân bổ một phần rủi ro nhu cầu cho bên mua. Tuy vậy, mỗi cơ chế đều có điều kiện, ngoại lệ và tiêu chuẩn thực hiện riêng.

Một dòng “doanh thu cố định” trong mô hình vì thế cần được kiểm tra cùng cơ chế khấu trừ, chỉ tiêu chất lượng, quyền bù trừ và khả năng thanh toán của bên mua. Hợp đồng dài hạn với một đối tác yếu không có cùng giá trị kinh tế với hợp đồng có dòng tiền đáng tin cậy. Quyền yêu cầu thanh toán và xác suất nhận được tiền là hai khía cạnh bổ sung cho nhau.

3. Tiền sẵn có để trả nợ

Dòng tiền sẵn có để trả nợ, viết tắt là **CFADS** (*cash flow available for debt service*), là lượng tiền được xác định theo cơ chế tài trợ là có thể dùng để trả nợ trong một kỳ. Cách xây dựng thường bắt đầu từ tiền thu hoạt động, trừ chi phí hoạt động bằng tiền, thuế thanh toán, đầu tư duy trì và nhu cầu vốn lưu động tương ứng.

Nếu bắt đầu từ doanh thu ghi nhận thay vì tiền thực thu, mô hình cần điều chỉnh biến động khoản phải thu, tồn kho và khoản phải trả để đi tới dòng tiền. Nếu đã bắt đầu từ thu, chỉ thực tế, không được lại trừ cùng biến động vốn lưu động một lần nữa. Hai cách xuất phát có thể cùng đúng nhưng phải nhất quán.

Ví dụ giả định cho một năm, đơn vị triệu: tiền thu từ khách hàng là 12; chi hoạt động bằng tiền là 4; thuế thanh toán là 1; đầu tư duy trì là 0,5. Giả định các khoản này đã phản ánh đầy đủ thời điểm thu, chi và không còn điều chỉnh vốn lưu động riêng:

$$CFADS = 12 - 4 - 1 - 0,5 = 6,5 \text{ triệu.}$$

Khoản vay mới và vốn chủ sở hữu mới làm tăng tiền trong tài khoản nhưng không thể hiện khả năng tự tạo tiền của dự án. Tương tự, rút tiền từ quỹ dự phòng là sử dụng tiền đã tích lũy, không phải doanh thu mới. Việc tính chúng vào một chỉ tiêu bao phủ nợ phải được thỏa thuận rõ; không nên để mô hình tự quyết định thông qua vị trí của một dòng tính.

Khoản bảo hiểm, bồi thường và tiền bán tài sản có thể cần cách xử lý riêng. Có khoản dùng để sửa chữa tài sản, có khoản trả bớt nợ, có khoản thay thế doanh thu bị mất. Tiền có thật trong tài khoản chưa chắc được phép đưa vào CFADS hoặc phân phối cho chủ sở hữu.

4. DSCR trả lời câu hỏi theo từng kỳ

Tỷ lệ bao phủ nghĩa vụ trả nợ, hay DSCR (*debt service coverage ratio*), so sánh CFADS với nghĩa vụ trả nợ trong cùng kỳ. Nghĩa vụ này thường gồm gốc và lãi đến hạn; phạm vi phí hoặc thanh toán phòng ngừa rủi ro cần theo định nghĩa đã thỏa thuận.

$$\text{DSCR} = \text{CFADS của kỳ} / \text{Nghĩa vụ trả nợ của cùng kỳ.}$$

Với CFADS 6,5 triệu và nghĩa vụ trả nợ 5 triệu, DSCR bằng 1,30×. Khoảng chênh 1,5 triệu là vùng đệm trong kỳ theo định nghĩa đang dùng. Nó chưa phải tiền chắc chắn được chia, vì dự án có thể còn phải bổ sung dự phòng hoặc đáp ứng các điều kiện khác.

Nếu nghĩa vụ trả nợ giữ nguyên, CFADS giảm 10% còn 5,85 triệu thì DSCR còn 1,17×. Nếu hợp đồng giả định đặt ngưỡng hạn chế phân phối tại 1,20×, dự án có thể vẫn trả đủ nợ nhưng chưa được chia tiền. Ngưỡng hạn chế phân phối khác với ngưỡng tạo sự kiện vi phạm; hậu quả cụ thể phải được đọc từ hồ sơ.

Từ số và mẫu số phải cùng kỳ. Không thể lấy CFADS cả năm chia cho khoản trả nợ sáu tháng rồi gọi đó là DSCR sáu tháng. Cũng cần phân biệt tỷ lệ dựa trên kỳ đã thực hiện và tỷ lệ dự báo. Dự án có thể vượt phép thử dự báo nhưng không vượt phép thử lịch sử, hoặc ngược lại.

Một tỷ lệ bình quân cả năm có thể che khuất tình trạng thiếu tiền giữa năm. Nếu phần lớn doanh thu thu vào cuối năm mà khoản nợ lớn đến hạn giữa năm, tỷ lệ năm tốt chưa giải quyết nhu cầu thanh khoản. Tần suất mô hình phải đủ chi tiết để nhìn thấy khoảng thiếu này.

5. Quy mô khoản vay và lịch trả nợ

Trong một mô hình giản lược, CFADS chia cho DSCR mục tiêu cho biết nghĩa vụ trả nợ tối đa được dự kiến cho từng kỳ. Với 6,5 triệu CFADS và mục tiêu 1,30×, nghĩa vụ trả nợ là 5 triệu. Giá trị hiện tại của chuỗi thanh toán đó, chiết khấu theo lãi suất phù hợp, cho một chỉ báo về quy mô khoản vay.

Ví dụ chỉ để minh họa: giả định trả 5 triệu cuối mỗi năm trong 5 năm, lãi suất cố định 10% một năm, không có phí và không có khoản gốc thanh toán riêng cuối kỳ. Giá trị hiện tại là:

$$5 / 1,10 + 5 / 1,10^2 + 5 / 1,10^3 + 5 / 1,10^4 + 5 / 1,10^5 \approx 18,95 \text{ triệu.}$$

Con số này không phải mức vay được chấp thuận. Khoản vay còn có thể bị giới hạn bởi tổng chi phí, mức vốn chủ sở hữu, thời hạn hợp đồng, rủi ro xây dựng và kết quả kịch bản bất lợi. Nhưng phép tính giải thích vì sao giảm dòng tiền hoặc rút ngắn thời gian trả nợ thường làm tăng nhu cầu vốn chủ sở hữu.

Thiết kế lịch trả nợ theo dòng tiền (*sculpting*) phân bổ nghĩa vụ trả nợ phù hợp với CFADS từng kỳ để hướng tới một mức bao phủ mục tiêu. Khi CFADS không đều, gốc trả từng kỳ cũng có thể không đều. Mô hình phải bảo đảm lịch đó thực sự hoàn trả khoản vay, phù hợp cách tính lãi và không dựa vào dòng tiền xảy ra sau ngày đáo hạn.

Rủi ro tái tài trợ xuất hiện nếu một phần nợ chỉ được hoàn trả bằng khoản vay thay thế dự kiến trong tương lai. Khi đó, tài liệu không nên trình bày khoản vay như thể đã được hoàn trả hoàn toàn từ hoạt động. Cần làm rõ số dư cuối kỳ, điều kiện tái tài trợ và phương án khi nguồn vay mới không xuất hiện.

6. LLCR và khoảng thời gian còn lại sau khi trả hết nợ

Tỷ lệ bao phủ trong thời hạn còn lại của khoản vay, hay LLCR (*loan life coverage ratio*), so sánh giá trị hiện tại của CFADS đến ngày đáo hạn với dư nợ được đo tại ngày tính. Nó trả lời một câu hỏi khác với DSCR: toàn bộ dòng tiền còn lại trong thời hạn vay bao phủ dư nợ đến mức nào. World Bank, phần tỷ lệ tài chính.

Trong ví dụ trên, giá trị hiện tại của CFADS 6,5 triệu mỗi năm trong 5 năm bằng khoảng 24,64 triệu. Chia cho dư nợ khoảng 18,95 triệu cho LLCR 1,30×. Sự bằng nhau với DSCR xuất phát từ chính giả định dòng tiền, lịch trả nợ và tỷ lệ chiết khấu của ví dụ. Nó không phải quan hệ luôn đúng.

Một LLCR cao vẫn có thể đi cùng thiếu tiền trong một kỳ gần. Giá trị hiện tại lớn của khoản thu ba năm sau không tự trả được khoản lãi đến hạn tháng tới. Ngược lại, một kỳ DSCR thấp chưa đủ kết luận dự án không có khả năng trả hết nợ nếu có cơ chế dự phòng và phục hồi khả thi.

Khoảng thời gian dự phòng sau đáo hạn (*tail*) là thời gian mà một nguồn thu hoặc quyền quan trọng còn tồn tại sau lịch trả nợ cuối cùng. Cần xác định tail của từng hợp đồng: hợp đồng đầu ra, quyền sử dụng địa điểm và quyền vận hành

có thể kết thúc khác ngày. Một quyền sử dụng địa điểm dài hơn không bù được việc hợp đồng tạo doanh thu kết thúc sớm.

Tail tạo thêm không gian điều chỉnh khi dòng tiền chậm hoặc cần tái cơ cấu lịch nợ. Tuy nhiên, thời gian dài hơn không bảo đảm có tiền: giá, sản lượng, chi phí và điều kiện tiếp tục vận hành vẫn cần được xem xét.

Tỷ lệ bao phủ trong thời hạn dự án, hay **PLCR** (*project life coverage ratio*), mở rộng phạm vi dòng tiền sang phần đời dự án còn lại: giá trị hiện tại của CFADS đủ điều kiện trong phạm vi ấy chia cho số nợ được đo. Cần xác định ngày tính, tỷ lệ chiết khấu và các khoản điều chỉnh giống như khi dùng LLCR. Phần dòng tiền sau ngày đáo hạn có thể làm PLCR cao hơn, nhưng không tự trả được khoản nợ đến hạn trước đó. Vì vậy, PLCR hỗ trợ phân tích tổng thể và khả năng cơ cấu lại; nó không thay thế kiểm tra kỳ trả nợ thực tế.

■ 7. Chậm hoàn thành: phải kiểm tra cả tiền lẫn thời gian

Hợp đồng xây dựng thường quy định khoản thanh toán xác định trước cho việc chậm hoàn thành, gọi là **LDs** (*liquidated damages*). Khi phân tích kinh tế, cần tách mức tính theo ngày hoặc tuần, mức trần tổng và những sự kiện được gia hạn. Một mức trần lớn chưa chắc bảo vệ dự án ở thời điểm cần tiền nhất.

Giả định giá xây dựng 40 triệu; khoản trả cho chậm hoàn thành là 0,5% giá hợp đồng mỗi tuần và tối đa 10%. Mức tuần là 0,2 triệu, mức trần là 4 triệu, đạt sau 20 tuần chậm thuộc trách nhiệm của nhà thầu. Nếu thiếu tiền hoạt động và trả nợ do chậm khởi động là 0,15 triệu mỗi tuần, mức tuần lớn hơn khoảng thiếu theo giả định.

Tuy nhiên, nếu khách hàng có quyền chấm dứt sau 12 tuần, lượng LDs tích lũy theo giả định chỉ là 2,4 triệu tại thời điểm ấy. Mất hợp đồng đầu ra có thể gây thiệt hại kinh tế vượt xa khoản thiếu tiền trong 12 tuần. Rủi ro cần phân tích là việc mất nguồn thu dài hạn, không chỉ phần LDs chưa đạt trần.

Không thể giải quyết vấn đề bằng một quy tắc máy móc rằng ngày chấm dứt luôn phải nằm sau ngày LDs đạt trần. Ngay cả khi kéo dài đến tuần 22, LDs đã cạn ở tuần 20; dự án vẫn cần tiền cho hai tuần tiếp theo và cần phương án hoàn thành. Ngược lại, chấm dứt sớm có thể là lựa chọn hợp lý khi dự án không còn khả thi. Cần mô hình hóa đồng thời thời gian sửa chữa, tiền dự phòng, hỗ trợ hoàn thành và giá trị của hợp đồng còn lại.

Các mốc gia hạn giữa hợp đồng xây dựng và hợp đồng đầu ra cũng không tự trùng nhau. Một sự kiện giúp nhà thầu được gia hạn có thể không giúp dự án được gia hạn đối với khách hàng. Khoảng chênh lệch phải có người chịu, hoặc phải được giảm bằng sửa hợp đồng, tăng dự phòng hay điều chỉnh tài trợ.

8. Công suất, chấm dứt và khả năng thực nhận

Chậm hoàn thành và thiếu công suất là hai vấn đề khác nhau. Một khoản trả một lần có thể bù một phần giá trị hiện tại của dòng tiền bị mất do công suất thấp, nhưng không tự làm cho kỳ trả nợ tiếp theo được đáp ứng. Cần biết tiền bồi thường dùng để sửa chữa, trả nợ trước hạn hay được giữ trong tài khoản riêng.

Khoản thanh toán khi chấm dứt cũng cần được kiểm tra theo từng nguyên nhân. Số nợ còn lại là mối quan tâm của bên cho vay, nhưng không tự trở thành nghĩa vụ của mọi bên đối tác. Cơ sở kinh tế của khoản thanh toán có thể khác nhau tùy bên vi phạm, phần công việc đã nhận, giá trị tài sản và rủi ro mỗi bên đã chấp nhận.

LLCR không đo tính hợp lệ hoặc khả năng thực hiện của một điều khoản bồi thường. Giá trị hiện tại của CFADS theo lãi suất vay cũng không tự bằng thiệt hại của một bên khi hợp đồng chấm dứt. Phân tích thiệt hại kinh tế có thể cần xét chi phí tránh được, phương án thay thế, nghĩa vụ giảm tổn thất và tỷ lệ chiết khấu phù hợp với dòng tiền đang đo.

Khả năng thu tiền còn phụ thuộc người phải trả. Quyền đòi 4 triệu từ nhà thầu đang thiếu thanh khoản khác với tiền đã nằm trong tài khoản dự phòng. Bảo hiểm cũng có phạm vi bảo hiểm, mức tự chịu, thời gian chờ và điều kiện hồ sơ. Khi lập kịch bản, cần thể hiện cả số tiền lẫn thời điểm có thể nhận tiền.

9. Thứ tự sử dụng tiền và điều kiện phân phối

Thứ tự sử dụng dòng tiền (*cash waterfall*) quy định tiền thu được dùng cho các mục đích theo thứ tự đã thỏa thuận. Một cấu trúc có thể ưu tiên chi phí cần thiết để hoạt động, nghĩa vụ trả nợ, bổ sung các tài khoản dự phòng và trả nợ bổ sung trước khi cho phép phân phối. Thứ tự cụ thể cần được đọc trong tài liệu, không suy ra từ tên tài khoản.

Tài khoản dự phòng trả nợ giúp xử lý chênh lệch thời gian hoặc gián đoạn tạm thời. Quy mô có thể dựa trên một số kỳ nghĩa vụ trả nợ dự kiến, nhưng không có số tháng bắt buộc chung. Cần kiểm tra việc điều chỉnh mức dự phòng khi lịch nợ thay đổi, thời điểm được rút và nghĩa vụ bổ sung sau khi sử dụng.

Điều kiện phân phối có thể kết hợp tỷ lệ lịch sử, tỷ lệ dự báo, trạng thái vi phạm và mức dự phòng. Tiền bị giữ lại vẫn thuộc cấu trúc dự án nhưng chưa thể chuyển cho chủ sở hữu theo cơ chế đã thống nhất. Khi định giá hoặc tính nợ ròng, phải tránh vừa coi toàn bộ tiền ấy là tự do sử dụng, vừa bỏ qua nghĩa vụ mà nó đang bảo vệ.

Hỗ trợ hoàn thành cần có điều kiện kết thúc riêng đủ rõ. “Hoàn thành” có thể bao gồm hoàn tất xây dựng, đạt thử nghiệm công suất, có quyền vận hành và đủ

nguồn tiền cho chi phí còn lại. Nếu các bên muốn giải phóng bảo lãnh khi đạt một mốc cụ thể, mốc ấy cần khớp với rủi ro mà bảo lãnh được thiết kế để hỗ trợ.

■ Từ mô hình đến điều khoản

Một cách rà soát hiệu quả là chọn các dòng quyết định khả năng trả nợ, rồi lần ngược về hợp đồng: doanh thu dựa vào điều khoản nào, chi phí do ai chịu, ngày vận hành được chứng minh thế nào, dòng tiền thiếu được bù bằng nguồn nào. Sau đó, chạy ít nhất một tình huống chậm tiến độ và một tình huống vận hành kém để xem các quyền phát sinh có phù hợp với dòng tiền hay không.

Phân tích kinh tế dự án có giá trị khi nó làm rõ khoảng trống giữa các hợp đồng. Tỷ lệ đẹp trong kịch bản cơ sở chỉ là điểm khởi đầu. Hồ sơ cần cho thấy dự án sẽ tiếp tục hoạt động, được cấp thêm vốn, bị hạn chế phân phối hay phải điều chỉnh ra sao khi điều kiện thực tế khác kế hoạch.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

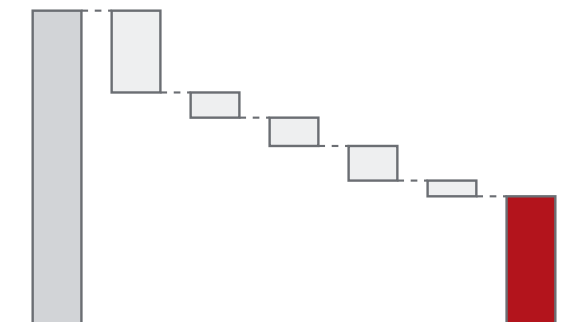
- **World Bank, *Project Finance – Key Concepts***: đối chiếu nguồn trả nợ dự án và phạm vi truy đòi chủ sở hữu.
ppp.worldbank.org/financing/project-finance-concepts
- **World Bank, *Key Issues in Developing Project Financed Transactions***: đối chiếu sự khác nhau giữa DSCR theo kỳ và LLCR theo thời hạn khoản vay.
ppp.worldbank.org/financing/issues-in-project-financed-transactions
- **World Bank, *Construction Contracts Checklist***: đọc thêm về quan hệ giữa tiến độ, công suất, mức trần và phân bổ rủi ro xây dựng.
ppp.worldbank.org/ppp-overview/practical-tools/checklists-risk-matrices/construction-contracts-checklist

VI

Khuyến khích hành vi và phân phối tiền

Cơ chế khuyến khích phân bổ giá trị và định hướng hành vi ra sao, và khi nào tiền có thể rời khỏi doanh nghiệp một cách hợp lệ và thận trọng.

- 17 Cơ chế khuyến khích
- 18 Phân phối cho chủ sở hữu



17

Cơ chế khuyến khích

Quyền lợi nào thực sự tạo động lực?

Trong chương này

1. Trước khi chọn công cụ, xác định hành vi muốn khuyến khích	141	6. Ratchet: điều chỉnh phần hưởng khi đạt ngưỡng	146
2. Những công cụ thường gặp	142	7. Quyền lợi hấp dẫn trên giấy có thể tạo rủi ro thanh khoản	146
3. Vì sao một tỷ lệ nhỏ có thể tạo suất sinh lời lớn?	143	8. Kiểm tra những động lực ngoài dự kiến	147
4. Điều kiện tích lũy quyền lợi	144	Một cách đọc chương trình từ đầu đến cuối	147
5. Phân loại người rời đi quyết định giá trị	145		

Một lời hứa “được hưởng 5%” chưa cho biết người nhận sẽ có bao nhiêu tiền. Cần biết đó là 5% của loại cổ phần nào, sau những khoản ưu tiên nào, tại thời điểm nào và với những điều kiện gì. Khi quyền lợi phụ thuộc vào việc tiếp tục làm việc hoặc đạt mục tiêu, giá trị kinh tế còn chịu ảnh hưởng của cách đo kết quả và quyền quyết định ai đã đáp ứng điều kiện.

Đối với luật sư, cơ chế khuyến khích là nơi ba lớp nội dung gặp nhau: mục tiêu quản trị, công thức tài chính và quyền hợp đồng. Nếu một lớp không rõ, cơ chế có thể trả tiền cho hành vi mà doanh nghiệp không muốn khuyến khích, hoặc không trả cho người đã tạo ra kết quả mà các bên dự kiến tưởng thưởng.

1. Trước khi chọn công cụ, xác định hành vi muốn khuyến khích

Chủ sở hữu và người quản lý không có thông tin, thời gian đầu tư và mức chịu rủi ro giống nhau. Người quản lý có thể ưu tiên kết quả gần, sự ổn định công việc hoặc quy mô bộ phận. Chủ sở hữu có thể ưu tiên giá trị khi bán, tiền phân phối

hoặc khả năng tăng trưởng dài hạn. Cơ chế khuyến khích tìm cách đưa một phần lợi ích của hai bên về cùng hướng.

Tuy nhiên, việc gắn lương thưởng với cổ phần không tự tạo ra sự đồng nhất lợi ích. Người quản lý có thể có phần lớn tài sản cá nhân và thu nhập gắn với một doanh nghiệp, còn quỹ đầu tư phân tán vốn qua nhiều khoản đầu tư. Cùng một tỷ lệ sở hữu có thể dẫn đến mức sẵn sàng chấp nhận rủi ro rất khác nhau.

Vì thế, nên mô tả mục tiêu trước khi chọn chỉ tiêu: giữ người, cải thiện dòng tiền, hoàn thành một dự án, tạo tăng trưởng có lợi nhuận hay tăng giá trị bán doanh nghiệp. Mỗi mục tiêu đòi hỏi cách đo và thời hạn riêng. Một khoản thưởng doanh thu có thể khuyến khích bán hàng với biên lợi nhuận thấp; một khoản thưởng EBITDA có thể không phản ánh tiền bị giữ trong khoản phải thu; một khoản thưởng theo giá bán có thể chịu ảnh hưởng lớn của thị trường ngoài khả năng kiểm soát của người quản lý.

Không cần tìm một chỉ tiêu hoàn hảo cho mọi mục tiêu. Cần nhìn thấy những gì chỉ tiêu không đo và quyết định có cần điều kiện bổ sung hay không. Thêm quá nhiều chỉ tiêu cũng có chi phí: người nhận khó hiểu cách tính, quyền tùy nghi tăng và việc kiểm chứng trở nên phức tạp.

2. Những công cụ thưởng gắ

Các công cụ khuyến khích có thể tạo quyền sở hữu hiện tại, quyền mua trong tương lai hoặc chỉ quyền nhận tiền. Sự khác nhau này ảnh hưởng quyền biểu quyết, nguồn thanh toán, rủi ro mất vốn và thủ tục thực hiện.

Công cụ	Nội dung kinh tế chính	Điểm cần làm rõ
Quyền chọn cổ phần	Quyền mua cổ phần với giá xác định trong một thời hạn	Giá thực hiện, thời hạn, điều kiện được thực hiện, nguồn cổ phần
Cổ phần có điều kiện	Cổ phần đã cấp nhưng một phần quyền còn phụ thuộc điều kiện	Quyền hiện tại, điều kiện thu hồi hoặc chuyển nhượng bắt buộc
Cổ phần tăng trưởng	Tham gia phần giá trị vượt một ngưỡng	Ngưỡng, cách điều chỉnh ngưỡng, thứ tự phân phối
Cổ phần khuyến khích trong cấu trúc có quyền ưu tiên	Nhận phần giá trị còn lại sau các công cụ được ưu tiên	Quyền ưu tiên phía trước, tỷ lệ trong phần còn lại
Quyền hưởng tiền theo giá trị cổ phần	Khoản phải trả bằng tiền theo một công thức	Người phải trả, thời điểm, cách định giá, nguồn tiền

Quyền chọn (option) không phải cổ phần đã sở hữu. Nếu giá thực hiện là 10 đơn vị mỗi cổ phần và giá trị có thể thực nhận khi bán là 16, chênh lệch gộp là 6. Người nhận còn cần đáp ứng điều kiện, thực hiện quyền đúng hạn và có cơ chế thanh toán giá mua. Nếu cổ phần không có khả năng bán, giá trị trên giấy chưa tạo thành khoản.

Quyền hưởng tiền theo cổ phần (phantom equity) không nhất thiết làm người nhận trở thành cổ đông. Nó có thể tránh việc bổ sung chủ sở hữu mới, nhưng tạo nghĩa vụ tiền mặt cho bên cam kết trả. Nếu khoản thưởng đến hạn khi doanh nghiệp được bán, khoản phải trả phải xuất hiện trong mô hình giá, phân bổ tiền và hồ sơ giao dịch.

Cần phân biệt khoản đầu tư thực sự của người quản lý với phần thưởng bổ sung. Một người vừa mua cùng gói công cụ với nhà đầu tư, vừa được tham gia chương trình khuyến khích, có thể có hai tập hợp quyền khác nhau. Không nên để một định nghĩa chung về “chứng khoán của người quản lý” vô tình đưa toàn bộ khoản đầu tư vào điều kiện thu hồi của phần thưởng.

■ 3. Vì sao một tỷ lệ nhỏ có thể tạo suất sinh lời lớn?

Trong một số cấu trúc đầu tư, nhà đầu tư chính mua cả công cụ được ưu tiên và cổ phần thông thường. Người quản lý mua một phần nhỏ cổ phần thông thường mà không mua cùng tỷ lệ công cụ ưu tiên. Phần khuyến khích này thường được gọi là **sweet equity**. Tính hấp dẫn nằm trong cấu trúc phân phối, không thể kết luận chỉ từ giá danh nghĩa mỗi cổ phần.

Ví dụ giả định dùng đơn vị triệu. Nhà đầu tư bỏ 90: trong đó 80 mua công cụ có số tiền ưu tiên phải hoàn trả là 100 tại ngày bán, và 10 mua 90% cổ phần thông thường. Người quản lý bỏ 1 để mua 10% cổ phần thông thường. Để đơn giản, bỏ qua các chi phí, thuế và quyền điều chỉnh khác; số tiền sau nợ bên ngoài được phân phối theo đúng thứ tự giả định này.

Tiền sẵn có để phân phối	Công cụ ưu tiên nhận	Phần còn lại	Người quản lý nhận 10% phần còn lại	Nhà đầu tư nhận tổng cộng
80	80	0	0	80
100	100	0	0	100
160	100	60	6	154
220	100	120	12	208

Ở mức 160, người quản lý nhận 6 trên vốn bỏ ra 1, tức bội số 6,00×. Nhà đầu tư nhận 154 trên vốn bỏ ra 90, tức khoảng 1,71×. Nhưng ở mức 100 hoặc thấp hơn, cổ phần thông thường không nhận gì. Khả năng tăng mạnh gắn với vị trí chịu tổn thất trước trong phần giá trị còn lại.

Tỷ lệ phần trăm của cổ phần thông thường vì vậy khác tỷ lệ của toàn bộ tiền phân phối. Trong dòng 160, 10% cổ phần thông thường chỉ nhận 6/160, tức 3,75% tổng tiền. Khi tư vấn, nên trình bày bảng phân phối ở nhiều mức giá trị thay vì chỉ trình bày tỷ lệ sở hữu.

Một thước đo đôi khi được sử dụng là **tỷ lệ so sánh mức đầu tư cho cùng tỷ lệ cổ phần thông thường** (*envy ratio*). Cách tính phải nói rõ có bao gồm công cụ ưu tiên và khoản tái đầu tư của người quản lý không. Đây là mô tả cấu trúc vốn, không phải chứng nhận rằng chương trình công bằng hoặc người quản lý chắc chắn có lợi hơn.

Nếu dùng toàn bộ vốn đầu tư của mỗi bên trong ví dụ, tỷ lệ này là $(90 / 90\%) / (1 / 10\%) = 10$ lần. Nhưng 90 của nhà đầu tư bao gồm cả 80 dành cho công cụ ưu tiên; người quản lý không mua quyền tương tự. Nếu chỉ so tiền trực tiếp mua cổ phần thông thường, tỷ lệ lại là $(10 / 90\%) / (1 / 10\%) \approx 1,11$ lần. Sự khác biệt cho thấy phải nêu cơ sở của *envy ratio*, và không dùng một tỷ lệ trên tổng vốn để kết luận về giá của hai công cụ có cùng quyền.

4. Điều kiện tích lũy quyền lợi

Vesting là cơ chế xác định khi nào quyền lợi không còn phụ thuộc một số điều kiện đã đặt ra. Điều kiện có thể là thời gian làm việc, kết quả kinh doanh, một giao dịch bán hoặc sự kết hợp giữa chúng. Từ “đã vest” cần được đọc cùng quyền chuyển nhượng, giá mua lại và những điều kiện còn tiếp tục áp dụng.

Với lịch tích lũy đều trong bốn năm, người tham gia có thể được ghi nhận 25% sau mỗi năm. Nếu có một năm chờ ban đầu, thường gọi là *cliff*, người rời đi trước mốc đó có thể chưa tích lũy phần nào. Hai cơ chế có cùng tỷ lệ tại cuối năm thứ tư nhưng rất khác đối với người rời đi giữa kỳ.

Cần phân biệt **tích lũy quyền giữ tài sản** với **tích lũy quyền hưởng giá trị**. Trong cách thứ nhất, người rời đi có thể giữ phần đã đạt điều kiện và chuyển lại phần còn lại. Trong cách thứ hai, toàn bộ cổ phần có thể phải chuyển, nhưng phần đã đạt điều kiện được mua theo giá trị xác định, còn phần chưa đạt điều kiện theo một mức giá khác. Phân biệt này được ghi nhận trong tài liệu thực tiễn về chương trình cổ phần quản lý. *Travers Smith, Equity Trends*.

Giả định có 100.000 cổ phần, giá đầu tư 1 đơn vị mỗi cổ phần và giá trị theo phương pháp đã thỏa thuận là 8. Nếu 50% đã tích lũy và cơ chế giá yêu cầu mua 50.000 cổ phần theo giá 8, phần còn lại theo giá 1, tổng thanh toán là 450.000. Đây

không phải kết quả của việc “giữ 50% cổ phần”: người nhận có thể đã bán toàn bộ và không còn tham gia giá trị tăng thêm sau đó.

Ngày xác định chấm dứt tham gia có thể là ngày thông báo, ngày ngừng làm việc hoặc ngày kết thúc quan hệ theo hợp đồng. Cần chọn rõ, đặc biệt khi một mốc vesting hoặc giao dịch bán diễn ra gần ngày ấy. Cũng cần xác định ảnh hưởng của thời gian nghỉ, thay đổi vai trò hoặc chuyển sang công ty khác trong nhóm.

■ 5. Phân loại người rời đi quyết định giá trị

Các nhãn **good leaver**, **bad leaver** hoặc nhóm trung gian mô tả những trường hợp rời đi mà chương trình xử lý khác nhau. Chúng không có nội dung thống nhất cho mọi chương trình. Người đọc phải bắt đầu từ danh sách sự kiện và hậu quả trong hồ sơ cụ thể.

Một cấu trúc có thể dành giá trị thị trường cho trường hợp rời đi được chấp nhận; cho phần đã vest giá trị thị trường và phần chưa vest giá gốc; hoặc áp dụng mức thấp hơn giữa giá gốc và giá trị thị trường đối với trường hợp vi phạm đã định nghĩa. Đây là các lựa chọn phân bổ rủi ro, không phải thứ tự bắt buộc.

Những từ như “không đạt yêu cầu”, “hành vi bất lợi” hoặc “không còn đóng góp” cần được xem xét thận trọng. Nếu chúng quyết định việc chuyển một quyền lợi có giá trị lớn với giá thấp, hợp đồng nên cho biết tiêu chí, khoảng thời gian đo, bằng chứng, người quyết định và cơ hội giải trình hoặc khắc phục nếu có.

Không phải mọi mục tiêu không đạt đều chứng minh người quản lý không hoàn thành trách nhiệm. Thị trường, nguồn lực và quyết định của chủ sở hữu có thể ảnh hưởng kết quả. Một chỉ tiêu được hội đồng thay đổi sau khi kỳ đánh giá bắt đầu cũng đặt ra vấn đề khác với chỉ tiêu đã được xác định trước. Luật sư cần giúp các bên lựa chọn cách phân bổ những yếu tố này một cách có ý thức.

Quyền phân loại và quyền định giá nên được phân biệt. Một chuyên gia định giá không đương nhiên có nhiệm vụ quyết định lý do chấm dứt quan hệ. Ngược lại, người quyết định phân loại không nhất thiết có chuyên môn xác định giá trị cổ phần. Quy trình giải quyết bất đồng cần giao đúng câu hỏi cho đúng người.

Giá trị theo hợp đồng còn phụ thuộc ngày định giá, phạm vi doanh nghiệp, việc áp dụng chiết khấu và cách xử lý một giao dịch bán đang được đàm phán. Cụm từ “giá trị hợp lý” không tự giải quyết các lựa chọn này. Tài liệu cần nói rõ người nhận có còn tham gia phần tăng giá sau ngày rời đi hay chỉ nhận giá trị tại ngày đó.

6. Ratchet: điều chỉnh phần hưởng khi đạt ngưỡng

Ratchet trong chương trình khuyến khích là cơ chế tăng phần giá trị được hưởng khi đạt một hoặc nhiều ngưỡng. Ngưỡng có thể dựa vào bội số tiền đầu tư thu về, tỷ suất hoàn vốn nội bộ hoặc kết quả hoạt động. Cần xác định người có kết quả được đo, dòng tiền bao gồm, thời điểm và cách phân phối khi ngưỡng đạt.

Hai cách thiết kế có tác động rất khác. Cơ chế theo **phần vượt ngưỡng** chỉ áp dụng tỷ lệ tăng thêm cho phần giá trị vượt mốc. Cơ chế **bật toàn bộ khi đạt ngưỡng** áp dụng tỷ lệ mới cho cả phần giá trị được xác định. Cách thứ hai tạo bước nhảy: chênh lệch rất nhỏ trong đầu vào có thể dẫn tới thay đổi lớn về thanh toán.

Giả định một quỹ phân phối 30 triệu cho cổ phần thông thường. Người quản lý được 10%, tức 3 triệu. Nếu ratchet tăng lên 15% của toàn bộ quỹ, phần hưởng thành 4,5 triệu. Nếu thay vào đó chỉ tăng thêm 5% đối với phần vượt mốc 20 triệu, phần bổ sung là 0,5 triệu và tổng là 3,5 triệu. Hai cách đều có thể được lựa chọn, nhưng không thể diễn đạt chung bằng “tăng thêm 5% khi vượt 20 triệu”.

Vòng lặp xuất hiện nếu điều kiện dựa trên số tiền nhà đầu tư nhận **sau chính khoản thưởng đang tính**. Giả định nhà đầu tư đầu tư 40 triệu, dự kiến nhận 82 triệu trước khoản thưởng bổ sung, và chỉ thưởng 4 triệu nếu bội số sau thưởng ít nhất 2,00×. Không thưởng thì bội số là 2,05×, dường như phải thưởng; thưởng thì còn $78/40 = 1,95\times$, dường như không được thưởng. Một điều kiện nhị phân như vậy không có kết quả tự nhất quán.

Các bên có thể chọn đo trước thưởng, dùng tỷ lệ theo phần vượt, hoặc giới hạn khoản bổ sung để sau thưởng nhà đầu tư vẫn đạt ngưỡng. Trong ví dụ, mức bổ sung tối đa theo lựa chọn cuối là $82 - 2 \times 40 = 2$ triệu. Đây là thay đổi cơ chế kinh tế cần được chấp thuận rõ, không phải thao tác kỹ thuật mà người lập bảng tính tự lựa chọn.

Nếu có cả điều kiện MOIC và IRR, cần nói rõ phải đạt đồng thời hay chỉ một trong hai. MOIC đo bội số giá trị trên vốn, còn IRR phản ánh cả thời gian của dòng tiền. Đạt một chỉ tiêu không có nghĩa đạt chỉ tiêu kia. Mô hình thử nên bao gồm mức ngay dưới ngưỡng, đúng ngưỡng và ngay trên ngưỡng.

7. Quyền lợi hấp dẫn trên giấy có thể tạo rủi ro thanh khoản

Chương trình phải xác định ai trả tiền: doanh nghiệp, nhà đầu tư, bên mua cổ phần hay một đơn vị nắm giữ chương trình. Một quyền yêu cầu mua lại theo giá trị thị trường có thể tạo nhu cầu tiền mặt lớn trước khi doanh nghiệp được bán. Nếu trả bằng công cụ nợ hoặc trả chậm, người nhận chuyển từ rủi ro cổ phần sang rủi ro thu hồi khoản phải thu.

Các điều kiện hoãn trả cần có giới hạn, thời điểm xem xét lại và cách tính lãi nếu có. Một cam kết mua lại không có nguồn tiền và không có thời hạn rõ có giá trị khác xa một khoản thanh toán bằng tiền tại ngày chuyển nhượng. Người nhận cũng cần biết quyền bảo đảm, quyền thông tin và vị trí của mình trong thời gian chờ.

Tăng tốc vesting khi thay đổi quyền kiểm soát có thể phát sinh khoản thưởng lớn đúng ngày hoàn tất giao dịch. Khoản đó phải được đưa vào phân bổ giá và dòng tiền hoàn tất. Nếu vừa trừ như khoản nợ trong giá cổ phần, vừa bắt cổ đông trả riêng từ số tiền đã giảm, có thể xảy ra tính hai lần.

Việc cấp thêm cổ phần cho người thay thế cũng cần được mô hình hóa. Tái phân bổ cổ phần đã thu hồi và phát hành cổ phần mới có tác động pha loãng khác nhau. Giới hạn chương trình phải chỉ rõ mẫu số, cách tính quyền chưa thực hiện và việc điều chỉnh sau phát hành mới.

■ 8. Kiểm tra những động lực ngoài dự kiến

Một chương trình dựa vào doanh thu có thể khuyến khích kéo doanh số tương lai về hiện tại bằng chiết khấu mạnh. Dựa vào lợi nhuận ngắn hạn có thể khuyến khích trì hoãn bảo trì. Dựa vào IRR có thể khiến thanh toán sớm hấp dẫn hơn tổng tiền lớn hơn nhưng muộn hơn. Đây là những khả năng cần thử trong thiết kế, không phải kết luận rằng người tham gia sẽ hành động như vậy.

Khi phần giá trị còn lại dự kiến bằng không trong hầu hết kịch bản, chương trình có thể mất tác dụng giữ người. Việc điều chỉnh lại ngưỡng có thể phục hồi động lực nhưng làm thay đổi quyền lợi của các bên khác. Cần xác định thẩm quyền sửa đổi và đánh giá phân phối sau sửa đổi, thay vì chỉ thông báo một tỷ lệ mới.

Cơ chế giảm hoặc thu hồi thưởng có thể xử lý trường hợp kết quả bị điều chỉnh hoặc thông tin sai được phát hiện sau thanh toán. **Malus** thường nói đến giảm quyền lợi trước khi thanh toán hoặc hoàn tất; **clawback** nói đến thu hồi giá trị đã trả. Hồ sơ cần mô tả sự kiện, thời hạn, bằng chứng và cách tính lại, đồng thời xem xét khả năng thu hồi thực tế.

■ Một cách đọc chương trình từ đầu đến cuối

Hãy bắt đầu bằng mục tiêu hành vi, xác định công cụ, vẽ thứ tự phân phối rồi đặt các điều kiện thời gian và kết quả lên trên. Sau đó thử việc rời đi, thay đổi vai trò, phát hành thêm, bán doanh nghiệp và kết quả thấp hơn kế hoạch. Với mỗi trường hợp, cần tính được số tiền, biết ai quyết định và biết ai phải trả.

Một cơ chế khuyến khích có chất lượng phải đủ rõ để người tham gia hiểu điều gì tạo thêm giá trị cho mình. Sự rõ ràng ấy cũng giúp chủ sở hữu biết chính xác phần giá trị họ dành để khuyến khích hành vi mong muốn, và giới hạn mà họ đang chấp nhận.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **Travers Smith, *Equity Trends***: đối chiếu phân biệt vesting theo giá trị và quyền giữ cổ phần, cùng các dạng ratchet; không dùng các tỷ lệ khảo sát làm chuẩn chung.
privateequitymarketinsights.traverssmith.com/market-trends-2025/equity
- **KPMG, *Remuneration in Private Equity Portfolio Companies***: đọc thêm về mối liên hệ giữa cơ cấu vốn, chương trình quản lý và điều kiện rời đi.
assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/uk/pdf/2018/09/kpmg-remuneration-in-private-equity-backed-companies.pdf

18

Phân phối cho chủ sở hữu

Từ lợi nhuận đến tiền có thể chuyển đi

Trong chương này

1. Phân phối là việc chuyển giá trị, không chỉ là một nhãn kế toán	150	6. Tính tỷ lệ sau khi tiền đã rời doanh nghiệp	153
2. Bốn con số thường bị nhầm với nhau	150	7. Thanh khoản quyết định mức chi có thể chịu được	154
3. Khả năng phân phối phải được xác định tại đúng chủ thể	151	8. Các hình thức chuyển khác không làm rủi ro biến mất	155
4. Không có công thức chung lấy số nhỏ nhất trong cả chuỗi	152	9. Quyết định phân phối cần dựa vào dữ liệu cập nhật	155
5. Hợp đồng vay đặt thêm giới hạn chuyển giá trị	152	Kết nối với giao dịch bán doanh nghiệp	156

Lợi nhuận cao không đồng nghĩa doanh nghiệp có thể chuyển ngay một khoản tiền tương ứng cho chủ sở hữu. Tiền có thể chưa thu được, đang cần cho hoạt động, nằm ở một công ty khác hoặc chịu điều kiện của khoản vay. Ngay cả khi tiền nằm trong tài khoản và hợp đồng vay cho phép sử dụng, việc phân phối vẫn cần được xem xét trên cơ sở quyền của các bên và thẩm quyền quyết định.

Một phân tích tốt vì vậy trả lời đồng thời ba câu hỏi: việc chuyển giá trị có cơ sở thực hiện hay không; các hợp đồng liên quan cho phép đến đâu; và doanh nghiệp chịu được mức chi nào sau khi tính các nhu cầu còn lại. Không câu trả lời nào thay thế hai câu còn lại.

1. Phân phối là việc chuyển giá trị, không chỉ là một nhãn kế toán

Theo nghĩa kinh tế dùng trong chương này, **phân phối cho chủ sở hữu** là việc chuyển tiền hoặc tài sản từ doanh nghiệp cho người nắm vốn vì lợi ích gắn với khoản đầu tư của họ. Cổ tức là hình thức quen thuộc. Mua lại cổ phần, hoàn trả vốn hoặc chuyển tài sản cũng có thể làm giá trị rời doanh nghiệp theo cách tương tự về kinh tế, dù cách phân loại và cơ chế thực hiện không giống nhau.

Khoản trả cho chủ sở hữu trong vai trò chủ nợ, người cung cấp dịch vụ hoặc người bán tài sản cần được phân tích theo chính giao dịch đó. Không phải mọi khoản thanh toán cho cổ đông đều là cổ tức. Nhưng đổi tên khoản chi thành phí, khoản vay hoặc hoàn trả công nợ không tự giải quyết vấn đề về cơ sở thanh toán và giá trị mà doanh nghiệp nhận lại.

Điểm khởi đầu của luật sư là xác định tư cách của người nhận, đối tượng chuyển giao và nghĩa vụ làm căn cứ cho việc chuyển. Nếu trả phí quản lý, cần biết dịch vụ gì, do ai thực hiện và cách tính phí. Nếu cho công ty mẹ vay, cần biết thời hạn, khả năng trả và điều kiện thu hồi. Nếu mua lại cổ phần, cần biết nguồn tiền, đối tượng được mua và hệ quả đối với những người còn lại.

Cách tiếp cận theo bản chất kinh tế giúp nhận diện tác động chung đối với tiền và tài sản mà không giả định mọi hình thức có cùng hệ quả pháp lý. Hồ sơ phải xử lý từng hình thức theo đúng cấu trúc của nó.

2. Bốn con số thường bị nhầm với nhau

Lợi nhuận trong kỳ đo kết quả theo cơ sở kế toán của kỳ đó. **Lợi nhuận giữ lại** phản ánh phần kết quả tích lũy chưa được phân phối và các điều chỉnh liên quan. **Tiền hiện có** là số dư tiền tại một thời điểm. **Dòng tiền có thể dành cho chủ sở hữu** là kết quả phân tích nguồn tiền sau nhu cầu hoạt động, đầu tư và tài trợ được xác định.

Các con số này khác nhau cả về đơn vị thời gian lẫn cách đo. Một bên là dòng phát sinh trong năm; bên khác là số dư tích lũy hoặc số dư tại ngày báo cáo. Không thể lấy EBITDA của năm để suy ra mức cổ tức, cũng không thể lấy lợi nhuận giữ lại làm bằng chứng tiền đang có trong ngân hàng.

Giả định trong năm doanh nghiệp có EBITDA 20 triệu đơn vị tiền tệ. Lãi phải trả bằng tiền là 4 triệu, thuế thanh toán 2 triệu, đầu tư tài sản 6 triệu và nhu cầu vốn lưu động tăng thêm 5 triệu. Bỏ qua các khoản khác và giả định cách phân loại nhất quán, lượng tiền còn lại trước trả gốc là:

$20 - 4 - 2 - 6 - 5 = 3$ triệu.

Nếu còn phải trả gốc 2 triệu, chỉ 1 triệu còn lại từ dòng tiền của năm theo các giả định đó. Số này chưa trừ nhu cầu tăng dự phòng hoặc khoản đầu tư bổ sung đã cam kết. Ngược lại, doanh nghiệp có thể có tiền tích lũy từ trước, nên khoản thực chi trong năm không nhất thiết bị giới hạn bởi riêng 1 triệu.

Phân tích dòng tiền cho chủ sở hữu trong tài chính doanh nghiệp thường điều chỉnh lợi nhuận cho đầu tư, vốn lưu động và vay ròng. Nó giải thích vì sao tiền phân phối có thể khác lợi nhuận. Chỉ tiêu tài chính đó không tự xác lập quyền phân phối. *Aswath Damodaran, Free Cash Flow to Equity Discount Models.*

3. Khả năng phân phối phải được xác định tại đúng chủ thể

Một nhóm công ty được trình bày chung trên báo cáo hợp nhất không có nghĩa mọi đồng tiền trong nhóm đều có thể sử dụng như tiền của một tài khoản duy nhất. Công ty tạo doanh thu, công ty vay nợ và công ty có nghĩa vụ trả cho nhà đầu tư có thể là ba chủ thể khác nhau.

Mỗi khoản tiền muốn đi lên cần có một bước chuyển cụ thể: cổ tức, trả nợ nội bộ, khoản vay mới hoặc thanh toán theo một giao dịch có cơ sở khác. Mỗi bước có người chuyển, người nhận, điều kiện và thời điểm. Các chi phí, nghĩa vụ và giới hạn ở công ty trung gian có thể ảnh hưởng số tiền tiếp tục đi lên.

Khái niệm **nguồn có thể dùng để phân phối** không nên bị đồng nhất với một dòng lợi nhuận giữ lại duy nhất trên báo cáo. Việc xác định cần xét đúng báo cáo, sự điều chỉnh cần thiết, quyền của các loại vốn và cơ chế bảo toàn nguồn lực có liên quan. Chương này không đưa ra một công thức pháp lý chung áp dụng cho mọi công ty.

Tương tự, khả năng thanh toán trong tương lai là một vấn đề thực chất cần đánh giá, nhưng không thể thu gọn mọi quyết định thành hai phép thử luôn giống nhau. Hình thức chuyển giá trị, loại công ty, cơ cấu quyền và cơ sở thực hiện có thể làm thay đổi nội dung phân tích. Điều có thể áp dụng rộng là phải xác định công ty nào thực hiện giao dịch và tình trạng của chính công ty đó sau giao dịch.

Một khoản tiền nhận từ công ty con có thể làm thay đổi vị thế của công ty mẹ. Nhưng số tiền nhận, thời điểm ghi nhận và ảnh hưởng đến cơ sở phân phối tiếp theo phải được kiểm tra; không phải cứ nhận tiền là tự động có cùng số tiền được phép phân phối tiếp. Khoản nhận cũng có thể đi cùng nghĩa vụ, chi phí hoặc điều chỉnh giá trị khoản đầu tư.

4. Không có công thức chung lấy số nhỏ nhất trong cả chuỗi

Có thể dùng một bảng theo từng công ty để kiểm tra đường đi của tiền. Tuy nhiên, lấy số nhỏ nhất của các số dư đầu kỳ trong chuỗi chỉ trả lời một kịch bản tĩnh với những giả định cụ thể. Nó bỏ qua việc bước chuyển trước có thể thay đổi dữ liệu của bước chuyển sau.

Ví dụ giả định: một công ty hoạt động dự kiến chuyển 6 triệu lên công ty nắm giữ trực tiếp. Công ty nắm giữ hiện có 2 triệu tiền, phải dành 1 triệu cho các nghĩa vụ của mình và dự kiến chuyển tiếp lên chủ sở hữu cuối cùng. Nếu chỉ xét tiền, sau khi nhận 6 triệu, công ty nắm giữ có 8 triệu và còn 7 triệu sau khoản dành lại 1 triệu. Khả năng thanh khoản này không bằng số dư 2 triệu ban đầu.

Nhưng không thể từ đó kết luận 7 triệu đều có thể phân phối. Cần kiểm tra cơ sở của khoản nhận, các điều kiện áp dụng cho công ty nắm giữ, tài liệu tài trợ và quyết định có thẩm quyền. Ngược lại, nếu 6 triệu nhận được là tiền vay phải trả ngắn hạn, việc coi nó như nguồn dư thừa để phân phối có thể che khuất nghĩa vụ tương lai.

Một bảng hữu ích nên thể hiện dữ liệu trước và sau từng bước:

Nội dung	Công ty chuyển	Công ty nhận
Cơ sở giao dịch	Loại khoản trả và nghĩa vụ liên quan	Tư cách nhận và quyền đối với khoản nhận
Dòng tiền	Ngày chi, số chi, tiền còn lại	Ngày thu, số thu ròng, nghĩa vụ sử dụng
Thông tin tài chính	Dữ liệu hiện tại và điều chỉnh cần thiết	Ảnh hưởng của khoản nhận và chi phí ở công ty nhận
Hợp đồng	Điều kiện, hạn mức, sự chấp thuận	Hạn chế đối với việc chuyển tiếp
Quyết định	Chủ thể quyết định và căn cứ	Quyết định riêng cho bước tiếp theo

Cách lập bảng này buộc người rà soát trình bày các giả định thay vì để một phép lấy số nhỏ nhất tạo cảm giác chắc chắn không có cơ sở.

5. Hợp đồng vay đặt thêm giới hạn chuyển giá trị

Cam kết hạn chế phân phối hoặc **hạn chế thanh toán cho chủ sở hữu** (*restricted payments covenant*) nhằm kiểm soát việc giá trị rời phạm vi mà bên cho vay dựa vào để thu nợ. Phạm vi có thể bao gồm cổ tức, mua lại vốn, trả một số khoản nợ của cổ đông và các giao dịch tương tự được định nghĩa.

Hợp đồng có thể cho phép một mức cố định, một mức tăng theo kết quả tích lũy hoặc khoản thanh toán nếu đáp ứng tỷ lệ tài chính. Các mức cho phép này thường được gọi là **basket**, tức hạn mức ngoại lệ trong một cam kết hạn chế. Chúng không nhất thiết là tiền được để riêng trong tài khoản.

Một basket còn 5 triệu chỉ nói rằng một điều kiện hợp đồng có thể cho phép chi trong phạm vi đó. Doanh nghiệp vẫn cần tiền, cơ sở thực hiện và phải đáp ứng những điều kiện đi kèm. Có basket yêu cầu không tồn tại vi phạm; có basket yêu cầu tỷ lệ sau thanh toán không vượt giới hạn; có basket dùng chung cho nhiều loại giao dịch.

Khi tính lượng đã sử dụng, cần làm rõ kỳ cộng dồn, khoản được hoàn nhập, việc lựa chọn basket và khả năng phân loại lại. Một khoản đã sử dụng một basket không nên được tính như chưa sử dụng chỉ vì được trình bày lại dưới tên khác. Cách tính theo hợp đồng có thể phức tạp hơn phần tóm tắt trong bản điều kiện chính.

Phạm vi nhóm công ty cũng quan trọng. Hợp đồng có thể cho phép chuyển tiền giữa các công ty nằm trong cùng phạm vi bị ràng buộc nhưng hạn chế chuyển ra ngoài. “Giao dịch nội bộ” không tự có nghĩa “không ảnh hưởng bên cho vay”: việc chuyển tài sản đến một chủ thể không bảo lãnh hoặc không cung cấp bảo đảm có thể làm thay đổi nguồn thu hồi.

■ 6. Tính tỷ lệ sau khi tiền đã rời doanh nghiệp

Phân phối bằng tiền thường làm tăng nợ ròng nếu tiền đó trước đây được khấu trừ đầy đủ khi tính nợ ròng và không có thay đổi khác. Sử dụng tiền mặt làm tiền giảm; vay thêm rồi trả cho cổ đông làm nợ tăng. Trong cả hai trường hợp, tác động đơn giản có thể là nợ ròng tăng bằng khoản phân phối.

Giả định nợ ròng ban đầu 40 triệu, EBITDA theo định nghĩa hợp đồng 16 triệu và giới hạn tỷ lệ 3,00×. Khoản phân phối dự kiến 4 triệu được phép trong một basket giả định, nhưng vẫn phải kiểm tra tác động sau chi:

Tỷ lệ trước chi = $40 / 16 = 2,50\times$.

Tỷ lệ sau chi = $(40 + 4) / 16 = 2,75\times$.

Khoảng tăng nợ ròng tối đa theo riêng phép thử này là $3 \times 16 - 40 = 8$ triệu. Con số 8 không phải quyền phân phối. Nó chỉ là lượng tăng nợ ròng đưa tỷ lệ chạm 3,00× nếu EBITDA và mọi giả định khác giữ nguyên.

Sau khoản chi 4 triệu, EBITDA tối thiểu để đạt 3,00× là $44/3 \approx 14,67$ triệu. So với EBITDA 16 triệu, mức giảm có thể chịu theo phép tính tĩnh là khoảng 8,33%.

Trước khi chi, mức đó là 16,67%. Khoản phân phối đã làm giảm vùng đệm dù chưa vi phạm tỷ lệ tại ngày tính.

Phép tính tính không cho thấy toàn bộ rủi ro. Nếu EBITDA giảm, dòng tiền trả nợ cũng có thể giảm và nợ ròng tương lai cao hơn kế hoạch. Cần kết hợp tình huống phân phối với kịch bản kinh doanh xấu đi, thay vì chỉ thay một con số tại ngày chi.

Nếu tiền dùng để phân phối vốn không được khấu trừ khi tính nợ ròng, hoặc hợp đồng đặt trần khấu trừ tiền, tác động có thể khác công thức giản lược trên. Định nghĩa nợ ròng cần được kiểm tra trước khi tính, không phải sau khi đã trình kết quả.

■ 7. Thanh khoản quyết định mức chi có thể chịu được

Doanh nghiệp cần trả các nghĩa vụ vào đúng ngày, không chỉ duy trì số dư dương cuối năm. Dự báo dòng tiền nên bao quát chu kỳ hoạt động phù hợp, các kỳ trả nợ, tiền thuế, đầu tư đã cam kết và biến động mùa vụ. Một dự báo ngắn hạn chi tiết có thể bổ sung cho kế hoạch năm, nhưng thời hạn cần theo rủi ro thực tế.

Giả định doanh nghiệp có 6 triệu tiền không bị hạn chế và 3 triệu hạn mức có thể rút sau khi kiểm tra điều kiện. Trong giai đoạn tới, kịch bản được xem xét dự kiến dòng tiền thuần ra 4 triệu trước phân phối. Ban quản lý muốn duy trì ít nhất 3 triệu nguồn thanh khoản. Nếu toàn bộ hạn mức 3 triệu thực sự còn khả dụng trong kỳ, khoản phân phối tối đa theo riêng các giả định thanh khoản là:

$$6 + 3 - 4 - 3 = 2 \text{ triệu.}$$

Nếu hạn mức không thể rút vì cơ sở cho vay giảm hoặc điều kiện rút vốn không đạt, phép tính trở thành $6 - 4 - 3 = -1$ triệu. Khi đó, ngay cả không phân phối cũng thiếu 1 triệu so với mức dự phòng đã đặt ra. Khoảng tín dụng chưa sử dụng trên danh nghĩa không phải lúc nào cũng là tiền có thể dựa vào.

Mức dự phòng 3 triệu trong ví dụ là giả định quản trị, không phải con số chung. Nó cần dựa vào độ biến động dòng tiền, khả năng tiếp cận vốn và chi phí của việc thiếu tiền. Đặt mức quá thấp làm doanh nghiệp dễ bị gián đoạn; đặt quá cao có thể giữ vốn không cần thiết. Luật sư giúp thể hiện cơ chế quyết định và giới hạn hợp đồng, còn lựa chọn thương mại cần có người chịu trách nhiệm rõ.

8. Các hình thức chuyển khác không làm rủi ro biến mất

Cho chủ sở hữu vay giữ lại một tài sản là khoản phải thu, nhưng chất lượng tài sản đó phụ thuộc khả năng và nghĩa vụ trả. Nếu người vay không có nguồn hoàn trả ngoài khoản phân phối tiếp theo từ chính doanh nghiệp cho vay, cần phân tích vòng tròn của nguồn tiền. Khoản phải thu lớn trên bảng cân đối không tự tạo thanh khoản.

Hoàn trả khoản vay của cổ đông có thể là thực hiện nghĩa vụ nợ, nhưng vẫn cần xét thứ tự thanh toán, thỏa thuận hạn chế và thời điểm đến hạn. Một khoản trả lãi hoặc gốc có thể thuộc phạm vi thanh toán bị hạn chế dù không mang nhãn cổ tức. Phải đọc định nghĩa thay vì chỉ dựa vào phân loại kế toán.

Phân phối tài sản không dùng tiền ngay, nhưng làm doanh nghiệp mất một nguồn lực. Cần hiểu giá trị chuyển đi, nghĩa vụ đi kèm, tác động tới dòng tiền tương lai và tài sản bảo đảm. Một tài sản có giá trị sổ sách thấp vẫn có thể tạo phần lớn lợi nhuận của doanh nghiệp.

Vay để phân phối làm tăng tiền tại thời điểm giải ngân rồi chuyển tiền đó cho chủ sở hữu. Nó không tự tạo lợi nhuận giữ lại hay cải thiện sức tạo tiền của hoạt động. Phân tích phải tính thêm lãi, lịch trả nợ và rủi ro tái tài trợ. Đối với nhà đầu tư, tiền nhận sớm ảnh hưởng suất sinh lời; đối với doanh nghiệp, nghĩa vụ tài trợ còn ở lại.

9. Quyết định phân phối cần dựa vào dữ liệu cập nhật

Một báo cáo tài chính đã hoàn tất có thể là điểm xuất phát quan trọng nhưng mang ngày đo trong quá khứ. Từ ngày đó đến ngày dự kiến trả tiền, doanh nghiệp có thể phát sinh tổn thất, nghĩa vụ mới, một khoản phải thu khó thu hoặc một nhu cầu đầu tư lớn. Hồ sơ quyết định cần xem xét những thay đổi có ý nghĩa này.

Bản trình phù hợp nên nêu khoản đề nghị, đường đi của tiền, cơ sở giao dịch, thông tin tài chính, điều kiện hợp đồng và dự báo sau thanh toán. Các giả định quan trọng cần được phân biệt với dữ liệu đã có. Nếu kết luận dựa vào việc một khoản thu lớn sẽ đến đúng hạn hoặc một hạn mức sẽ được gia hạn, phải thể hiện sự phụ thuộc đó.

Kiểm toán báo cáo tài chính không đồng nghĩa kiểm toán viên đã phê duyệt một khoản phân phối cụ thể vào một ngày sau đó. Ý kiến về báo cáo, nhận định về dự báo và quyết định chuyển tiền là các công việc khác nhau. Người quyết định cần biết chuyên gia nào đã xem vấn đề gì và những gì chưa được xem.

Một chính sách phân phối có thể tạo tính dự đoán cho nhà đầu tư bằng mục tiêu hoặc công thức. Nhưng nó nên xử lý trường hợp không đáp ứng điều kiện, nhu cầu vốn phát sinh và thẩm quyền xem xét lại. Cam kết chuyển một tỷ lệ cổ

định của lợi nhuận mà không xét dòng tiền và nghĩa vụ còn lại dễ tạo kỳ vọng vượt khả năng thực hiện.

■ Kết nối với giao dịch bán doanh nghiệp

Phân phối trước khi bán có thể ảnh hưởng giá cổ phần, nợ ròng, vốn lưu động và các cam kết về chuyển giá trị. Nếu giá được xác định từ một thời điểm trước hoàn tất, cần kiểm tra khoản chi có nằm trong các khoản được phép hay không, ai hưởng và cách phản ánh trong giá. Sự cho phép giữa người mua và người bán không tự thay thế cơ sở quyết định của công ty trả tiền.

Một bảng dòng tiền hoàn tất nên thể hiện riêng tiền công ty trả, tiền người mua trả và nghĩa vụ được tất toán. Sự tách biệt giúp tránh cộng tiền hai lần, bỏ sót một công ty trung gian hoặc giả định một số dư bị hạn chế có thể dùng ngay.

Khi kết thúc phân tích, luật sư nên có thể chỉ ra mức tiền dự kiến chuyển, điều kiện nào đang giới hạn nó và dữ liệu nào làm kết luận thay đổi. Lợi nhuận là điểm bắt đầu của cuộc thảo luận; quyết định phân phối cần thêm đường đi của tiền và trạng thái doanh nghiệp sau khi tiền đã đi.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

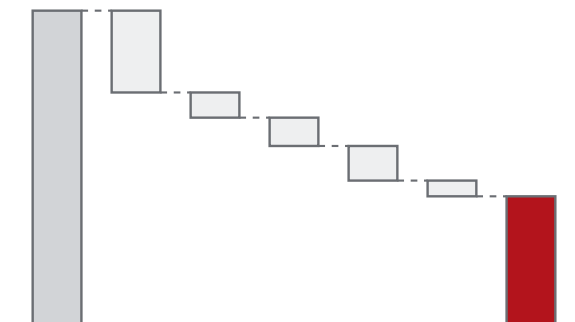
- **Aswath Damodaran, *Free Cash Flow to Equity Discount Models***: đối chiếu sự khác nhau giữa tiền dành cho vốn chủ sở hữu và tiền thực tế được trả.
pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch14.pdf
- **World Bank, *Key Issues in Developing Project Financed Transactions***: đối chiếu khả năng hạn chế phân phối trong cấu trúc tài trợ dự án.
ppp.worldbank.org/financing/issues-in-project-financed-transactions

VII

Vận dụng trong công việc pháp lý

Đọc mô hình tài chính, làm việc với chuyên gia tài chính, xác định phạm vi tư vấn và kiểm tra tính nhất quán của toàn bộ giao dịch.

-
- 19** Đọc mô hình tài chính
 - 20** Trao đổi với chuyên gia tài chính
 - 21** Phạm vi tư vấn và phối hợp chuyên môn
 - 22** Kiểm tra tính nhất quán của toàn bộ giao dịch



19

Đọc mô hình tài chính

Từ kết quả tính đến nghĩa vụ hợp đồng

Trong chương này

1. Mô hình là một tập hợp giả định có quan hệ với nhau	159	7. Phân biệt độ nhạy với kịch bản	163
2. Xác định đúng tệp trước khi xem con số	160	8. Thử những điểm mà công thức đổi cách hoạt động	164
3. Đọc theo những câu hỏi mà giao dịch cần trả lời	160	9. Rà soát mô hình và đối chiếu hợp đồng bổ sung cho nhau	164
4. Nguồn và sử dụng vốn: cân bằng số chưa đủ	161	10. Quản lý phiên bản cũng là quản lý thay đổi giao dịch	165
5. Đi từ EBITDA tới tiền và số dư nợ	162	Đọc đủ để hiểu quyết định	165
6. Đối chiếu định nghĩa, phạm vi và thời gian	162		

Một mô hình có thể tính đúng nhưng trả lời sai câu hỏi của giao dịch. Nó có thể sử dụng EBITDA khác với EBITDA trong hợp đồng vay, thù tỷ lệ theo năm trong khi nghĩa vụ được kiểm tra theo quý, hoặc chia tiền theo một giả định về quyền ưu tiên chưa được các bên thỏa thuận. Sai lệch này không nhất thiết hiện ra như một ô báo lỗi.

Luật sư cần đọc mô hình để hiểu những điểm mà con số trở thành giá, giới hạn, quyền hoặc nghĩa vụ. Công việc ấy có thể bắt đầu bằng một lần xem có trọng tâm, nhưng không có số phút hay số trang tính cố định bảo đảm đã rà soát đầy đủ. Phạm vi phải theo cấu trúc giao dịch, mức độ phụ thuộc vào mô hình và hậu quả của sai sót.

1. Mô hình là một tập hợp giả định có quan hệ với nhau

Mô hình tài chính là cách biểu diễn có cấu trúc mối quan hệ giữa dữ liệu đầu vào, phép tính và kết quả tài chính. Bảng tính là hình thức phổ biến, nhưng bản chất của mô hình nằm trong các mối quan hệ: sản lượng và giá tạo doanh thu;

doanh thu và chi phí tạo kết quả hoạt động; thu, chi và tài trợ làm thay đổi tiền; cấu trúc vốn quyết định ai nhận phần giá trị còn lại.

Ba lớp cần được nhận diện là **đầu vào**, **xử lý** và **đầu ra**. Đầu vào có thể là dữ liệu lịch sử, điều khoản đã ký hoặc giả định tương lai. Xử lý là công thức cùng quy ước thời gian, thuế, kế toán và tài trợ. Đầu ra gồm dòng tiền, nhu cầu vốn, tỷ lệ cam kết, giá trị và lợi ích của từng bên.

Một đầu ra không có ý nghĩa đầy đủ khi bị tách khỏi giả định. Con số “IRR 25%” cần người đầu tư, các khoản chi và thu, ngày phát sinh, phần giá trị chưa thực nhận và phương pháp tính. Con số “tỷ lệ nợ 3,0×” cần loại nợ, tiền được khấu trừ, EBITDA, phạm vi công ty và ngày kiểm tra.

Các tài liệu về thực hành mô hình nhấn mạnh cấu trúc rõ, thời gian nhất quán và khả năng lần theo phép tính. Màu ô là một phần quy ước trình bày; không có một màu duy nhất luôn có cùng nghĩa trong mọi tệp. Hãy đọc chú giải của mô hình trước khi suy luận từ hình thức. FAST Standard.

■ 2. Xác định đúng tệp trước khi xem con số

Một giao dịch có thể có mô hình của người bán, mô hình đầu tư của người mua, mô hình của bên cho vay và một bản dùng để giải thích cơ chế hợp đồng. Cùng được gọi là “kịch bản cơ sở” nhưng chúng có thể khác phạm vi và mục đích. Cần biết mình đang đọc bản nào, do ai lập và được dùng cho quyết định gì.

Thông tin đầu tiên nên ghi lại gồm tên tệp, phiên bản, ngày, người quản lý, trường hợp giả định đang được chọn và thời điểm dữ liệu được cập nhật. Nếu tệp dùng liên kết ngoài, cần biết những liên kết đó có còn hoạt động và có cùng phiên bản không. Một bản in đầu ra không đủ để kiểm tra logic hoặc biết đã sử dụng lựa chọn nào.

Tiếp theo, đọc trực thời gian, đơn vị tiền và quy ước dấu. Một bảng theo triệu và bảng theo nghìn có thể tạo sai số lớn nếu liên kết không điều chỉnh. Một dòng “chi phí” được trình bày số dương có thể được trừ trong công thức; dòng khác trình bày âm có thể được cộng. Cần hiểu quy ước trước khi tự cộng lại.

Các dòng kiểm tra nên được xem sớm. Chênh lệch nguồn và sử dụng vốn, tiền âm không được tài trợ hoặc tổng phân phối không khớp quỹ tiền là những tín hiệu quan trọng. Tuy nhiên, một mô hình không báo lỗi có thể vẫn dùng sai định nghĩa hoặc bỏ sót một nghĩa vụ. Dòng cảnh báo vi phạm tỷ lệ cũng khác dòng kiểm tra lỗi tính toán: mô hình có thể vận hành đúng và cho kết quả vi phạm.

■ 3. Đọc theo những câu hỏi mà giao dịch cần trả lời

Không cần đọc tuần tự mọi trang tính ngay từ đầu. Có thể bắt đầu từ các nhóm kết quả gần trực tiếp với hồ sơ, rồi lần về dữ liệu hỗ trợ. Bốn nhóm thường hữu ích là nguồn và sử dụng vốn; nợ và các phép thử; giá trị và suất sinh lời; thứ tự

phân phối. Giao dịch dự án còn cần chi tiết xây dựng, vận hành và tài khoản dự phòng.

Nhóm kết quả	Câu hỏi cần đặt	Tài liệu thường cần đối chiếu
Nguồn và sử dụng vốn	Tiền từ đâu, trả cho ai, thiếu hụt do ai cấp?	Giá mua, vốn cam kết, điều kiện vay, dòng tiền hoàn tất
Nợ và phép thử	Nợ và tỷ lệ được tính thế nào, vào ngày nào?	Định nghĩa, lịch trả nợ, cam kết tài chính
Giá trị và suất sinh lời	Giá trị nào, của ai, với dòng tiền và thời gian nào?	Cơ chế giá, quyền lợi nhà đầu tư, điều kiện thường
Thứ tự phân phối	Quỹ tiền được chia cho từng quyền thế nào?	Quyền của từng loại vốn và công cụ nợ

Các nhóm này là cửa vào, không phải giới hạn phạm vi. Nếu đầu ra phụ thuộc tỷ giá, tồn kho hoặc thời điểm khách hàng trả tiền, phải xem phần tương ứng. Nếu mô hình bỏ hẳn một giao dịch dự kiến, việc kiểm tra công thức hiện có không thể phát hiện số tiền bị thiếu trừ khi người đọc biết kế hoạch kinh doanh và hồ sơ giao dịch.

4. Nguồn và sử dụng vốn: cân bằng số chưa đủ

Giả định giá mua cổ phần là 70 triệu đơn vị tiền tệ, khoản nợ cũ phải tất toán 20 triệu, phí hoàn tất 3 triệu và tiền cần để lại cho hoạt động 2 triệu. Tổng sử dụng vốn là 95 triệu. Nếu vay mới 45 triệu và vốn nhà đầu tư 50 triệu, tổng nguồn vốn cũng là 95 triệu.

Phép cộng đúng không chứng minh giao dịch có đủ tiền vào ngày hoàn tất. Khoản vay có thể được giải ngân sau thời điểm phải trả người bán; một nguồn vốn có thể có điều kiện chưa đạt; phí có thể chưa được xác định đầy đủ. Bảng dòng tiền cần thể hiện cả số tiền, đồng tiền, ngày giá trị và trình tự giải ngân.

Cũng cần biết dòng nào tự tăng để cân bằng mô hình. Nếu giá mua tăng 5 triệu và ô “vốn chủ sở hữu” tự tăng thêm 5, mô hình đã giả định có người cấp số tiền đó. Nó chưa chứng minh nhà đầu tư đã cam kết cấp thêm. Một khoản tự bù chênh lệch, thường gọi là *plug*, có thể là cách trình bày nhu cầu vốn hữu ích, nhưng phải được nhận diện đúng là nhu cầu cần tài trợ.

Đừng cộng trùng giá trị doanh nghiệp với giá cổ phần và nợ đã được phản ánh trong phép chuyển đổi giá. Bảng nguồn và sử dụng vốn cần xuất phát từ cơ chế giá cụ thể: khoản nào trả cho cổ đông, khoản nào trả chủ nợ và khoản nào ở lại doanh nghiệp. Tên dòng chung như “giá giao dịch” thường cần được tách trước khi kiểm tra.

5. Đi từ EBITDA tới tiền và số dư nợ

EBITDA không phải dòng tiền. Để hiểu số nợ cuối kỳ, cần xem tiền lãi, thuế, đầu tư, vốn lưu động và những khoản thu chi khác. Nếu mô hình giả định dùng tiền còn lại để trả nợ, cần biết thứ tự thanh toán, mức tiền tối thiểu và giới hạn trả trước.

Ví dụ giản lược cho một năm: nợ đầu kỳ 40 triệu, không có tiền dư đầu kỳ, EBITDA 15 triệu; lãi 10% trên nợ đầu kỳ là 4 triệu; thuế trả 1 triệu; đầu tư 3 triệu; vốn lưu động tăng 1 triệu. Giả định không có khoản khác và toàn bộ phần còn lại được trả gốc:

Tiền còn lại sau lãi = $15 - 4 - 1 - 3 - 1 = 6$ triệu.

Nợ cuối kỳ = $40 - 6 = 34$ triệu.

Đây là cách mô hình hóa đã nêu rõ, không phải công thức chung cho mọi khoản vay. Khoản trả gốc bắt buộc, tiền dự phòng và hạn chế trả trước có thể tạo kết quả khác. Việc tính lãi trên số dư đầu kỳ cũng là giả định đơn giản; hồ sơ thực tế có thể dùng số dư theo ngày và nhiều mức lãi suất.

Không nên tính lãi trên nợ ròng chỉ vì một phép thử cam kết dùng nợ ròng. Tiền mặt không tự làm giảm tiền lãi của khoản vay, trừ khi cấu trúc tài trợ thực sự tạo cơ chế đó. Lãi vay và lãi thu từ tiền gửi có thể cần hai dòng riêng với cơ sở khác nhau.

Nếu lãi phụ thuộc nợ bình quân, nợ cuối kỳ phụ thuộc tiền còn lại sau lãi, có thể phát sinh vòng tính lặp. Vòng lặp không phải lúc nào cũng chứng minh mô hình sai, nhưng cách giải phải được kiểm soát và kiểm tra. Luật sư cần đặc biệt chú ý khi chính điều khoản hợp đồng tạo ra vòng lặp chưa xác định được kết quả duy nhất.

6. Đối chiếu định nghĩa, phạm vi và thời gian

Mỗi chỉ tiêu hợp đồng nên có một đường nối đến phép tính tương ứng. Một bảng đối chiếu có thể ghi thuật ngữ, tài liệu định nghĩa, dòng mô hình, dữ liệu nguồn và khác biệt còn mờ. Những khác biệt thường nằm ở điều chỉnh EBITDA, tiền bị hạn chế, nghĩa vụ giống nợ, công ty bị loại khỏi phạm vi và cách tính tại ngày kiểm tra.

Giả định mô hình dùng EBITDA 15 triệu, còn hợp đồng cho phép bổ sung một khoản điều chỉnh đủ điều kiện là 2 triệu. Tỷ lệ nợ 34 triệu trên EBITDA mô hình là 2,27×; trên EBITDA hợp đồng 17 triệu là 2,00×. Cả hai phép chia đều đúng về số học. Chúng trả lời hai câu hỏi khác nhau.

Người rà soát phải kiểm tra điều kiện để được bổ sung 2 triệu, mức trần, thời hạn và khả năng trùng với khoản đã có trong EBITDA. Không được đưa mọi khoản dự kiến vào chỉ vì có một dòng “điều chỉnh”. Cũng không được bỏ qua điều chỉnh đã thỏa thuận rồi kết luận hợp đồng không đáp ứng dự kiến thương mại.

Thời gian có thể quan trọng hơn chênh lệch số. Hợp đồng kiểm tra mỗi quý trên mười hai tháng gần nhất cần dữ liệu phù hợp từng ngày quý. Một mô hình năm không cho thấy điểm nợ cao nhất trong mùa vụ. Tỷ lệ dự báo còn phải khớp cách cập nhật giả định và khoảng thời gian nhìn về trước.

Trong mô hình mua bán, cùng một khoản nợ nội bộ có thể cần loại trừ ở cấp hợp nhất nhưng vẫn phải thanh toán ở cấp dòng tiền hoàn tất. Trong mô hình lợi ích nhà đầu tư, khoản tiền ở công ty con chưa chắc đã đến người nắm vốn. Phạm vi hợp nhất không thay thế sơ đồ chủ thể trả và nhận tiền.

7. Phân biệt độ nhạy với kịch bản

Phân tích độ nhạy thường thay một đầu vào trong khi giữ các yếu tố khác. **Kịch bản** thay một nhóm giả định có quan hệ với nhau. Cả hai hữu ích, nhưng việc giữ nguyên một biến cần được hiểu là giả định phân tích, không phải dự báo rằng biến đó sẽ không thay đổi.

Giả định nợ ròng 36 triệu, EBITDA 15 triệu và giới hạn tỷ lệ 3,00×. EBITDA tối thiểu theo phép thử tính là 12 triệu, tương ứng mức giảm 20%. Nếu EBITDA giảm 20% nhưng nợ ròng vẫn 36 triệu, tỷ lệ chạm đúng 3,00×.

Tuy nhiên, nếu EBITDA giảm 3 triệu đồng thời làm tiền trả nợ giảm 3 triệu so với kế hoạch, nợ ròng tại ngày kiểm tra có thể cao hơn, chẳng hạn thành 39 triệu trong một mô hình giả định bỏ qua các tác động bù trừ. Khi đó $39/12 = 3,25\times$. Mức giảm 20% không còn là vùng chịu đựng của cả hệ thống dòng tiền.

Để tìm mức suy giảm vừa chạm giới hạn trong chính ví dụ giản lược này, gọi phần giảm EBITDA là d triệu và giả định nợ ròng tăng đúng d :

$$(36 + d) / (15 - d) = 3.$$

$$36 + d = 45 - 3d; \text{ do đó } d = 2,25 \text{ triệu, tức 15\% EBITDA ban đầu.}$$

Sự khác nhau giữa 20% và 15% đến từ tác động lên nợ, không phải lỗi chia. Mô hình thực tế còn có thuế, chi phí biến đổi, vốn lưu động và tiền lãi, nên cần chạy lại các mối quan hệ thay vì áp dụng 15% như một kết quả chung.

Luật sư có thể đề nghị những kịch bản gắn với điều khoản: hoàn tất chậm, phát sinh khoản đầu tư được phép, chậm thu tiền, cổ đông rút tiền hoặc một khoản điều chỉnh EBITDA hết thời hạn. Câu hỏi cuối cùng là quyền và nghĩa vụ nào thay đổi trong từng kịch bản.

8. Thử những điểm mà công thức đổi cách hoạt động

Ví dụ ở kịch bản cơ sở thường chưa đủ để kiểm tra một điều khoản có ngưỡng. Nếu thường chỉ tăng khi vượt một bội số nhất định và kịch bản cơ sở luôn thấp hơn, mọi cách hiểu có thể cho cùng một kết quả. Sai khác chỉ xuất hiện khi tiến gần ngưỡng.

Đối với mỗi mức trần, mức sàn hoặc điểm chuyển tỷ lệ, nên thử ngay dưới, đúng tại và ngay trên mốc. Đối với khoản chia theo thứ tự, nên thử trường hợp quỹ tiền không đủ trả lớp ưu tiên, vừa đủ và vượt đáng kể. Đối với điều khoản có nhiều điều kiện, cần thử trường hợp chỉ một điều kiện đạt.

Các ví dụ kèm hợp đồng có thể giúp thể hiện phương pháp nhưng cần được kiểm tra như chính câu chữ. Phải biết chúng chỉ minh họa hay quyết định cách tính; nếu khác với phần định nghĩa thì ưu tiên tài liệu nào. Một phụ lục tính toán có lỗi không nên được coi là đúng chỉ vì đã đặt cạnh chữ ký.

Mô hình cũng cần phản ánh các trạng thái không có kết quả thông thường: EBITDA bằng hoặc nhỏ hơn không, không có tiền phân phối, tỷ lệ không có mẫu số hoặc IRR không xác định duy nhất. Cách xử lý phải được thống nhất, thay vì để bảng tính hiển thị lỗi rồi ngầm coi là không đạt hoặc bằng không.

9. Rà soát mô hình và đối chiếu hợp đồng bổ sung cho nhau

Một cuộc rà soát mô hình độc lập (*model audit*) có thể kiểm tra công thức, logic, báo cáo, tỷ lệ, lợi ích nhà đầu tư và mức phù hợp với tài liệu giao dịch, tùy phạm vi được thuê. Không nên khẳng định mọi cuộc rà soát chỉ kiểm tra số học hoặc mọi cuộc rà soát đều xác nhận giả định kinh doanh.

Nhà cung cấp dịch vụ rà soát mô hình phân biệt các mức công việc có phạm vi tài liệu và độ sâu khác nhau. Vì vậy, cần đọc thư giao việc, báo cáo và các giới hạn thay vì chỉ nhìn nhãn “đã được audit”. Gridlines, *Financial Model Audit*.

Ba câu hỏi nên tách rõ: công thức có thực hiện đúng logic đã thiết kế; logic có phù hợp mục đích và tài liệu; giả định về thị trường, kỹ thuật và kinh doanh có cơ sở đến mức nào. Những người kiểm tra khác nhau có thể phụ trách các câu hỏi khác nhau. Không ai có thể bảo đảm kết quả kinh doanh tương lai chỉ bằng kiểm tra bảng tính.

Luật sư cần biết khách hàng có được dựa vào báo cáo, dùng cho mục đích nào, phiên bản nào được kiểm tra và những vấn đề nào bị loại trừ. Nếu mô hình thay đổi sau báo cáo, phải xác định thay đổi đó có cần xem lại hay không. Một báo cáo cho phiên bản cũ không tự bao phủ một cơ chế phân phối mới.

10. Quản lý phiên bản cũng là quản lý thay đổi giao dịch

Một thay đổi trong đầu vào cập nhật thông tin khác với một thay đổi trong phương pháp tính. Doanh thu thực tế mới là cập nhật dữ liệu; đưa thêm khoản tiền vào định nghĩa tiền được khấu trừ khỏi nợ là thay đổi cách đo. Hai loại thay đổi cần quy trình tương ứng.

Tài liệu nên xác định bản được dùng, quyền cập nhật, người chấp thuận thay đổi phương pháp và cách lưu vết. Nhật ký thay đổi có ích khi ghi không chỉ ô nào đổi mà còn lý do và đầu ra nào chịu ảnh hưởng. Các bên không nên phải so hàng nghìn ô để biết tỷ lệ thay đổi vì hoạt động tốt lên hay vì công thức khác đi.

Khi trích một con số vào bản tư vấn, biên bản hoặc hợp đồng, cần giữ thông tin về kịch bản, phiên bản và giả định quyết định. Việc bỏ đi các điều kiện ấy có thể biến dự báo thành lời khẳng định chắc chắn ngoài ý định ban đầu. Dữ liệu lịch sử cũng cần được phân biệt với số đã điều chỉnh và số dự phóng.

Kết quả rà soát nên thể hiện phát hiện, ảnh hưởng, người xử lý và bằng chứng hoàn tất. Một vấn đề chỉ được đóng khi công thức hoặc văn bản đã được sửa và kết quả liên quan được kiểm tra lại. Lời hứa “sẽ cập nhật mô hình” chưa phải kết quả cập nhật.

Đọc đủ để hiểu quyết định

Luật sư không cần tự xây mọi mô hình để sử dụng nó có trách nhiệm. Cần hiểu các con số quyết định quyền lợi, lần được về giả định quan trọng và nhận ra khi nào phải có chuyên gia kiểm tra sâu hơn. Phạm vi công việc được mô tả rõ giúp tránh cả việc nhận trách nhiệm không có cơ sở lẫn việc bỏ qua một sai lệch đã nhìn thấy.

Sau khi đọc, người rà soát nên giải thích được tiền đến từ đâu, đi đâu, phép thử nào chặt nhất, điều gì làm kết quả đổi và hồ sơ có phản ánh đúng các quan hệ ấy không. Đó là thước đo hữu ích hơn số trang tính đã mở hoặc thời gian đã bỏ ra.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **FAST Standard:** đối chiếu nguyên tắc trình bày cấu trúc, thời gian và phép tính rõ ràng.
fast-standard.org/wp-content/uploads/2019/10/FAST-Standard-02c-July-2019.pdf
- **Gridlines, Financial Model Audit:** đối chiếu sự khác nhau giữa các phạm vi rà soát mô hình.
gridlines.com/financial-model-audit
- **Operis, Model Audit:** đọc thêm về rà soát độc lập và việc xác định phạm vi công việc được cung cấp.
operis.com/model-audit

20

Trao đổi với chuyên gia tài chính

Biến ý định kinh tế thành nội dung có thể soạn thảo

Trong chương này

1. Biết ai đang trả lời câu hỏi nào	167	5. Lập bản ghi nhận ý định kinh tế	173
2. Chuẩn bị cuộc trao đổi từ dòng tiền của giao dịch	168	6. Khép lại khoảng cách giữa thỏa thuận và văn bản	173
3. Mười nhóm câu hỏi cần làm rõ	168	Thước đo của một cuộc trao đổi có ích	174
4. Đặt câu hỏi theo cấu trúc có thể xử lý được	172		

Trong giao dịch, nhiều thỏa thuận quan trọng xuất hiện trước dưới dạng con số: giá mua, mức vay, ngưỡng lợi nhuận, tỷ lệ thưởng hoặc số tiền dự kiến phân phối. Nhưng một con số chưa đủ để soạn điều khoản. Luật sư cần biết nó đo điều gì, dữ liệu đến từ đâu, ai xác định và khi nó thay đổi thì quyền của ai thay đổi.

Khả năng trao đổi tốt với chuyên gia tài chính không nằm ở việc dùng nhiều thuật ngữ. Nó nằm ở việc đặt câu hỏi giúp nhóm giao dịch ra quyết định và giúp văn bản thực hiện đúng quyết định đó. Một câu hỏi cơ bản nhưng xác định được khoảng trống có giá trị hơn một nhận định phức tạp mà không dẫn đến hành động cụ thể.

1. Biết ai đang trả lời câu hỏi nào

“Chuyên gia tài chính” có thể là giám đốc tài chính của doanh nghiệp, ngân hàng thu xếp vốn, nhà đầu tư, tư vấn giao dịch, người lập mô hình hoặc chuyên gia định giá. Những người này không có cùng nhiệm vụ, thông tin hoặc lợi ích. Cần xác định người trả lời có thẩm quyền xác nhận điều gì.

Ngân hàng có thể giải thích cách định giá khoản vay và yêu cầu tín dụng, nhưng không thay doanh nghiệp xác nhận khả năng thu tiền khách hàng. Người

lập mô hình có thể giải thích công thức, nhưng không tự quyết định bên nào chịu một khoản chi phí. Chuyên gia kế toán có thể đánh giá dữ liệu và phương pháp, nhưng không tự giải quyết mọi bất đồng về ý nghĩa của hợp đồng.

Luật sư có thể và nên chất vấn một phép tính không hợp lý, một giả định mâu thuẫn với hồ sơ hoặc một kết luận thiếu căn cứ. Không cần tránh hỏi một con số có đúng hay không. Điều cần tránh là đưa ra kết luận chuyên môn vượt quá cơ sở đã kiểm tra, hoặc để sự phân công chuyên môn trở thành lý do bỏ qua vấn đề đã nhận thấy.

Cách phối hợp hữu ích là tách **dữ kiện**, **giả định**, **phương pháp** và **quyết định thương mại**. Dữ kiện cần bằng chứng; giả định cần lý do và kịch bản; phương pháp cần được mô tả đủ để tính; quyết định thương mại cần đúng người chấp thuận. Các loại nội dung này thường nằm chung trong một trang trình bày và cần được tách khi ghi nhận.

■ 2. Chuẩn bị cuộc trao đổi từ dòng tiền của giao dịch

Trước buổi trao đổi, nên có bản điều kiện chính, sơ đồ nhóm, cơ chế giá, nguồn và sử dụng vốn, cùng những đầu ra mô hình liên quan. Không cần chờ đủ mọi tài liệu mới bắt đầu, nhưng phải biết điểm nào chưa có dữ liệu.

Hãy đọc giao dịch theo đường đi của tiền: ai cấp vốn, ai nhận tiền khi hoàn tất, doanh nghiệp trả nợ bằng nguồn nào, giá trị còn lại đến nhà đầu tư ra sao. Sau đó đánh dấu những chỗ con số quyết định một quyền. Cách chuẩn bị này giúp chọn câu hỏi phù hợp thay vì áp dụng nguyên một danh sách cho mọi giao dịch.

Trao đổi sớm, trước khi các điều kiện chính bị cố định, thường mở ra nhiều phương án hơn. Tuy nhiên, một giao dịch đã có dự thảo vẫn cần cuộc trao đổi nếu ý định chưa rõ. Không có lý do trì hoãn việc sửa một khoảng trống chỉ vì cơ hội lý tưởng trước bản dự thảo đã qua.

Mười nhóm câu hỏi dưới đây là công cụ chọn vấn đề. Không phải mọi giao dịch đều có khoản giá bổ sung, tài trợ dự án hoặc chương trình cổ phần quản lý. Khi một nhóm không áp dụng, cần xác định điều đó thay vì tạo một mục kiểm tra hình thức.

■ 3. Mười nhóm câu hỏi cần làm rõ

3.1. Chỉ tiêu lợi nhuận nào đang được dùng?

Khi giao dịch được nói đến bằng một bội số EBITDA, cần hỏi EBITDA của kỳ nào, phạm vi công ty nào và đã điều chỉnh những gì. Con số dùng định giá có thể khác

con số dùng kiểm tra khoản vay hoặc tính thưởng. Khác biệt có thể hợp lý, nhưng cần bảng đối chiếu để mọi người hiểu.

Ví dụ, EBITDA trước khoản bổ sung là 10 triệu đơn vị tiền tệ. Nếu khoản bổ sung được giới hạn ở 20% của số trước bổ sung, mức tối đa là 2 triệu và tổng là 12 triệu. Nếu giới hạn là 20% của tổng sau bổ sung, gọi khoản bổ sung là A thì $A = 20\% \times (10 + A)$, nên $A = 2,5$ triệu và tổng là 12,5 triệu.

Cụm từ “trên 20%” vì vậy chưa đủ. Cần xác định mẫu số, các khoản cùng chịu trần, thời gian được tính và điều kiện chứng minh. Đầu ra của cuộc trao đổi nên là một phép đối chiếu và một cách tính rõ, có người chịu trách nhiệm xác nhận.

3.2. Giá được điều chỉnh theo cơ chế nào?

Nếu giá được điều chỉnh theo số liệu tại hoàn tất, cần biết những thành phần điều chỉnh, ngày đo, cơ sở lập báo cáo và mức vốn lưu động tham chiếu. Mức tham chiếu nên được hiểu từ nhu cầu hoạt động và dữ liệu phù hợp, không chỉ từ một tháng được chọn thuận tiện.

Nếu giá được xác định từ một thời điểm trước hoàn tất, cần hỏi giá trị nào được phép chuyển đi sau ngày đó, khoản cộng vào giá có cơ sở gì và thời gian tính đến đâu. Một khoản cộng theo ngày có thể được thỏa thuận để phản ánh giá trị thời gian hoặc lợi ích kinh tế giữa hai mốc; không nên tự gọi nó là tiền thực tế doanh nghiệp đã tạo ra nếu chưa kiểm tra.

Điểm cần thu được là danh mục khoản điều chỉnh hoặc khoản chuyển giá trị, phương pháp, thời điểm và người cung cấp dữ liệu. Nếu một khoản vừa ảnh hưởng nợ ròng vừa ảnh hưởng vốn lưu động, cần quyết định cách phân loại để tránh tính hai lần.

3.3. Giá trị doanh nghiệp chuyển thành giá cổ phần như thế nào?

Cần yêu cầu cầu nối từ **giá trị doanh nghiệp** đến **giá trị vốn chủ sở hữu**, bao gồm nợ, tiền và các khoản khác mà cơ chế giao dịch xử lý. “Không tiền, không nợ” là một mô tả về cơ sở định giá, chưa phải danh sách thanh toán hoàn tất.

Các khoản có thể được thảo luận gồm nợ tài trợ, lãi chưa trả, nghĩa vụ thanh toán giá mua trước đây, khoản thưởng giao dịch và những nghĩa vụ được các bên thỏa thuận xử lý như nợ. Việc đưa một khoản vào cầu nối phải có lý do và phải nhất quán với các phần còn lại của giá.

Với từng dòng, cần hỏi: số liệu ở ngày nào, ai nhận tiền, trả từ giá mua hay từ nguồn riêng, đã được phản ánh ở đâu khác chưa? Câu trả lời nên giúp nhóm lập được bảng dòng tiền thực hiện, không chỉ một giá trị ròng trên trang trình bày.

3.4. Tiền nào thực sự sử dụng được?

Số dư tiền hợp nhất có thể bao gồm tiền dự phòng, tiền ở công ty con chưa thể chuyển lên hoặc tiền cần duy trì hoạt động. Cần lập danh sách theo công ty và tài khoản hoặc nhóm tài khoản có cùng tính chất. Phân biệt khả năng sử dụng về mặt vận hành với cách hợp đồng định nghĩa “tiền” khi tính nợ ròng hoặc giá.

Một số dư bị hạn chế không tự có giá trị bằng không. Nó có thể phục vụ nghĩa vụ của dự án hoặc được giải phóng trong tương lai. Nhưng nó cũng không có cùng khả năng trả ngay một khoản nợ ở công ty mẹ. Cách định giá và cách xử lý trong cơ chế giá cần phản ánh đúng mục đích đang xét.

Với hạn mức chưa sử dụng, cần kiểm tra cam kết còn hiệu lực, điều kiện rút và cơ sở cho vay. Không nên nhận câu trả lời “đã có hạn mức” như bằng chứng rằng mọi nguồn tiền thiếu sẽ được bù vào đúng thời điểm.

3.5. Những ngày nào phải khớp nhau?

Ngày hoàn tất dự kiến ảnh hưởng lãi, phí, khoản cộng vào giá, kỳ vận hành đầu tiên và thời điểm tính lợi ích nhà đầu tư. Ngày hết hiệu lực cam kết vốn, ngày cuối được hoàn tất và các mốc gia hạn cần được đặt cạnh nhau.

Một mô hình giả định hoàn tất cuối tháng có thể khác đáng kể với hồ sơ cho phép hoàn tất sau đó nhiều tháng. Cần hỏi chi phí phát sinh do chậm được ai gánh, nguồn vốn có còn đủ và phải xin lại phê duyệt nào. Việc thống nhất ngày cơ sở không loại bỏ nhu cầu thử tình huống chậm.

Điều kiện cấp vốn cũng cần được tách khỏi ý định cấp vốn. Thư cam kết có thể có phạm vi, điều kiện và thời hạn cụ thể. Không thể kết luận nguồn vốn đã chắc chắn chỉ từ tiêu đề tài liệu; cần hiểu các điều kiện còn mở và quan hệ của chúng với điều kiện giao dịch.

3.6. Phép thử nào chặt nhất và điều gì làm nó không đạt?

Thay vì chỉ hỏi vùng đệm ở kỳ đầu tiên, hãy hỏi toàn bộ các ngày kiểm tra liên quan, mức giới hạn thay đổi theo thời gian và kỳ có khoảng cách nhỏ nhất. Vùng đệm nên được đo trên đúng định nghĩa và đúng phạm vi công ty.

Không có tỷ lệ vùng đệm chung, chẳng hạn 15%, bảo đảm mọi khoản vay an toàn. Doanh nghiệp có dòng tiền ổn định và doanh nghiệp biến động mạnh không thể được đánh giá chỉ bằng cùng một con số. Cần hiểu yếu tố nào làm nợ tăng hoặc EBITDA giảm, và tác động của chúng có liên kết không.

Kết quả cần bao gồm kịch bản bất lợi có ý nghĩa: chậm thu tiền, chi đầu tư đã được phép, suy giảm hoạt động hoặc hết hiệu lực một khoản điều chỉnh. Cũng cần hỏi hậu quả cụ thể của việc không đạt: hạn chế rút vốn, giữ lại tiền, cơ hội

khắc phục hay quyền yêu cầu trả nợ. Những hậu quả này không nên được gộp thành từ “vi phạm”.

3.7. Nhà đầu tư đang đo lợi ích của ai và trong bao lâu?

Một kết quả đầu tư của cả thương vụ khác với kết quả của từng nhà đầu tư. Các bên có thể đầu tư khác ngày, nhận tiền khác thời điểm hoặc nắm công cụ có quyền ưu tiên khác nhau. Cần yêu cầu dòng tiền tương ứng với đúng người có quyền đang được soạn.

Với MOIC, cần biết số tiền hoặc giá trị được cộng vào tử số và vốn ở mẫu số. Với IRR, cần thêm ngày của mỗi dòng tiền và cách xử lý khoản chưa thực nhận. Khoản phân phối sớm, phí hoặc hoàn trả công cụ nợ có thể thay đổi kết quả tùy định nghĩa.

Nếu chương trình chỉ trả thêm khi nhà đầu tư đạt ngưỡng, nên xem ngưỡng đó trong kịch bản cơ sở và ở các mức xung quanh điểm chuyển. Việc chỉ biết một ngưỡng “được dùng trong thị trường” không cho thấy người nhận có xác suất đạt hoặc cơ chế có phản ánh ý định của khách hàng hay không.

3.8. Hoạt động sau giao dịch ảnh hưởng khoản thanh toán bổ sung thế nào?

Nếu có **giá mua bổ sung phụ thuộc kết quả** (*earn-out*), cần hỏi sự tích hợp hoạt động, chuyển khách hàng, phân bổ chi phí và thay đổi hệ thống báo cáo ảnh hưởng chi tiêu thế nào. Người kiểm soát doanh nghiệp sau hoàn tất thường kiểm soát nhiều đầu vào của phép tính.

Cần phân biệt kết quả giảm do thị trường với kết quả giảm do chuyển một dòng doanh thu sang đơn vị khác. Cũng cần hiểu người mua có dự định đổi cách bán, sản phẩm hoặc đầu tư hay không. Điều khoản hạn chế hoạt động quá chặt có thể cản trở kế hoạch thương mại; điều khoản quá rộng có thể làm chỉ tiêu không còn đo phần hoạt động mà bên bán tưởng được hưởng.

Đầu ra cần là nguyên tắc tính, dữ liệu phải duy trì, quyền tiếp cận thông tin và cơ chế giải quyết bất đồng. Nếu không thể đo riêng phần hoạt động liên quan sau tích hợp, phải xử lý vấn đề đó trước khi hứa một công thức phụ thuộc số liệu riêng.

3.9. Cơ chế thưởng có tự thay đổi điều kiện của nó không?

Trong ratchet, phần thưởng bổ sung làm giảm số tiền của người khác. Nếu điều kiện lại dựa vào chính số tiền sau giảm, có thể phát sinh vòng lặp. Cần hỏi rõ phép thử được thực hiện trước hay sau khoản điều chỉnh, khoản nào nằm trong mẫu số và cách xử lý trường hợp chỉ vừa đạt ngưỡng.

Không đủ để yêu cầu người lập mô hình “chạy cho ra số”. Nhóm cần thống nhất cơ chế kinh tế. Có thể chọn đo trước khoản thưởng, chỉ thưởng trên phần vượt hoặc giới hạn thưởng để duy trì ngưỡng, nhưng mỗi lựa chọn phân chia tiền khác nhau.

Một yêu cầu hữu ích là bảng phân phối tại ba mức ngay dưới, đúng tại và trên ngưỡng, cùng phép kiểm tra tổng tiền. Nếu các cách hiểu cho cùng kết quả ở kịch bản cơ sở nhưng khác ở ngưỡng, cần giải quyết khác biệt ngay trong tài liệu. Chương 17 trình bày một ví dụ số cho vấn đề này.

3.10. Tiền đến chủ sở hữu qua đường nào?

Cần hỏi công ty nào tạo tiền, công ty nào vay và công ty nào có nghĩa vụ trả nhà đầu tư. Sau đó lập từng bước chuyển, thời điểm, chi phí và điều kiện. Lợi nhuận hợp nhất hoặc tiền của dự án không tự chứng minh khả năng phân phối ở công ty nắm giữ cuối cùng.

Việc phân phối cần xét cơ sở thực hiện, hạn chế hợp đồng và thanh khoản sau chi. Không thể chỉ tìm basket còn trống rồi đưa cùng số đó vào dòng tiền nhà đầu tư. Một khoản nợ cổ đông trả bằng tiền, cổ tức và khoản vay nội bộ có thể tạo đường đi khác nhau và nghĩa vụ khác nhau.

Kết quả cần có một lịch dòng tiền khả thi, những điều kiện phải kiểm tra lại trước mỗi khoản chi và bên chịu trách nhiệm cung cấp thông tin. Khi còn phụ thuộc một chấp thuận hoặc nguồn vốn chưa chắc chắn, nên thể hiện là điều kiện chưa hoàn tất, không phải dòng tiền chắc chắn của nhà đầu tư.

4. Đặt câu hỏi theo cấu trúc có thể xử lý được

Một câu hỏi có ích thường gồm vấn đề, sự khác biệt đang thấy, hậu quả và thông tin cần xác nhận. Chẳng hạn, khi mô hình kiểm tra theo năm còn hợp đồng theo quý, nội dung cần yêu cầu là bổ sung các kỳ quý và xác nhận điểm thấp nhất. Không cần biến câu hỏi thành bài trình bày dài về lý thuyết tỷ lệ.

Nếu chưa hiểu thuật ngữ, có thể yêu cầu giải thích trực tiếp. Sau đó nhắc lại bằng ngôn ngữ của giao dịch để kiểm tra hai bên đang nói cùng một ý. Việc diễn đạt lại đặc biệt hữu ích đối với “tiền dư”, “lợi nhuận điều chỉnh”, “chuẩn thị trường” hoặc “được phép phân phối”, vì mỗi từ có thể mang nhiều nghĩa.

“Chuẩn” và “thị trường” nên được làm rõ bằng bối cảnh: loại giao dịch, bên được bảo vệ, phạm vi quyền và lý do phù hợp với doanh nghiệp này. Không nhất thiết phải tìm thống kê cho mọi điều khoản. Đôi khi câu hỏi quan trọng hơn là liệu điều khoản ấy có cản trở một nhu cầu vận hành đã biết hay không.

Khi thông tin chưa đủ, hãy ghi nội dung chưa biết và người sẽ xác nhận. Không cần buộc mọi người quyết định ngay trong cuộc họp. Ngược lại, không nên ghi “đã thống nhất” khi mới có một giả định phục vụ mô hình mà chưa có người có thẩm quyền chấp thuận.

■ 5. Lập bản ghi nhận ý định kinh tế

Bản ghi nhận ý định kinh tế (*economic intent memo*) chuyển kết quả trao đổi thành căn cứ làm việc cho nhóm soạn thảo. Nó không cần bị giới hạn cứng ở một trang. Độ dài nên đủ để người khác tính lại chỉ tiêu và hiểu các quyết định còn mờ, nhưng tránh lặp toàn bộ hồ sơ.

Với mỗi nội dung quan trọng, nên ghi:

1. Mục đích thương mại và quyền lợi của bên nào đang được thể hiện.
2. Chỉ tiêu, phạm vi, dữ liệu, điều chỉnh và thời gian.
3. Người lập, người xác nhận, người kiểm tra và quyền tiếp cận thông tin.
4. Ngưỡng, điều kiện, ngoại lệ, thời hạn và hậu quả.
5. Vị trí trong mô hình và dự thảo, cùng điểm còn mờ và hạn xử lý.

Ví dụ, mục “tỷ lệ nợ” không nên chỉ ghi một số 3,00×. Cần có định nghĩa nợ, tiền được khấu trừ, EBITDA, kỳ đo, ngày kiểm tra và cách xử lý khi không đạt. Nếu số liệu chưa được kiểm chứng, ghi rõ người chịu trách nhiệm kiểm chứng và thời điểm phải hoàn tất.

Bản ghi là công cụ quản lý công việc, không tự thay thế hợp đồng. Cần quyết định tài liệu nào được chia sẻ, cho ai và với mục đích gì. Phần ghi nhận nội bộ về phương án thương lượng có thể khác phần các bên cùng xác nhận về phương pháp tính.

■ 6. Khép lại khoảng cách giữa thỏa thuận và văn bản

Sau buổi trao đổi, mỗi nội dung cần đi vào đúng chỗ: định nghĩa, công thức, phụ lục, điều kiện thanh toán hoặc quyền thông tin. Nếu chỉ lưu trong biên bản trao đổi mà không được phản ánh ở tài liệu vận hành, khoảng trống vẫn còn.

Nên dùng danh sách vấn đề có người phụ trách và bằng chứng đóng vấn đề. “Ngân hàng đã đồng ý” cần được gắn với phiên bản điều khoản hoặc xác nhận cụ thể. “Mô hình đã sửa” cần có tệp và kết quả kiểm tra. Nếu thay đổi định nghĩa, phải xem lại những chỗ sử dụng định nghĩa đó, vì tác động có thể lan sang basket, tỷ lệ và quyền rút vốn.

Nguyên tắc tài liệu cần được làm rõ trong giai đoạn sớm: dùng mẫu nào, chỗ nào đã thống nhất, chỗ nào còn thương lượng và cách hiển thị thay đổi. Hướng dẫn của hiệp hội chuyên môn về quản trị ngân quỹ cũng nhấn mạnh việc đọc tài liệu vay cùng nhu cầu thực tế của doanh nghiệp và xem rõ các thay đổi so với mẫu. *Association of Corporate Treasurers, Five Steps to Preparing for the Negotiation.*

Trước khi hoàn tất, nên yêu cầu một lần xác nhận chung giữa người phụ trách thương mại, tài chính và pháp lý về những con số làm thay đổi quyền lợi. Mỗi người xác nhận trong phạm vi mình có cơ sở. Nếu còn bất đồng, cần trình bày lựa chọn và ảnh hưởng để khách hàng quyết định, thay vì để người soạn vô tình quyết định qua câu chữ.

■ Thước đo của một cuộc trao đổi có ích

Một cuộc trao đổi thành công giúp số điểm chưa rõ giảm xuống và làm cho phần còn mờ có người phụ trách. Luật sư nên có thể chuyển từng câu trả lời quan trọng thành một nội dung có thể soạn, tính và kiểm tra. Khi chưa làm được, cần xác định thiếu dữ liệu, thiếu phương pháp hay thiếu quyết định.

Hiểu tài chính giúp luật sư đặt câu hỏi chính xác và giải thích hậu quả dễ hiểu hơn. Giá trị chuyên môn nằm ở việc nối ý định với quyền và nghĩa vụ có thể vận hành, đồng thời nhận diện đúng phần cần sự kiểm tra của người khác.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **Association of Corporate Treasurers, *Five Steps to Preparing for the Negotiation*:** đối chiếu vai trò chuẩn bị, phối hợp với doanh nghiệp và kiểm tra thay đổi tài liệu vay.
treasurers.org/ACTmedia/beginners_guide_updatepm280906corrected_0811.pdf
- **FAST Standard:** đọc thêm về khả năng lần theo đầu vào, phương pháp và đầu ra của mô hình.
fast-standard.org/wp-content/uploads/2019/10/FAST-Standard-02c-July-2019.pdf
- **Gridlines, *Financial Model Audit*:** đọc thêm để xác định câu hỏi nào thuộc phạm vi rà soát mô hình được giao.
gridlines.com/financial-model-audit

21

Phạm vi tư vấn và phối hợp chuyên môn

Trong chương này

1. Một con số có thể chứa nhiều câu hỏi chuyên môn	176	5. Đọc báo cáo chuyên gia như một tài liệu có phạm vi	179
2. Luật sư cần kiểm tra đến đâu khi gặp một con số?	176	6. Xác định khách hàng và các lợi ích khác nhau	179
3. Xác định phạm vi bằng sản phẩm công việc cụ thể	177	7. Cách trình bày kết luận để khách hàng sử dụng được	180
4. Phân biệt đọc mô hình, kiểm tra mô hình và xác nhận dự báo	178	8. Tổ chức việc chuyển tiếp và hoàn tất các vấn đề mở	181

Hiểu tài chính giúp luật sư nhận ra nhiều vấn đề hơn. Đồng thời, nó đặt ra yêu cầu diễn đạt chính xác hơn về phần công việc mình đã thực hiện. “Đã kiểm tra giá mua”, “đã xem mô hình” và “cơ chế này hợp lý” đều có thể bị hiểu rộng hơn ý định của người viết. Một kết luận có ích phải cho người đọc biết câu hỏi đã được trả lời, cơ sở trả lời và những vấn đề vẫn còn mở.

Ranh giới chuyên môn không nằm giữa chữ và số. Luật sư vẫn cần tính lại một tỷ lệ sở hữu, kiểm tra tổng phân bổ tiền và xem công thức có phản ánh đúng thỏa thuận hay không. Ranh giới nằm ở nội dung ý kiến được đưa ra, năng lực thực hiện, phạm vi được giao và bằng chứng đủ để hỗ trợ ý kiến đó.

Chương này trình bày cách tổ chức công việc giữa luật sư, khách hàng và các chuyên gia. Các hướng dẫn dưới đây là phương pháp quản lý giao dịch và giao tiếp nghề nghiệp; không phải một bộ quy tắc về trách nhiệm nghề nghiệp áp dụng chung cho mọi hoàn cảnh.

1. Một con số có thể chứa nhiều câu hỏi chuyên môn

Giá trị doanh nghiệp bằng 80 triệu có thể là kết quả của một mô hình định giá, giá chào mua hoặc con số đã được hai bên chấp thuận. Ba trường hợp đòi hỏi ba cách đọc khác nhau. Việc công thức trong hợp đồng tạo ra đúng 80 triệu không chứng minh 80 triệu là mức giá đáng chấp nhận. Ngược lại, một báo cáo định giá tốt không chứng minh điều khoản thanh toán sẽ giao đúng số tiền đó cho đúng người.

Nên tách vấn đề thành bốn lớp:

Lớp câu hỏi	Nội dung cần giải quyết	Cách phối hợp
Dữ kiện	Số dư, hợp đồng, giao dịch và số cổ phần có đúng, đủ và cập nhật không?	Nhóm năm hồ sơ cung cấp; người được giao xác minh đối chiếu bằng chứng
Phương pháp	Cách ghi nhận, định giá, dự báo hoặc tính chỉ tiêu có phù hợp mục đích không?	Chuyên gia đúng lĩnh vực giải thích phương pháp và giới hạn
Cơ chế hợp đồng	Số đó làm phát sinh quyền, nghĩa vụ và hậu quả gì?	Nhóm pháp lý phân tích, trao đổi với người tính số và khách hàng
Quyết định thương mại	Có chấp nhận giá, rủi ro hoặc phương án tài trợ không?	Người có thẩm quyền quyết định trên cơ sở các ý kiến liên quan

Bảng này là điểm xuất phát để phân công, không phải ranh giới cứng theo chức danh. Một luật sư có chuyên môn thuế có thể được giao tư vấn thuế. Một nhóm tư vấn tài chính có thể kiểm tra cả việc mô hình phản ánh tài liệu giao dịch. Điều cần tránh là mặc định một nhiệm vụ đã có người xử lý chỉ vì trong nhóm có người mang chức danh phù hợp.

Việc tách lớp cũng giúp đặt câu hỏi rõ hơn. Thay vì hỏi “Khoản điều chỉnh này đúng không?”, hãy hỏi: khoản chi có thực sự phát sinh không; có cơ sở loại nó khỏi lợi nhuận dùng cho giao dịch không; hợp đồng cho phép loại không; và khách hàng có đồng ý dùng mức lợi nhuận sau điều chỉnh để quyết định giá không?

2. Luật sư cần kiểm tra đến đâu khi gặp một con số?

Có những bước kiểm tra nằm ngay trong việc đọc và soạn hợp đồng. Một bảng phân chia tiền mà tổng các khoản nhận vượt tổng tiền có sẵn cần được làm rõ. Một công thức dùng hai mẫu số khác nhau cho cùng khái niệm tỷ lệ sở hữu cần

được đối chiếu. Một định nghĩa “nợ ròng” trong điều khoản giá mua không khớp với phụ lục tính giá cần được giải quyết.

Các bước này không biến luật sư thành người bảo đảm mọi đầu vào. Chúng bảo đảm rằng kết luận pháp lý không được xây dựng trên một mâu thuẫn hiển nhiên chưa xử lý.

Giả định một bảng tính dùng EBITDA 12 triệu, bội số 8 lần, nợ được khấu trừ 20 triệu và tiền được cộng 4 triệu; không có điều chỉnh khác. Luật sư có thể kiểm tra phép tính:

Giá trị hoạt động = $12 \times 8 = 96$ triệu

Giá trị vốn chủ sở hữu = $96 - 20 + 4 = 80$ triệu

Nhưng bốn kết luận sau vẫn khác nhau:

- Công thức và phép tính trên cho kết quả 80 triệu.
- Các khoản 20 triệu và 4 triệu đã được xác định phù hợp định nghĩa trong hợp đồng.
- EBITDA 12 triệu phản ánh hợp lý năng lực tạo lợi nhuận dùng cho định giá.
- Mức giá 80 triệu phù hợp mục tiêu đầu tư của khách hàng.

Kiểm tra kết luận đầu tiên không tự động chứng minh ba kết luận còn lại. Người thực hiện cần nói rõ mình đã kiểm tra lớp nào. Nếu hợp đồng phụ thuộc vào lớp chưa được xử lý, cần làm rõ người xử lý và thời điểm có kết quả.

Một nguyên tắc hữu ích là ưu tiên những đầu vào có thể thay đổi quyết định. Nếu sai số 0,1 triệu không tác động tới giá vì nằm trong một vùng dung sai được thỏa thuận, mức độ ưu tiên có thể thấp hơn một khoản 5 triệu chưa rõ là nợ hay vốn. Tuy nhiên, quy mô không phải tiêu chí duy nhất: một chênh lệch nhỏ có thể làm vượt ngưỡng vi phạm hoặc đổi quyền kiểm soát.

■ 3. Xác định phạm vi bằng sản phẩm công việc cụ thể

Mô tả “tư vấn giao dịch” thường quá rộng để giúp các bên tổ chức công việc. Cần chỉ ra tài liệu nào được xem xét, câu hỏi nào phải trả lời và hình thức sản phẩm cuối cùng. Một phạm vi rõ có thể gồm việc soạn điều khoản giá mua, đối chiếu công thức phân chia với mô hình được chỉ định và lập danh sách bất nhất cần xử lý.

Ngược lại, nếu chưa nhận nhiệm vụ xác minh dữ liệu đầu vào, không nên dùng một cụm từ bao trùm như “xác nhận mô hình chính xác”. Việc này đặc biệt

quan trọng khi một báo cáo được chuyển tiếp cho người không dự họp hoặc không biết quá trình làm việc.

Phạm vi cần được khách hàng hiểu theo cùng một cách. Ghi rõ nhiệm vụ và các phần việc cần chuyên gia khác là khuyến nghị quản lý rủi ro trong hướng dẫn về xác định phạm vi công việc của LPLC. Trong giao dịch, có thể cụ thể hóa bằng ba thành phần: sản phẩm phải giao, việc phụ thuộc vào người khác và các giả định đang được sử dụng.

Phạm vi cũng có thể thay đổi. Một giao dịch mua cổ phần có thể phát sinh thêm khoản vay, cơ chế thưởng hoặc tái đầu tư của người bán. Khi đó, mô tả công việc cũ có thể không còn phản ánh nội dung đang được yêu cầu. Cần cập nhật việc phân công thay vì để nhiệm vụ tăng dần qua các trao đổi rời rạc.

Một loại trừ chỉ mô tả phần việc không được thực hiện; nó không làm rủi ro kinh tế biến mất. Nếu kết quả tư vấn phụ thuộc vào vấn đề bị loại trừ, khách hàng cần hiểu mối liên hệ đó. Việc chỉ ghi “không tư vấn thuế” chưa giải quyết được một cơ chế phân phối mà số tiền thực nhận phụ thuộc đáng kể vào cách xử lý thuế.

■ 4. Phân biệt đọc mô hình, kiểm tra mô hình và xác nhận dự báo

“Rà soát mô hình” có thể bao gồm nhiều công việc: xem các đầu vào trọng yếu; kiểm tra công thức; đối chiếu điều khoản; thử các kịch bản; hoặc đánh giá sự phù hợp của phương pháp kế toán và thuế. Không có lý do để giả định mọi dịch vụ mang tên này đều có cùng phạm vi.

Các mô tả dịch vụ của Operis về phạm vi kiểm tra mô hình cho thấy việc kiểm tra có thể được tổ chức ở nhiều mức và có thể bao gồm đối chiếu với tài liệu dự án, tài trợ. Vì vậy, cách phân công tốt là đọc phạm vi thực tế của từng bên, xác định điểm giao nhau và khoảng trống; không mặc định chuyên gia mô hình chỉ kiểm tra số học còn luật sư chịu mọi vấn đề về hợp đồng.

Với nhóm pháp lý, một ghi nhận công việc có thể nêu rõ đã đối chiếu định nghĩa nợ, kỳ tính lãi và thứ tự thanh toán trong những phần cụ thể của mô hình. Nếu chỉ xem các phần đó, kết luận không nên bao trùm những công thức ở các phần chưa kiểm tra.

Ngay cả kiểm tra toàn diện logic mô hình cũng không biến dự báo thành sự kiện tương lai. Mô hình có thể vận hành chính xác nhưng sử dụng giả định doanh thu lạc quan. Cũng có thể sử dụng đầu vào thận trọng nhưng mắc lỗi công thức. Đây là hai loại rủi ro khác nhau, cần được xử lý và mô tả riêng.

Khi có thay đổi cuối cùng, cần biết phiên bản nào đã được kiểm tra. Một báo cáo hoàn thành trước khi sửa kỳ trả nợ không tự động bao phủ phiên bản sau

sửa. Những thay đổi ở phần tương nhỏ có thể truyền sang dòng tiền, tỷ lệ bao phủ và mức phân phối cho nhà đầu tư.

■ 5. Đọc báo cáo chuyên gia như một tài liệu có phạm vi

Không nên coi báo cáo chuyên gia là một sự xác nhận chung cho giao dịch. Hãy bắt đầu từ câu hỏi báo cáo được thuê để giải quyết. Sau đó xem nguồn dữ liệu, thời điểm dữ liệu, phương pháp và những việc không được thực hiện.

Một báo cáo chất lượng lợi nhuận có thể chỉ ra điều chỉnh đối với chi phí bất thường nhưng không đưa ý kiến định giá. Một báo cáo định giá có thể dựa vào việc doanh nghiệp tiếp tục có quyền sử dụng tài sản; nếu quyền đó chưa được xác minh, nhóm pháp lý phải xử lý riêng. Một báo cáo kỹ thuật có thể ước tính thời gian xây dựng nhưng không xác nhận bên trả bồi thường chậm tiến độ có đủ khả năng thanh toán.

Sự khác biệt giữa thẩm định tài chính và kiểm toán được ICAEW giải thích theo mục đích công việc. Đối với luật sư, hệ quả thực hành là không gán cho báo cáo một mức bảo đảm rộng hơn nội dung thực sự được cung cấp.

Cũng cần phân biệt quyền nhận báo cáo với cơ sở được dựa vào báo cáo. Người được gửi một bản sao chưa chắc là người mà bên lập báo cáo nhận trách nhiệm phục vụ. Nếu giao dịch cần một bên thứ ba sử dụng báo cáo, phải làm rõ người được sử dụng, mục đích, giới hạn trách nhiệm, thời điểm kết luận và các điều kiện liên quan. Thỏa thuận cho phép dựa vào báo cáo không đồng nghĩa với quyền được bồi hoàn cho mọi tổn thất xảy ra sau đó.

Giá định của chuyên gia cần được nối với công việc thực tế. Nếu chuyên gia định giá giả định hợp đồng khách hàng tiếp tục có hiệu lực, còn nhóm pháp lý giả định triển vọng doanh thu đã được chuyên gia định giá xác nhận, có thể tồn tại một vòng tròn mà không ai kiểm tra điều kiện nền tảng. Bảng phân công phải phá vòng tròn đó: ai kiểm tra hợp đồng, ai đánh giá ảnh hưởng kinh tế của khả năng hợp đồng chấm dứt?

■ 6. Xác định khách hàng và các lợi ích khác nhau

Trong một giao dịch có thể đồng thời xuất hiện doanh nghiệp, cổ đông sáng lập, nhà đầu tư mới, người quản lý và bên tài trợ. Việc họ cùng muốn giao dịch hoàn tất không có nghĩa lợi ích của họ giống nhau ở mọi điều khoản.

Người quản lý vừa bán cổ phần vừa tham gia chương trình khuyến khích có thể nhận lợi ích ở hai tư cách khác nhau. Một thay đổi làm tăng giá mua ban đầu có thể làm giảm phần vốn sẵn sàng dành cho chương trình sau giao dịch. Người

sở hữu cổ phần ưu tiên có thể đánh giá thời điểm bán khác người chỉ được nhận phần còn lại.

Trước khi gửi một ý kiến, cần rõ ý kiến dành cho ai và đang phân tích lợi ích ở tư cách nào. Cách viết “có lợi cho các cổ đông” dễ che khuất việc một nhóm được lợi nhiều hơn hoặc một nhóm phải chịu chi phí. Thay vào đó, nên trình bày theo nhóm quyền lợi và cơ chế phân bổ cụ thể.

Khi nhiều bên mong muốn dùng chung một nhóm tư vấn, cần nhận diện các điểm có thể phân kỳ về lợi ích, cách thông tin được chia sẻ và nhu cầu tư vấn riêng. Không nên mặc định một văn bản đồng ý ban đầu giải quyết mọi tình huống xuất hiện về sau. Việc xem xét khả năng tiếp tục công việc phải đi cùng tình hình thực tế và các nghĩa vụ nghề nghiệp áp dụng cho người tư vấn.

Ở đây, kiến thức tài chính giúp nhận diện khác biệt sớm hơn. Chỉ nhìn vào tỷ lệ cổ phần có thể không thấy rằng một bên còn nắm khoản vay cổ đông được ưu tiên thanh toán hoặc được hưởng mức giá mua lại khác khi chấm dứt công việc.

■ 7. Cách trình bày kết luận để khách hàng sử dụng được

Một kết luận tốt nên bắt đầu bằng tác động đối với lựa chọn của khách hàng. Tiếp đó là cơ sở và việc cần làm. Tránh tập hợp quá nhiều cảnh báo chung mà không nói rõ vấn đề nào có thể làm thay đổi quyết định.

Có thể tổ chức một nhận xét theo bốn ý liên mạch: nội dung hiện tại; hệ quả theo giả định đã nêu; điểm chưa được xác nhận; phương án xử lý. Ví dụ: công thức đang trừ khoản nợ hai lần; nếu giữ nguyên, giá cổ phần giảm thêm đúng khoản đó; cần nhóm tài chính xác nhận danh mục phân loại; sau đó sửa một vị trí và kiểm tra lại bảng thanh toán.

Trong ví dụ ấy, luật sư không cần chứng nhận toàn bộ giá trị doanh nghiệp mới có thể đưa ra nhận xét hữu ích. Nhưng cũng không nên nói khoản nợ thực tế tồn tại nếu mới chỉ thấy nó được nhập trong bảng tính. Sự rõ ràng nằm ở cách tách điều đã quan sát khỏi điều đang giả định.

Các từ như “hợp lý”, “an toàn”, “phù hợp thị trường” và “đã xác minh” cần có nội dung cụ thể. Nếu nhận xét dựa vào một nhóm giao dịch từng xử lý, đó là kinh nghiệm trong phạm vi ấy. Nếu dựa vào nghiên cứu, cần biết mẫu, thời điểm và cách đo. Nếu chỉ muốn nêu một phương án có thể thương lượng, không cần khoắc cho nó nhãn “thị trường”.

Khi một vấn đề chưa thể kết luận, nên cho biết điều gì còn thiếu và kết quả nào sẽ thay đổi khi nhận được thông tin. Một câu “cần xem xét thêm” không hữu ích bằng việc nêu phải xác định tiền có được giải tỏa vào ngày thanh toán hay không, vì điều đó quyết định có đủ nguồn trả giá mua.

8. Tổ chức việc chuyên tiếp và hoàn tất các vấn đề mở

Một vấn đề quan trọng được ghi nhận nhưng không được giao cho ai vẫn dễ bị bỏ sót. Danh sách vấn đề mở nên ghi người xử lý, thông tin cần thiết, thời hạn và tài liệu sẽ thay đổi theo kết quả. Cấu trúc này phù hợp với cả nhóm nhỏ lẫn giao dịch có nhiều chuyên gia.

Hãy phân biệt “đã gửi câu hỏi” với “đã giải quyết”. Câu trả lời cần được hiểu, đưa vào tài liệu liên quan và kiểm tra lại nếu nó thay đổi cơ chế giao dịch. Nếu chuyên gia điều chỉnh nợ ròng, có thể phải sửa đồng thời giá mua, nhu cầu tài trợ và bảng phân chia tiền. Đóng một vấn đề ở một bản ghi chú nhưng bỏ quên các chỗ phụ thuộc không hoàn tất được công việc.

Nếu khách hàng quyết định chấp nhận một rủi ro chưa được loại bỏ, hồ sơ nên ghi rõ thông tin đã có, tác động đã giải thích và quyết định được đưa ra. Ghi nhận này giúp các bên vận hành giao dịch về sau; không phải cam kết rằng mọi trách nhiệm đều được miễn trừ.

Với luật sư trẻ, câu hỏi tự kiểm tra quan trọng nhất là: người đọc có thể phân biệt phần nào mình đã kiểm tra, phần nào dựa vào người khác và phần nào còn chưa có kết luận không? Nếu câu trả lời là chưa, cần viết lại ý kiến trước khi mở rộng thêm phần phân tích.

Một nhóm giao dịch phối hợp tốt không đòi hỏi mọi thành viên làm cùng một việc. Nó đòi hỏi mỗi câu hỏi trọng yếu có người đủ năng lực xử lý, mỗi kết luận có cơ sở và các kết luận được kết nối thành một cơ chế thống nhất.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- **LPLC, Rules of engagement — scoping the client retainer:** đối chiếu việc diễn đạt phạm vi, phân loại trừ và cập nhật phân công; không sử dụng nội dung pháp luật cụ thể của tài liệu.
lplc.com.au/resources/lij-article/rules-of-engagement-scoping-the-client-retainer
- **Operis, Financial Model Auditing: Determining the Scope of Work:** đối chiếu sự khác biệt về phạm vi dịch vụ kiểm tra mô hình và khả năng có đối chiếu tài liệu.
operis.com/pdf/operis-model-audit-scope-of-work.pdf
- **ICAEW, ICAEW launches Financial Due Diligence guideline:** đối chiếu mục đích của thẩm định tài chính.
icaew.com/insights/viewpoints-on-the-news/2024/nov-2024/icaew-launches-financial-due-diligence-guideline

Ví dụ số và cách tổ chức công việc trong chương là phần giải thích của bản sách này; không phải ý kiến xác nhận trách nhiệm nghề nghiệp trong một vụ việc cụ thể.

22

Kiểm tra tính nhất quán của toàn bộ giao dịch

Trong chương này

1. Bắt đầu từ sơ đồ quyền và dòng tiền	184	6. Thử các ngưỡng bằng số trước, tại và sau ngưỡng	187
2. Lập danh mục các chỉ tiêu thực sự tạo hậu quả	184	7. Kiểm tra thứ tự tính để tránh vòng tròn	188
3. Phân loại khoản mục để tránh tính trùng và bỏ sót	185	8. Theo dõi một thay đổi qua tất cả tài liệu liên quan	188
4. Đối chiếu giá mua với nguồn tiền và bảng thanh toán	186	9. Thiết kế cơ chế kiểm tra và giải quyết bất đồng có thể vận hành	189
5. Kiểm tra thời điểm từ hoạt động đến thanh toán	187	10. Hoàn tất bằng một kết luận có thể hành động	190

Các khái niệm trong cuốn sách thường xuất hiện cùng nhau. Vốn lưu động ảnh hưởng đến nhu cầu tiền; nhu cầu tiền ảnh hưởng đến vay nợ; vay nợ ảnh hưởng đến giá trị dành cho cổ đông; cơ chế phân chia lại quyết định từng cổ đông nhận bao nhiêu. Khi giao dịch được ghi nhận bằng nhiều tài liệu, mỗi tài liệu có thể chỉ phản ánh một đoạn của chuỗi này.

Vì vậy, bước cuối cùng của việc phân tích không phải là đọc thêm một chỉ tiêu. Đó là kiểm tra xem các phần đã khớp nhau chưa. Một cơ chế giá mua có thể rõ ràng nhưng không phù hợp với nguồn tài trợ. Một chương trình khuyến khích có thể tính đúng theo công thức riêng nhưng dùng tổng tiền khác với hợp đồng bán doanh nghiệp. Một quyền đòi bồi thường có thể tồn tại nhưng số tiền đến quá muộn để trả khoản nợ đang đáo hạn.

Chương này xây dựng một phương pháp tổng hợp để đọc bộ hồ sơ giao dịch. Các minh họa là phép tính độc lập, không phải diễn biến của một doanh nghiệp giả tưởng. Trọng tâm là cách kết nối thông tin, xác định vấn đề có ý nghĩa và hoàn tất việc xử lý chúng.

1. Bắt đầu từ sơ đồ quyền và dòng tiền

Trước khi đối chiếu điều khoản, cần xác định những chủ thể chính và quan hệ của họ: ai sở hữu cổ phần, ai vay tiền, ai bảo đảm nghĩa vụ, ai giữ tài sản và ai có doanh thu để tạo tiền trả nợ. Có thể dùng một sơ đồ đơn giản, nhưng phải thể hiện đúng tư cách của từng bên.

Trong một cấu trúc nhiều công ty, tiền ở công ty vận hành không tự động là tiền sẵn dùng của công ty mẹ. Tiền có thể phải đi qua thanh toán nội bộ, trả nợ hoặc phân phối cho chủ sở hữu. Mỗi bước có điều kiện và thời điểm riêng. Báo cáo hợp nhất giúp nhìn toàn nhóm, nhưng không thay thế việc xác định công ty nào phải trả khoản tiền nào.

Sơ đồ tiếp theo cần trả lời tiền đi đâu tại ngày hoàn tất và sau ngày hoàn tất. Tiền mua cổ phần được trả cho người bán; tiền góp vốn mới đi vào công ty; tiền trả nợ đi cho chủ nợ; tiền giữ lại có thể nằm trong tài khoản riêng. Gộp tất cả dưới một dòng “giá trị giao dịch” có thể làm mất thông tin quyết định.

Từ đó, xác định các tài liệu cần đọc cùng nhau. Một bộ hồ sơ có thể gồm thỏa thuận nguyên tắc, hợp đồng mua bán, hợp đồng góp vốn, điều lệ hoặc tài liệu quản trị, hợp đồng vay, thỏa thuận giữa các chủ nợ và bảng thanh toán. Tài liệu vận hành như hợp đồng khách hàng hoặc hợp đồng xây dựng cũng có thể quyết định việc trả tiền có khả thi hay không.

Mục tiêu của sơ đồ không phải là đẹp hoặc đầy đủ mọi quan hệ. Nó phải giúp phát hiện những bước chuyển tiền và chuyển quyền mà chưa có cơ sở, chưa có nguồn hoặc chưa có người chịu trách nhiệm.

2. Lập danh mục các chỉ tiêu thực sự tạo hậu quả

Không phải mọi số liệu trong hồ sơ đều cần được theo dõi như một chỉ tiêu hợp đồng. Hãy ưu tiên những số làm thay đổi giá, quyền rút vốn, thứ tự phân chia, quyền kiểm soát hoặc khả năng tiếp tục thực hiện giao dịch.

Với mỗi chỉ tiêu, ghi lại sáu thông tin: mục đích; công thức hoặc phương pháp; dữ liệu và thời điểm; người tính; quyền kiểm tra; hậu quả. Đặc biệt, cần đặt cùng tên chỉ tiêu ở các tài liệu khác nhau cạnh nhau để xem có thực sự cùng nghĩa hay không.

Chỉ tiêu	Tài liệu thường chứa	Mối liên hệ cần kiểm tra
EBITDA dùng định giá	Chào giá, thẩm định tài chính, hợp đồng mua bán	Có cùng tập hợp điều chỉnh với mức giá đã thỏa thuận không?
EBITDA dùng kiểm tra khoản vay	Hợp đồng vay, chứng nhận tuân thủ	Có khác EBITDA dùng định giá; các điều chỉnh và giới hạn khác nhau ở đâu?

Chỉ tiêu	Tài liệu thường chứa	Mối liên hệ cần kiểm tra
Nợ ròng	Cơ chế giá mua, mô hình tài trợ, bảng thanh toán	Khoản nào bị trừ khỏi giá, khoản nào cần được trả bằng tiền tại hoàn tất?
Vốn lưu động	Phụ lục giá mua, báo cáo tài chính	Số mục tiêu và số thực tế có cùng cơ sở đo không?
Tỷ lệ sở hữu	Bảng cơ cấu vốn, thỏa thuận đầu tư	Có tính quyền mua, chuyển đổi, quỹ quyền chọn và các lớp quyền khác nhau không?
Lợi nhuận đầu tư	Thỏa thuận khuyến khích, phân chia tiền	Dòng tiền nào được tính; trước hay sau phần thưởng đang được xác định?
Khả năng trả nợ	Mô hình dự án, tài liệu tài trợ	Kỳ đo, tiền được sử dụng và nghĩa vụ trả nợ có khớp nhau không?

Một khác biệt không nhất thiết là lỗi. Giá mua có thể dùng lợi nhuận đã chuẩn hóa trong khi hợp đồng vay dùng định nghĩa riêng nhằm kiểm soát rủi ro tín dụng. Điều cần đạt được là khác biệt có chủ đích, được hiểu và được mô hình hóa đúng. Ép mọi tài liệu dùng một con số giống nhau có thể làm mất ý nghĩa của từng cơ chế.

3. Phân loại khoản mục để tránh tính trùng và bỏ sót

Một khoản tiền có thể xuất hiện trong nhiều tài liệu nhưng chỉ nên tạo hậu quả theo đúng thỏa thuận. Nguy cơ phổ biến là cùng một nghĩa vụ bị trừ hai lần hoặc không được tính ở đâu.

Giả sử giá trị hoạt động là 100 triệu. Công thức giá cổ phần lấy giá trị đó, trừ nợ, cộng tiền và cộng chênh lệch vốn lưu động thực tế so với mục tiêu. Có một khoản phải trả 2 triệu đang được cân nhắc phân loại. Để cô lập vấn đề, giả định mục tiêu vốn lưu động là 5 triệu theo cơ sở không tính khoản 2 triệu này; không có khoản điều chỉnh nào khác.

Cách phân loại trong phép tính	Nợ	Tiền	Vốn lưu động thực tế	Mục tiêu	Giá cổ phần
Khoản 2 triệu chỉ nằm trong nợ	22	4	6	5	83
Khoản 2 triệu chỉ làm giảm vốn lưu động	20	4	4	5	83
Khoản 2 triệu nằm ở cả hai nơi	22	4	4	5	81

Hai dòng đầu cho cùng kết quả trong bộ giả định này: khoản nghĩa vụ chỉ ảnh hưởng một lần. Dòng thứ ba làm giá giảm thêm 2 triệu. Đây là lỗi tính trùng về

mặt cơ chế nếu các bên chỉ muốn khấu trừ một lần.

Tuy nhiên, không nên từ ví dụ suy ra có thể tùy ý đổi một khoản giữa nợ và vốn lưu động mà không ảnh hưởng giá. Nếu khoản đó cũng được đưa vào lịch sử để tính mục tiêu, hoặc có giới hạn điều chỉnh, kết quả có thể khác. Trong thực hành, phải phân loại nhất quán cả số thực tế, số mục tiêu và các cơ chế có liên quan.

Phân tích tương tự áp dụng cho chi phí giao dịch, thường phải trả, nghĩa vụ thanh toán bổ sung và khoản giữ lại. Cần xác định khoản nào đã nằm trong một số tổng hợp, khoản nào được xử lý riêng và khoản nào chỉ là dòng tiền thực hiện sau khi đã xác định giá. Việc trả một khoản nợ tại ngày hoàn tất không tự nó là lý do trừ thêm khoản ấy nếu công thức giá đã trừ nó.

4. Đối chiếu giá mua với nguồn tiền và bảng thanh toán

Giá mua trả cho người bán chỉ là một trong các nhu cầu sử dụng tiền. Nếu giao dịch còn trả nợ cũ, trả phí và giữ tiền cho hoạt động, tổng nguồn cần huy động có thể lớn hơn nhiều.

Xét một bảng nhu cầu vốn độc lập, đơn vị triệu:

Sử dụng tiền	Số tiền
Thanh toán cổ phần cho người bán	83
Trả nợ cần tất toán tại hoàn tất	22
Phí và chi phí của giao dịch	3
Bổ sung tiền tối thiểu cho hoạt động	2
Tổng sử dụng	110

Giá định nguồn gồm 45 triệu vốn góp mới, 61 triệu tiền vay được phép rút và 4 triệu tiền hiện có thực sự được phép sử dụng tại hoàn tất. Tổng nguồn cũng bằng 110 triệu. Việc cân bằng này là cần thiết, nhưng chưa đủ để kết luận giao dịch có đủ vốn.

Cần tiếp tục kiểm tra thời điểm: khoản vay có thể được rút trước khi thực hiện khoản trả nào; vốn góp có được chuyển đủ sớm; tiền hiện có nằm ở tài khoản nào; và điều kiện giải tỏa có được đáp ứng. Một nguồn tiền chỉ được giải ngân sau khi hoàn tất một việc không thể được mặc định dùng để tài trợ chính việc phải hoàn tất trước đó.

Tiền hiện có chỉ được đưa vào nguồn khi có cơ sở thực tế và cơ chế cho phép sử dụng. Nếu tiền được tính tăng giá cổ phần nhưng vẫn cần giữ lại để duy trì

hoạt động, dùng toàn bộ tiền đó để trả giá mua có thể tạo thiếu hụt ngay sau giao dịch. Bảng nguồn và sử dụng vốn cần phản ánh sự lựa chọn này rõ ràng.

Bảng thanh toán cuối cùng (*funds flow*) chuyển các tổng số thành từng khoản trả: bên trả, bên nhận, mục đích, tài khoản, điều kiện và số tiền. Bảng này cần khớp với cơ chế giá mua, chứng từ tất toán và danh sách người hưởng tiền. Cân bằng tổng tiền không phát hiện được mọi sai sót về người nhận hoặc nghĩa vụ được giải trừ.

■ 5. Kiểm tra thời điểm từ hoạt động đến thanh toán

Nhiều vấn đề xuất hiện vì các bên sử dụng những đồng hồ khác nhau. Hoạt động được ghi nhận theo kỳ kế toán; tiền trả nợ đến hạn theo lịch tài trợ; báo cáo được nộp sau ngày chốt sổ; tiền bồi thường được nhận sau quá trình xác định trách nhiệm. Mô hình cần phản ánh các độ trễ đó.

Ví dụ, nếu khoản trả nợ đến hạn cuối tháng nhưng khách hàng dự kiến trả tiền vào giữa tháng sau, việc cả quý có dòng tiền dương không giải quyết thiếu hụt tại ngày đến hạn. Tương tự, quyền yêu cầu bồi thường chậm tiến độ không phải nguồn tiền chắc chắn có sẵn ngay khi dự án mất doanh thu.

Trong dự án, cần đặt lịch xây dựng, mốc nghiệm thu, thời hạn cuối để tiếp tục hợp đồng đầu ra và lịch trả nợ trên cùng một trục thời gian. Sau đó xác định khoảng thời gian có thể thiếu doanh thu, khoản dự phòng và nguồn bù đắp. Việc một mức trần bồi thường được đạt tới trước hay sau một mốc chấm dứt chỉ là một phần phân tích; bản thân thứ tự đó không chứng minh cấu trúc được bảo vệ đầy đủ.

Trong khoản vay doanh nghiệp, cần phân biệt ngày kiểm tra tỷ lệ với kỳ mà tỷ lệ sử dụng. Một tỷ lệ cuối quý có thể không mô tả đỉnh vay nợ giữa quý. Việc kiểm tra thêm dữ liệu hàng tháng hoặc một dự báo tiền theo tuần có thể hữu ích nếu tính thời vụ là rủi ro trọng yếu. Mức độ chi tiết phải theo nhu cầu thực tế của giao dịch.

■ 6. Thử các ngưỡng bằng số trước, tại và sau ngưỡng

Các điều khoản có ngưỡng nên được thử ở hai phía của ranh giới. Chỉ chạy kịch bản cơ sở có thể bỏ sót vấn đề vì kịch bản ấy không bao giờ chạm điều kiện đang được đàm phán.

Giả sử một khoản vay có nợ ròng 36 triệu và giới hạn nợ ròng/EBITDA là 4,00 lần. Không có điều chỉnh EBITDA khác. Khi EBITDA bằng 10 triệu, tỷ lệ là 3,60 lần. Nếu EBITDA giảm 10% còn 9 triệu, tỷ lệ bằng đúng 4,00 lần. Nếu giảm tiếp xuống 8,9 triệu, tỷ lệ xấp xỉ 4,045 lần.

Như vậy, khoảng cách 0,40 lần giữa 3,60 và 4,00 không đồng nghĩa với việc EBITDA được giảm 40%. Trong bộ giả định này, mức giảm tối đa để chạm ngưỡng

chỉ là 10%. Khi báo cáo dư địa tuân thủ, cần ghi mẫu số và phương pháp để khách hàng không hiểu sai mức bảo vệ.

Cũng cần thử giao dịch dự kiến thực hiện. Nếu muốn phân phối 3 triệu bằng tiền hiện có, nợ ròng sau phân phối có thể tăng từ 36 lên 39 triệu, giả định nợ gộp không đổi và tiền đó đang được phép khấu trừ trong nợ ròng. Ở EBITDA 10 triệu, tỷ lệ mới là 3,90 lần. Nếu đồng thời EBITDA giảm xuống 9 triệu, tỷ lệ thành khoảng 4,33 lần. Hai thay đổi riêng lẻ có thể có vẻ chấp nhận được nhưng khi kết hợp lại làm vượt giới hạn.

Phép thử nên bao gồm những tác động cùng xuất phát từ một sự kiện. Mất khách hàng có thể vừa giảm lợi nhuận vừa làm khó thu hồi công nợ; không nhất thiết chỉ tác động vào một ô doanh thu. Đây là phân tích kịch bản. Nó khác việc lần lượt thay một đầu vào trong khi giữ mọi thứ khác nguyên trạng để đo độ nhạy.

7. Kiểm tra thứ tự tính để tránh vòng tròn

Một cơ chế có thể dùng kết quả phân chia để xác định quyền được chia thêm. Nếu không quy định thứ tự, điều kiện có thể tự thay đổi sau khi áp dụng.

Xét minh họa độc lập: số tiền được phân chia giữa nhà đầu tư và nhóm được thưởng là 110 triệu; vốn đầu tư dùng cho phép thử bội số là 40 triệu; nhà đầu tư cần nhận ít nhất 2,5 lần vốn, tương đương 100 triệu. Một khoản thưởng dự kiến bằng 15 triệu, lấy từ chính tổng 110 triệu này. Không có người hưởng tiền hoặc điều kiện nào khác trong ví dụ.

Trước thưởng, bội số nhà đầu tư là $110 / 40 = 2,75$ lần. Sau khi trả đủ thưởng, số còn lại là 95 triệu, tương ứng $95 / 40 = 2,375$ lần. Nếu điều khoản chỉ nói được thưởng khi nhà đầu tư “đạt 2,5 lần”, hai cách xác định thời điểm đo cho kết quả khác nhau.

Các bên có thể chọn một trong nhiều thiết kế. Nếu kiểm tra trước thưởng, 15 triệu được trả khi điều kiện trước thưởng đạt. Nếu yêu cầu vẫn đạt ngưỡng sau thưởng và cho phép trả một phần, khoản thưởng tối đa trong bộ số này là 10 triệu. Nếu chỉ cho phép trả toàn bộ hoặc không trả, điều khoản cần chỉ ra cách xử lý khi trả toàn bộ sẽ làm mất điều kiện. Không có một phương án mặc nhiên đúng cho mọi mục tiêu.

Luật sư cần làm rõ lựa chọn thương mại và diễn đạt thứ tự tính; không chỉ thêm một công thức rồi để mô hình tự lập đến kết quả. Ví dụ kèm điều khoản nên bao gồm chính tình huống mà điều kiện trước và sau thanh toán khác nhau.

8. Theo dõi một thay đổi qua tất cả tài liệu liên quan

Trong quá trình đàm phán, một khoản mục có thể được đổi cách phân loại, một thời hạn được kéo dài hoặc một mức trần được sửa. Để đánh giá thay đổi, cần hỏi nó đi tiếp tới đâu.

Thay đổi ban đầu	Nội dung cần đối chiếu tiếp
Thay đổi EBITDA dùng định giá	Giá trị hoạt động, giá cổ phần, nhu cầu vốn, phân chia giữa người bán
Thêm khoản nợ phải tất toán	Giá mua, nguồn tài trợ, bảng thanh toán, chứng từ giải trừ
Tăng quỹ quyền chọn	Mẫu số sở hữu, giá phát hành, biểu quyết, phân chia khi thoái vốn
Chuyển doanh thu trong thời kỳ earn-out	Phạm vi chỉ tiêu, phân bổ chi phí, báo cáo, quyền kiểm tra và số trả bổ sung
Thay ngày vận hành dự án	Doanh thu, lãi trong xây dựng, dự phòng, kỳ trả nợ, mốc chấm dứt
Thay ngưỡng thưởng quản lý	Tiền của từng nhóm, cách tính lợi nhuận đầu tư và công thức tự tham chiếu

Việc này không đòi hỏi tất cả thay đổi đều được xử lý bởi cùng một người. Nó đòi hỏi người điều phối biết những đầu ra phụ thuộc và xác nhận chúng đã được cập nhật. Một vấn đề chỉ nên được đóng khi phần tính toán, điều khoản và tài liệu thực hiện cùng phản ánh kết quả thống nhất.

Cần lưu phiên bản đã dùng để đối chiếu. Nếu mô hình và hợp đồng có nhiều phiên bản cùng tên gần giống nhau, kết luận đúng cho một bộ có thể không đúng cho bộ dùng để ký. Việc ghi ngày và phiên bản vì vậy phục vụ nội dung công việc, không chỉ quản lý hồ sơ.

■ 9. Thiết kế cơ chế kiểm tra và giải quyết bất đồng có thể vận hành

Ngay cả một công thức rõ vẫn có thể cần xử lý tranh luận về dữ liệu. Cơ chế hợp đồng nên dự kiến việc gửi bản tính, chứng từ hỗ trợ, thời gian phản hồi và cách thanh toán khoản không tranh chấp.

Quyền phản đối cần có thời gian thực tế để sử dụng. Nếu bên kiểm tra chưa nhận dữ liệu cần thiết, một thời hạn ngắn tính từ lúc nhận số tổng hợp có thể không giúp họ xây dựng phương án tính của mình. Các bên cũng cần cân nhắc bảo mật và phạm vi truy cập, sao cho việc kiểm tra có thể thực hiện mà không mở quyền tiếp cận không cần thiết.

Phạm vi của người giải quyết phải phù hợp loại bất đồng. Một lỗi cộng số khác với tranh luận khoản chi có nằm trong định nghĩa hợp đồng hay không. Không nên đặt tất cả dưới một từ “kế toán” rồi giả định cơ chế sẽ vận hành trơn vẹn. Cần xác định vấn đề nào thuộc chuyên gia, vấn đề nào theo cơ chế giải quyết tranh chấp khác và cách xử lý khi chúng liên quan nhau.

Một khoản đang bị yêu cầu thanh toán cũng không mặc nhiên phải bị trừ toàn bộ mệnh giá khỏi giá mua của giao dịch tiếp theo. Có thể tồn tại các lựa chọn như thanh toán để kết thúc tranh luận, giữ lại một phần giá, bảo đảm riêng hoặc phân bổ nghĩa vụ. Lựa chọn cần phản ánh xác suất, quy mô, thời điểm và khả năng thu hồi; tránh biến quan điểm đàm phán của một bên thành quy tắc chung.

■ 10. Hoàn tất bằng một kết luận có thể hành động

Bản tổng hợp cuối cùng nên biết những cơ chế trọng yếu đã được đối chiếu, những lựa chọn thương mại đã được quyết định và những vấn đề còn mở. Đối với vấn đề còn mở, cần ghi người xử lý, thông tin còn thiếu và sự kiện trước đó phải có kết luận: trước ký, trước rút vốn, trước thanh toán hoặc trước kỳ kiểm tra đầu tiên.

Hãy thử ba câu hỏi cuối. Thứ nhất, tổng tiền dự kiến trả có khớp với nguồn có thể sử dụng ở đúng thời điểm không? Thứ hai, người không tham gia đàm phán có thể tính lại những khoản trọng yếu từ tài liệu và dữ liệu được quyền tiếp cận không? Thứ ba, khi kết quả kinh doanh khác dự kiến, có thể xác định rõ điều kiện nào bị ảnh hưởng và bên nào phải làm gì không?

Nếu chưa trả lời được, cần quay lại đúng mắt xích còn thiếu. Có thể đó là dữ liệu; có thể là quyết định chưa được khách hàng đưa ra; có thể là công thức; cũng có thể là thủ tục thực hiện. Thêm lời giải thích dài sẽ không thay thế được phần thiếu đó.

Khả năng nhìn toàn bộ giao dịch được hình thành từ các bước kiểm tra cụ thể này. Luật sư hiểu cách doanh nghiệp tạo và sử dụng tiền sẽ đọc định nghĩa chính xác hơn, nhìn thấy mối liên hệ giữa các tài liệu và giải thích lựa chọn cho khách hàng rõ hơn. Đó là năng lực mà những khái niệm tài chính trong cuốn sách cùng phục vụ.

Nguồn đối chiếu và đọc thêm

- Aswath Damodaran, **An Introduction to Valuation**: đối chiếu phân biệt phạm vi giá trị của hoạt động và của vốn chủ sở hữu.
pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/background/valintro.htm
- ICAEW, **Financial Modelling Code**: đối chiếu nguyên tắc minh bạch mô hình, kiểm tra tính nhất quán và thử kết quả khi đầu vào thay đổi.
icaew.com/-/media/corporate/files/technical/technology/excel/financial-modelling-code.ashx

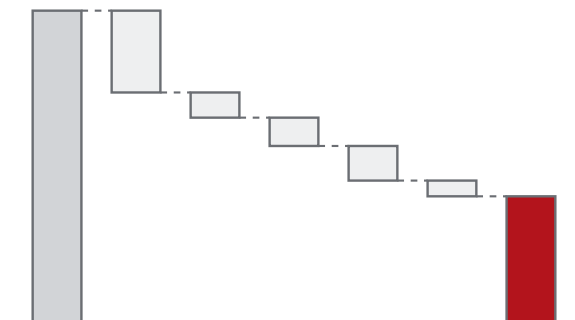
Các phép tính trong chương được xây dựng riêng để kiểm tra cơ chế; các số liệu không mô tả giao dịch có thật. Các bước tổng hợp là phương pháp biên tập của sách, kết nối nội dung các chương 2–21.

A–C

Phụ lục tra cứu và thực hành

Thuật ngữ Việt – Anh, các công thức dùng trong sách cùng điều kiện áp dụng, và bản đồ tài liệu kèm mẫu ghi nhận cơ chế kinh tế.

-
- A** Thuật ngữ kinh doanh và tài chính dành cho người làm luật
B Công thức và điều kiện áp dụng
C Bản đồ tài liệu và mẫu ghi nhận cơ chế kinh tế





Thuật ngữ kinh doanh và tài chính dành cho người làm luật

Trong phụ lục này

Tiền, tài khoản và hoạt động kinh doanh	193	Vốn cổ phần và phân chia lợi ích	197
Độc số kế toán và chỉ tiêu lợi nhuận	195	Giá mua, tài trợ dự án và thực hiện giao dịch	199
Nợ, định giá và lợi nhuận đầu tư	196		

Các định nghĩa dưới đây dùng để tra cứu nhanh. Khi một thuật ngữ được dùng trong hợp đồng, cần đọc định nghĩa của chính hợp đồng đó. Cùng một tên gọi có thể phục vụ những mục đích khác nhau; định nghĩa ngắn trong phụ lục không thay thế những giả định và giới hạn trình bày ở chương liên quan.

Tiền, tài khoản và hoạt động kinh doanh

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Dòng tiền — cash flow	Các khoản tiền vào và ra trong một kỳ. Cần xác định dòng tiền của chủ thể nào, thuộc hoạt động nào và trước hay sau khoản chi nào.	Chương 2
Khả năng thanh khoản — liquidity	Khả năng có được nguồn tiền sử dụng được để đáp ứng nghĩa vụ đến hạn; không chỉ là tổng giá trị tài sản.	Chương 2
Tiền bị hạn chế sử dụng — restricted cash	Tiền mà khả năng rút, chuyển hoặc sử dụng bị giới hạn theo cơ chế liên quan. Có tiền trên báo cáo chưa đồng nghĩa có thể dùng để trả khoản đang xét.	Chương 2, 15, 18

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh — cash flow from operations, CFO	Dòng tiền được phân loại vào hoạt động kinh doanh trên báo cáo. Cần hiểu cách phân loại và các khoản đã bao gồm trước khi dùng cho tỷ lệ hoặc định giá.	Chương 2, 3
Chi đầu tư — capital expenditure, capex	Chi để mua, xây dựng hoặc nâng cấp tài sản phục vụ hoạt động trong nhiều kỳ. Chi tiền và ghi nhận chi phí có thể không cùng thời điểm.	Chương 2, 3
Dòng tiền tự do — free cash flow, FCF	Tên gọi cho phần dòng tiền còn lại sau các khoản chi được xác định trong phương pháp sử dụng. Phải nêu công thức; không có một công thức phù hợp mọi mục đích.	Chương 2, 6
Dòng tiền cho toàn bộ bên cung cấp vốn — free cash flow to the firm, FCFF	Dòng tiền hoạt động sau thuế và nhu cầu tái đầu tư, trước các dòng tiền tài trợ cho chủ nợ và cổ đông, theo phương pháp định giá đang áp dụng.	Chương 6
Dòng tiền cho vốn chủ sở hữu — free cash flow to equity, FCFE	Dòng tiền còn dành cho chủ sở hữu sau nhu cầu tái đầu tư và dòng tiền nợ vay ròng theo phương pháp áp dụng.	Chương 6
Tốc độ tiêu hao tiền — cash burn	Mức sử dụng tiền trong một kỳ; cần phân biệt tổng tiền chi với mức giảm tiền ròng sau thu.	Chương 2
Thời gian duy trì hoạt động bằng tiền hiện có — runway	Ước tính thời gian nguồn tiền có thể đáp ứng mức tiêu hao dự kiến. Phép chia đơn giản chỉ phù hợp khi mức tiêu hao tương đối ổn định và dương.	Chương 2
Khoản phải thu — receivable	Quyền đòi thanh toán từ bên khác. Giá trị ghi nhận, giá trị có thể thu và giá trị được chấp nhận làm cơ sở vay có thể khác nhau.	Chương 3, 4, 15
Khoản phải trả — payable	Nghĩa vụ thanh toán cho bên khác, cần phân biệt loại nghĩa vụ, thời điểm đến hạn và cách xử lý trong giao dịch.	Chương 3, 4
Vốn lưu động ròng — net working capital, NWC	Theo nghĩa tổng quát: tài sản ngắn hạn trừ nợ ngắn hạn. Trong mua bán doanh nghiệp thường có định nghĩa điều chỉnh, có thể loại tiền, nợ vay và các khoản được xử lý riêng.	Chương 4
Chu kỳ chuyển đổi tiền — cash conversion cycle, CCC	Thước đo khoảng thời gian tiền gắn với tồn kho và thu hồi công nợ, có xét thời gian được nhà cung cấp cấp tín dụng.	Chương 4

Đọc số kế toán và chỉ tiêu lợi nhuận

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Bảng cân đối kế toán — balance sheet	Trình bày tài sản, nợ phải trả và vốn chủ sở hữu tại một thời điểm. Giá trị sổ sách không mặc nhiên là giá trị giao dịch.	Chương 3
Báo cáo kết quả kinh doanh — income statement	Trình bày doanh thu, chi phí và kết quả trong một kỳ theo cơ sở ghi nhận áp dụng.	Chương 3
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ — cash flow statement	Trình bày sự vận động của tiền trong kỳ theo các nhóm hoạt động và giải thích thay đổi số dư tiền.	Chương 2, 3
Cơ sở dồn tích — accrual basis	Ghi nhận tác động kinh tế theo cơ sở phát sinh phù hợp, có thể khác thời điểm thu hoặc chi tiền.	Chương 3
Chính sách kế toán — accounting policy	Nguyên tắc và phương pháp được áp dụng để ghi nhận, đo lường và trình bày các khoản mục.	Chương 3
Ước tính kế toán — accounting estimate	Số được xác định bằng xét đoán khi kết quả hoặc giá trị chưa thể quan sát chắc chắn. Khác với quyền tùy ý chọn một kết quả.	Chương 3
Khấu hao và phân bổ — depreciation and amortisation	Phân bổ giá trị tài sản thuộc phạm vi áp dụng vào các kỳ sử dụng; không phải khoản tiền tự được để riêng trong một tài khoản.	Chương 3, 7
Suy giảm giá trị — impairment	Việc giảm giá trị ghi nhận của tài sản khi cơ sở đo lường áp dụng cho thấy giá trị đó không còn được hỗ trợ.	Chương 3
Lợi thế thương mại — goodwill	Khoản được ghi nhận trong một số giao dịch mua doanh nghiệp, phản ánh phần chênh lệch theo phương pháp kế toán sau khi xác định tài sản thuần có thể nhận diện. Không đồng nghĩa với tiền hoặc tài sản chắc chắn bán riêng được.	Chương 3
EBITDA	Lợi nhuận trước lãi vay, thuế thu nhập, khấu hao và phân bổ. Cần xác định điểm xuất phát và các khoản thực sự đã được khấu trừ; EBITDA không phải dòng tiền.	Chương 7
EBITDA điều chỉnh — adjusted EBITDA	EBITDA sau những điều chỉnh được nêu rõ cho một mục đích. Nhãn “điều chỉnh” chưa chứng minh điều chỉnh có cơ sở.	Chương 7
Khoản cộng lại — add-back	Khoản được cộng vào chỉ tiêu theo phương pháp hoặc định nghĩa áp dụng, chẳng hạn để loại tác động của một chi phí. Cần kiểm tra lý do, mức tiền và nguy cơ tính trùng.	Chương 7

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Điều chỉnh giả định theo cấu trúc giao dịch — pro forma adjustment	Điều chỉnh số liệu để phản ánh một sự kiện như thể đã xảy ra theo cơ sở được nêu; không phải bằng chứng sự kiện đã thực tế diễn ra suốt kỳ.	Chương 5, 7
Phân tích chất lượng lợi nhuận — quality of earnings, QoE	Phân tích cấu phần, tính bền vững và các điều chỉnh đối với lợi nhuận phục vụ giao dịch. Phạm vi phụ thuộc nhiệm vụ; không đồng nhất với kiểm toán.	Chương 3, 7, 21

Nợ, định giá và lợi nhuận đầu tư

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Đòn bẩy tài chính — financial leverage	Việc sử dụng nợ hoặc nghĩa vụ tài trợ có tính chất tương tự để tài trợ hoạt động/tài sản, làm thay đổi rủi ro và lợi ích của chủ sở hữu. Có nhiều thước đo đòn bẩy.	Chương 5
Nợ ròng — net debt	Nợ thuộc phạm vi đo trừ tiền được phép khấu trừ, cùng các khoản điều chỉnh đã xác định. Phạm vi trong hợp đồng có thể khác số kế toán.	Chương 5, 6, 14
Khoản có tính chất nợ — debt-like item	Khoản được thỏa thuận xử lý như nợ cho mục đích giao dịch; không tự động bao gồm mọi nghĩa vụ kế toán.	Chương 6, 14
Cam kết tài chính — financial covenant	Điều kiện hợp đồng liên quan chỉ tiêu tài chính, với cách đo, kỳ kiểm tra và hậu quả được xác định.	Chương 5, 7
Dư địa tuân thủ — covenant headroom	Khoảng cách tới ngưỡng kiểm tra. Cần nói đo bằng số tiền, số lần hay tỷ lệ thay đổi của đầu vào.	Chương 5, 19, 22
Hạn mức vay quay vòng — revolving credit facility, RCF	Cơ chế cho phép rút, trả và có thể rút lại trong giới hạn và theo điều kiện thỏa thuận. Hạn mức danh nghĩa khác khả năng rút thực tế.	Chương 2, 5, 15
Lãi nhập gốc — payment-in-kind interest, PIK	Lãi được thanh toán bằng cách tăng nghĩa vụ nợ hoặc phương thức phi tiền mặt đã thỏa thuận, thay vì trả ngay bằng tiền. Có thể làm gốc phải trả tăng dần.	Chương 5, 17
Giá trị doanh nghiệp — enterprise value, EV	Trong định giá doanh nghiệp phi tài chính thông thường, giá trị của hoạt động dành cho các bên cung cấp vốn trước khi phân bổ cho riêng chủ sở hữu. Phạm vi chính xác phải được xác định.	Chương 6

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Giá trị vốn chủ sở hữu — equity value	Tổng giá trị thuộc về chủ sở hữu sau khi xử lý các nghĩa vụ tài trợ và khoản điều chỉnh phù hợp với phạm vi định giá. Việc phân bổ giữa các lớp cổ phần là bước tiếp theo; số này chưa chắc bằng tiền trả ngay tại hoàn tất.	Chương 6, 11, 14
Bội số định giá — valuation multiple	Tỷ số giữa một thước đo giá trị và chỉ tiêu tương ứng như lợi nhuận hoặc doanh thu. Tử số và mẫu số phải phù hợp về phạm vi và kỳ.	Chương 6
Chiết khấu dòng tiền — discounted cash flow, DCF	Phương pháp quy dòng tiền kỳ vọng về hiện tại bằng tỷ lệ phù hợp với phạm vi và rủi ro của dòng tiền.	Chương 6
Giá trị hiện tại ròng — net present value, NPV	Tổng giá trị hiện tại có dấu của các khoản thu và chi tại một tỷ lệ chiết khấu xác định.	Chương 6, 8
Tỷ suất hoàn vốn nội bộ — internal rate of return, IRR	Tỷ suất làm NPV của lịch dòng tiền bằng không. Có thể không có nghiệm phù hợp hoặc có nhiều nghiệm; phải xác định kỳ/ngày và quy ước.	Chương 8
Bội số vốn đầu tư — multiple on invested capital, MOIC	Tổng giá trị đã thu/phân phối và giá trị còn giữ, chia vốn đã đầu tư theo phạm vi đo. Không phản ánh thời gian.	Chương 8
DPI, RVPI, TVPI	Các bội số lần lượt phản ánh giá trị đã phân phối, giá trị còn lại và tổng hai phần so với vốn đã góp trên cùng cơ sở.	Chương 8, 12

■ Vốn cổ phần và phân chia lợi ích

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Bảng cơ cấu vốn — capitalisation table, cap table	Bảng thể hiện người nắm giữ và các loại quyền đối với vốn. Tỷ lệ tính trên cơ sở đã phát hành có thể khác cơ sở giả định thực hiện/chuyển đổi.	Chương 9
Cơ sở giả định pha loãng toàn bộ — fully diluted basis	Cơ sở tính số cổ phần có xét các quyền mua/chuyển đổi theo danh mục và giả định nêu rõ; không có một mẫu số mặc định cho mọi hợp đồng.	Chương 9
Định giá trước và sau đầu tư — pre-money/post-money valuation	Giá trị vốn chủ sở hữu được thỏa thuận trước và sau phần vốn mới trong một vòng đầu tư. Quan hệ cộng đơn giản cần các giả định về phát hành, dòng tiền và công cụ chuyển đổi.	Chương 9

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Quỹ quyền chọn — option pool	Phần quyền lợi vốn được dành cho chương trình cấp quyền chọn hoặc khuyến khích. Phải phân biệt phần đã cấp, chưa cấp và đã thực hiện.	Chương 9, 17
Pha loãng — dilution	Sự thay đổi theo hướng giảm của tỷ lệ, giá trị hoặc quyền lợi tùy thuộc đo; tỷ lệ sở hữu giảm không tự chứng minh giá trị tiền giảm.	Chương 10
Quyền tham gia mua thêm — pro rata participation right	Quyền tham gia vòng phát hành để duy trì tỷ lệ theo phạm vi thỏa thuận, thường đòi hỏi bỏ thêm vốn.	Chương 10
Điều chỉnh chống pha loãng theo giá — price-based anti-dilution	Cơ chế điều chỉnh giá hoặc tỷ lệ chuyển đổi khi phát hành ở giá thấp hơn theo điều kiện thỏa thuận. Khác quyền mua thêm.	Chương 10
Bình quân gia quyền — weighted-average anti-dilution	Cách điều chỉnh có xét cả mức giá và quy mô phát hành; kết quả phụ thuộc phạm vi số cổ phần trong công thức.	Chương 10
Điều chỉnh toàn phần — full ratchet anti-dilution	Cách điều chỉnh theo giá phát hành thấp hơn thuộc phạm vi kích hoạt, không cân đối theo quy mô giống công thức bình quân gia quyền.	Chương 10
Quyền ưu tiên nhận tiền — liquidation preference	Quyền nhận tiền theo thứ tự/mức ưu tiên khi có sự kiện được định nghĩa. Phạm vi không nhất thiết chỉ là thanh lý.	Chương 11
Ưu tiên không tham gia chia tiếp — non-participating preference	Cơ chế thường cho phép chọn nhận ưu tiên hoặc hưởng như khi chuyển đổi, theo điều kiện và lượng tiền thực có.	Chương 11
Ưu tiên có tham gia chia tiếp — participating preference	Cơ chế nhận ưu tiên rồi tham gia phần còn lại theo tỷ lệ và giới hạn thỏa thuận.	Chương 11
Thứ tự phân chia — waterfall	Các bước phân bổ một tổng tiền xác định giữa những người hưởng theo thứ tự, ngưỡng và cơ sở đã thống nhất.	Chương 11, 12, 16
Phần lợi nhuận cho bên quản lý quỹ — carried interest/carry	Quyền hưởng một phần lợi nhuận quỹ theo cơ chế phân chia; khác phí quản lý.	Chương 12

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Lợi tức ưu tiên — preferred return; ngưỡng lợi nhuận — hurdle	Preferred return là phần lợi tức được ưu tiên phân phối theo thỏa thuận; hurdle là ngưỡng dùng để kích hoạt hoặc xác định cách chia. Hai thuật ngữ có liên hệ nhưng không hoàn toàn đồng nghĩa. Không mặc nhiên bảo đảm sẽ có đủ lợi nhuận để thanh toán.	Chương 12
Tầng bắt kịp, hay bước phân chia bù — catch-up	Bước phân chia giúp một bên đạt tỷ lệ lợi nhuận thỏa thuận sau khi bên khác đã nhận phần ưu tiên. Kết quả phụ thuộc định nghĩa cơ sở chia.	Chương 12
Hoàn trả phần đã nhận vượt mức — clawback	Cơ chế yêu cầu hoàn lại khoản đã nhận khi việc tính lại cho thấy vượt quyền hưởng; cần nguồn hoàn trả và cách thực hiện.	Chương 12, 17
Quyền lợi khuyến khích của quản lý — sweet equity	Quyền lợi vốn thiết kế để khuyến khích quản lý, có thể chỉ hưởng phần giá trị còn lại sau các lớp tài trợ ưu tiên. Giá mua thấp không đồng nghĩa giá trị chắc chắn cao.	Chương 17
Xác lập dần quyền hưởng — vesting	Cơ chế quyền lợi được xác lập theo thời gian, thành tích hoặc sự kiện; cần phân biệt với thời điểm nhận tiền.	Chương 17
Cơ chế tăng tỷ lệ hưởng theo ngưỡng — management ratchet	Cơ chế tăng phần hưởng của quản lý theo ngưỡng kết quả đầu tư. Khác full ratchet chống pha loãng.	Chương 8, 17

■ Giá mua, tài trợ dự án và thực hiện giao dịch

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Giá mua bổ sung theo kết quả — earn-out	Phần giá phụ thuộc kết quả hoặc mốc sau giao dịch, theo chỉ tiêu và cơ chế đo đã thỏa thuận. Khác khoản giá cố định chỉ được trả chậm.	Chương 13
Báo cáo tại ngày hoàn tất — completion accounts	Báo cáo hoặc bộ số liệu được lập để xác định/điều chỉnh giá tại ngày hoàn tất, theo nguyên tắc hợp đồng. Cần phân biệt bộ số liệu với toàn bộ cơ chế điều chỉnh giá sử dụng nó.	Chương 14
Cơ chế giá cố định trên số liệu lịch sử — locked box	Cơ chế định giá trên số liệu tại ngày tham chiếu trước hoàn tất, kèm phân bổ rủi ro và kiểm soát chuyển giá trị theo thỏa thuận.	Chương 14
Chuyển giá trị cho người bán — leakage	Khoản chuyển giá trị thuộc phạm vi hạn chế trong cơ chế locked box, thường liên quan người bán hoặc bên liên quan. Không đồng nhất với mọi khoản chi kinh doanh.	Chương 14

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Khoản tăng giá theo thời gian — ticker/value accrual	Khoản giá cộng thêm theo thời gian hoặc phương pháp đã thống nhất giữa ngày tham chiếu và hoàn tất. Không tự chứng minh tiền thực tế đã được tạo ra.	Chương 14
Tiền giữ lại/bảo chứng — holdback/escrow	Cơ chế giữ một phần tiền và chỉ chi theo điều kiện. Holdback thường do bên trả giữ; escrow dùng cơ chế giữ riêng theo thỏa thuận.	Chương 14
Bảo đảm bằng tài sản — security interest	Cơ chế gắn quyền của chủ nợ với tài sản để hỗ trợ thu hồi nghĩa vụ; hiệu quả phụ thuộc phạm vi, điều kiện và khả năng thực hiện.	Chương 15
Bảo lãnh — guarantee	Cam kết của một chủ thể khác đối với việc thực hiện nghĩa vụ theo phạm vi đã xác định. Không tự đồng nghĩa có quyền ưu tiên trên tài sản của người bảo lãnh.	Chương 15
Cơ sở tính mức tài trợ — borrowing base	Mức được tính từ tài sản đáp ứng điều kiện, tỷ lệ tài trợ và các khoản khấu trừ. Khác phần tiền còn có thể rút.	Chương 15
Thỏa thuận giữa các chủ nợ — intercreditor agreement	Thỏa thuận điều phối quyền, thứ tự thanh toán và việc thực hiện biện pháp của các nhóm chủ nợ.	Chương 15
Công ty dự án — special purpose vehicle, SPV	Chủ thể được sử dụng cho một mục đích/dự án xác định. Việc đặt trong SPV không tự loại bỏ mọi rủi ro lan truyền.	Chương 16
Dòng tiền sẵn có để trả nợ — cash flow available for debt service, CFADS	Dòng tiền được xác định theo phương pháp tài trợ dự án để phục vụ trả nợ; phải đọc các khoản cộng/trừ và kỳ đo.	Chương 16
Tỷ lệ bao phủ trả nợ — debt service coverage ratio, DSCR	CFADS chia nghĩa vụ trả nợ trong kỳ tương ứng theo định nghĩa hợp đồng.	Chương 16
Tỷ lệ bao phủ trong thời hạn vay — loan life coverage ratio, LLCR	Giá trị hiện tại của dòng tiền đủ điều kiện trong thời hạn vay còn lại chia số nợ đang xét, với quy ước đã xác định.	Chương 16
Tỷ lệ bao phủ trong thời hạn dự án — project life coverage ratio, PLCR	Tỷ lệ dùng dòng tiền trong thời hạn dự án theo phạm vi xác định; có thể bao gồm dòng tiền sau ngày đáo hạn nợ.	Chương 16

Thuật ngữ	Ý nghĩa trong sách	Đọc thêm
Tài khoản dự phòng trả nợ — debt service reserve account, DSRA	Nguồn dự phòng phục vụ trả nợ theo cơ chế đã thỏa thuận, có cách xác định mức tiền và bổ sung riêng.	Chương 16
Hạn chế phân phối — distribution lock-up	Điều kiện giữ tiền trong phạm vi nhất định và ngăn phân phối khi chưa đáp ứng phép thử. Không mặc nhiên đồng nghĩa đã xảy ra vi phạm dẫn đến thu hồi nợ.	Chương 16, 18
Bồi thường ấn định cho chậm tiến độ — delay liquidated damages	Khoản được xác định theo cơ chế thỏa thuận khi chậm tiến độ. Mức tối đa theo hợp đồng khác số thực tế có thể thu đúng lúc.	Chương 16
Bảng nguồn và sử dụng vốn — sources and uses	Đối chiếu các nguồn vốn với giá mua, trả nợ, phí và nhu cầu tiền khác. Cân bằng tổng chưa đủ nếu thời điểm hoặc điều kiện giải ngân không khớp.	Chương 19, 22
Bảng thanh toán hoàn tất — funds flow	Danh sách các khoản chuyển tiền để thực hiện giao dịch, xác định bên trả, bên nhận, mục đích và điều kiện.	Chương 14, 22

Các chương được dẫn trong bảng cung cấp lời giải thích và nguồn đối chiếu cụ thể. Phụ lục dùng thống nhất thuật ngữ của bản tiếng Việt; một số cách dịch được mô tả dài để giữ rõ ý nghĩa thay vì áp đặt một tên gọi ngắn có thể gây nhầm lẫn.

B

Công thức và điều kiện áp dụng

Trong phụ lục này

1. Tiền và vốn lưu động	203	4. Vốn cổ phần và phân chia	208
2. Nợ, lợi nhuận và định giá	205	5. Thanh toán giá mua và tài trợ dự án	210
3. Lợi nhuận đầu tư	207		

Công thức giúp kiểm tra cơ chế, nhưng chỉ đúng với phạm vi và giả định đã xác định. Trước khi dùng, hãy ghi đơn vị tiền, kỳ đo, ngày đo, phạm vi chủ thể và cách làm tròn. Giữ số chính xác trong tính toán; làm tròn ở phần trình bày, trừ khi hợp đồng quy định một cách khác.

Các công thức dưới đây dùng cho việc học và đối chiếu với các chương. Chúng không phải bộ định nghĩa được tự động đưa vào mọi hợp đồng.

1. Tiền và vốn lưu động

Biến động tiền trong kỳ

$$\text{Tiền cuối kỳ} = \text{Tiền đầu kỳ} + \text{Tổng tiền vào} - \text{Tổng tiền ra}$$

Trong báo cáo hoặc bảng đối chiếu thực tế có thể cần trình bày riêng ảnh hưởng chuyển đổi tiền tệ và các mục điều chỉnh để nối đúng hai số dư. Phải thống nhất tiền và tương đương tiền nào thuộc phạm vi.

Một cách đo dòng tiền tự do thông dụng

$$\text{FCF} = \text{Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh} - \text{Chi đầu tư}$$

Đây là cách đo phải được định nghĩa, không mặc nhiên là FCFF. Cần biết dòng tiền hoạt động đã trừ lãi, thuế và những khoản gì; đồng thời xác định có dùng tổng chi đầu tư hay một phạm vi hẹp hơn.

Ước tính runway đơn giản

$\text{Runway} = \text{Tiền thực sự có thể sử dụng} / \text{Mức tiêu hao tiền ròng mỗi kỳ}$

Chỉ dùng khi mức tiêu hao ròng dương và tương đối ổn định. Không dùng phép chia này để kết luận thời gian tồn tại khi có khoản chi lớn, mùa vụ, tiền bị hạn chế hoặc nguồn vốn chưa chắc được giải ngân.

Vốn lưu động ròng theo nghĩa tổng quát

$\text{NWC} = \text{Tài sản ngắn hạn} - \text{Nợ ngắn hạn}$

NWC trong giao dịch có thể dùng một tập hợp khác. Khi hợp đồng loại tiền và nợ vay, phải dùng danh mục khoản mục đã thỏa thuận để tính lại cả số mục tiêu lẫn số thực tế.

Chu kỳ chuyển đổi tiền

$\text{CCC} = \text{DSO} + \text{DIO} - \text{DPO}$

Trong một phép tính theo năm 365 ngày:

- $\text{DSO} = \text{Phải thu thương mại bình quân} / \text{Doanh thu bán chịu} \times 365.$
- $\text{DIO} = \text{Tồn kho bình quân} / \text{Giá vốn hàng bán} \times 365.$
- $\text{DPO} = \text{Phải trả nhà cung cấp bình quân} / \text{Giá trị mua chịu tương ứng} \times 365.$

Nếu dùng doanh thu tổng thay bán chịu hoặc giá vốn thay mua chịu, phải nói đó là số thay thế để ước tính. Các khoản mục, thuế gián thu nếu có và kỳ đo phải được xử lý nhất quán. Chỉ số có thể bị ảnh hưởng bởi mùa vụ và cách lấy bình quân.

Điều chỉnh giá theo vốn lưu động

$\text{Điều chỉnh} = \text{NWC thực tế} - \text{NWC mục tiêu}$

Theo cơ chế tăng giảm tương ứng từng đơn vị, giá tăng khi chênh lệch dương và giảm khi chênh lệch âm. Không đặt thêm dấu “±” trước một chênh lệch đã có dấu. Cần đọc thêm giới hạn, vùng dung sai và những khoản được xử lý riêng.

2. Nợ, lợi nhuận và định giá

EBITDA từ một chỉ tiêu lợi nhuận đã xác định

$$\text{EBITDA} = \text{Lợi nhuận sau thuế} + \text{Chi phí thuế thu nhập} + \text{Chi phí lãi vay} + \text{Khấu hao} + \text{Phân bổ}$$

Đây là biểu thức giản lược. Chỉ cộng lại khoản đã được khấu trừ khi tạo ra số lợi nhuận xuất phát; các khoản thu nhập lãi, kết quả phi hoạt động và chênh lệch trình bày cần xử lý rõ. EBITDA điều chỉnh đòi hỏi một bảng điều chỉnh riêng, không chỉ công thức tên gọi.

Tỷ lệ đòn bẩy theo nợ ròng/EBITDA

$$\text{Tỷ lệ} = \text{Nợ ròng được định nghĩa} / \text{EBITDA được định nghĩa}$$

Phải thống nhất phạm vi công ty và kỳ EBITDA. Một số dư nợ tại ngày đo thường được so với lợi nhuận của một kỳ, chẳng hạn mười hai tháng; không tự ghép với một tháng lợi nhuận. EBITDA bằng không hoặc âm làm tỷ lệ khó sử dụng theo cách thông thường.

Mức EBITDA tối thiểu để chạm giới hạn đòn bẩy

$$\text{EBITDA tối thiểu} = \text{Nợ ròng} / \text{Giới hạn tỷ lệ}$$

Nếu nợ ròng giữ nguyên, EBITDA hiện tại dương và chưa vượt giới hạn:

$$\text{Tỷ lệ EBITDA có thể giảm tới ngưỡng} = 1 - \text{Nợ ròng} / (\text{Giới hạn tỷ lệ} \times \text{EBITDA hiện tại})$$

Ví dụ $1 - 36 / (4 \times 10) = 10\%$. Không nhầm khoảng cách 0,40 lần của một tỷ lệ với 40% sức chịu đựng lợi nhuận.

Giới hạn khoản cộng lại tính trên EBITDA trước điều chỉnh

Nếu EBITDA cơ sở là B, tỷ lệ trần c và khoản cộng lại được phép là A:

$$A \leq c \times B$$

Nếu trần lại tính trên EBITDA sau chính khoản cộng lại đó, với $0 \leq c < 1$:

$$A \leq c \times (B + A), \text{ tương đương } A \leq c \times B / (1 - c).$$

Hai cơ sở khác nhau. Với B bằng 10 và c bằng 20%, trần lần lượt là 2 và 2,5, nếu không có khoản khác dùng chung giới hạn.

Giá trị theo bội số

$$\text{Giá trị} = \text{Chỉ tiêu tương ứng} \times \text{Bội số đã lựa chọn}$$

EV/EBITDA liên hệ giá trị hoạt động với lợi nhuận trước chi phí tài trợ theo phạm vi phù hợp. Bội số giá cổ phần/lợi nhuận ròng dùng một cơ sở khác. Cần thống nhất quá khứ/dự báo, phạm vi hoạt động và cách xử lý thuê tài sản.

Từ giá trị hoạt động đến giá cổ phần trong một cơ chế giao dịch giản lược

$$\text{Giá cổ phần} = \text{EV} - \text{Nợ và khoản có tính chất nợ} + \text{Tiền được tính} + (\text{NWC thực tế} - \text{NWC mục tiêu}) + \text{Điều chỉnh khác có dấu}$$

Không phải mọi giao dịch đều có điều chỉnh NWC; có thể còn tài sản phi hoạt động hoặc quyền của bên khác. Tránh khấu trừ cùng khoản ở nhiều vị trí. Giá cổ phần tính được cũng chưa phải tiền trả ngay nếu có giữ lại hoặc thanh toán theo đợt.

Giá trị hiện tại và NPV theo kỳ đều

$$\text{PV của khoản tiền } C \text{ tại kỳ } t = C / (1 + r)^t$$

$\text{NPV} = \sum [CF_t / (1 + r)^t]$, kể cả dòng tiền tại thời điểm 0.

CF là dòng tiền có dấu: đầu tư thường âm, thu hồi thường dương. Tỷ lệ r và độ dài kỳ phải khớp nhau. Dòng tiền cho toàn bộ bên cung cấp vốn và dòng tiền riêng cho chủ sở hữu cần tỷ lệ chiết khấu phù hợp với từng phạm vi.

Giá trị cuối kỳ theo tăng trưởng ổn định

$$\text{TV tại cuối kỳ } n = CF_{(n+1)} / (r - g)$$

Giả định dòng tiền tăng ổn định ở g từ sau kỳ dự báo, với $r > g$, và cơ sở dòng tiền/chiết khấu phù hợp. TV còn phải được chiết khấu về ngày định giá. Công thức không tự chứng minh giả định tăng trưởng hoặc tái đầu tư là khả thi.

3. Lợi nhuận đầu tư

MOIC

$$\text{MOIC} = (\text{Giá trị đã phân phối} + \text{Giá trị còn giữ}) / \text{Vốn đã đầu tư}$$

Phải thống nhất phạm vi nhà đầu tư, phí, vốn bổ sung, tài sản được phân phối và ngày đo. Nếu chỉ tính khoản đầu tư đã thoái hết bằng tiền, tử số không còn phần định giá tài sản chưa bán.

Các bội số quỹ

$$\text{DPI} = \text{Giá trị đã phân phối} / \text{Vốn đã góp}$$

$$\text{RVPI} = \text{Giá trị còn lại} / \text{Vốn đã góp}$$

$$\text{TVPI} = \text{DPI} + \text{RVPI}$$

Quan hệ cuối chỉ dùng khi ba số cùng cơ sở, phạm vi và thời điểm. Phân phối tài sản không mặc nhiên là tiền mặt.

IRR với một khoản đầu tư và một khoản thu cuối cùng

$$\text{IRR năm} = (\text{Tiền thu cuối} / \text{Tiền đầu tư})^{(1 / \text{Số năm})} - 1$$

Chỉ dùng khi không có dòng tiền giữa kỳ và đã xác định cách đo thời gian. Nếu có nhiều dòng tiền, cần giải phương trình NPV bằng không với đầy đủ lịch tiền.

IRR theo kỳ và quy đổi năm

$$0 = \sum [\text{CF}_t / (1 + \text{IRR})^t]$$

$$\text{Tỷ suất năm có lãi kép} = (1 + \text{Tỷ suất mỗi kỳ})^m - 1$$

m là số kỳ trong năm. Dòng tiền đổi dấu nhiều lần có thể tạo nhiều nghiệm; dùng ngày thực tế không loại bỏ khả năng này. XIRR dùng số ngày thực tế và quy ước

năm 365 ngày trong cách triển khai được trình bày ở chương 8.

Lãi kép trên khoản giữ nguyên

$$\text{Giá trị cuối} = \text{Giá trị đầu} \times (1 + r)^n$$

r là tỷ suất của chính kỳ nhập lãi, n là số kỳ. Với lãi nhập gốc của khoản nợ, cần tính thêm các lần trả, rút thêm, thay đổi lãi suất và quy ước kỳ nếu có; công thức trên không bao phủ các thay đổi đó.

4. Vốn cổ phần và phân chia

Vòng góp vốn mới giảm lược

$$\text{Giá trị sau đầu tư} = \text{Giá trị trước đầu tư} + \text{Vốn mới đi vào công ty}$$

$$\text{Tỷ lệ nhà đầu tư mới} = \text{Vốn mới} / \text{Giá trị sau đầu tư}$$

Giả định các quyền kinh tế phù hợp cơ sở định giá, toàn bộ là góp vốn mới và không có điều chỉnh khác về quyền chọn hoặc chuyển đổi chưa phản ánh. Tiền mua cổ phần từ cổ đông cũ không tự cộng vào tiền của công ty theo công thức này.

Giá mỗi cổ phần và số cổ phần mới

$$\text{Giá phát hành} = \text{Giá trị trước đầu tư} / \text{Số cổ phần trước đầu tư theo cơ sở thỏa thuận}$$

$$\text{Số cổ phần mới} = \text{Số tiền góp} / \text{Giá phát hành}$$

Phải xác định vị trí quỹ quyền chọn, công cụ chuyển đổi và quy tắc làm tròn. Khi các biến phụ thuộc lẫn nhau, cần giải đồng thời thay vì thay mẫu số tùy bước.

Điều chỉnh chống pha loãng bình quân gia quyền

$$\text{CP}_{\text{mới}} = \text{CP}_{\text{cũ}} \times (A + B) / (A + C)$$

Trong đó A là cơ sở cổ phần trước phát hành theo định nghĩa; B là số cổ phần có thể mua bằng số tiền mới ở giá chuyển đổi cũ; C là số cổ phần thực tế phát hành thuộc phạm vi điều chỉnh. Quy định cụ thể về A , số tiền mới, ngoại lệ và quy đổi công cụ là phần thiết yếu của cơ chế.

Ưu tiên không tham gia chia tiếp với một lớp ưu tiên

Nếu tổng tiền S không âm, mức ưu tiên L không âm, tỷ lệ sau chuyển đổi p cố định trong khoảng từ 0 đến 1, không có lớp ưu tiên khác hoặc khoản phân bổ khác:

$$\text{Tiền cho lớp ưu tiên} = \min(S, \max(L, p \times S))$$

Phép chặn bởi S ngăn kết quả vượt tiền có sẵn. Công thức này giả định có quyền lựa chọn giữa ưu tiên và chuyển đổi. Nhiều lớp ưu tiên phải xét trạng thái chuyển đổi nhất quán và thứ tự ưu tiên của các lớp.

Ưu tiên có tham gia chia tiếp, không trần, với một lớp

Theo cùng giả định về tiền, không có quyền/điều kiện khác làm thay đổi cơ chế:

$$\text{Tiền cho lớp ưu tiên} = \min(S, L) + p \times \max(0, S - L)$$

Cơ chế có trần tham gia hoặc lựa chọn chuyển đổi cần tính thêm các giới hạn và phương án. Không chỉ thay một ký hiệu trong công thức rồi bỏ qua quyền lựa chọn.

Catch-up toàn phần trong một cơ chế đơn giản

Giả định người góp vốn đã nhận h lợi nhuận ưu tiên, bên quản lý chưa nhận lợi nhuận, tỷ lệ lợi nhuận mục tiêu của bên quản lý là c ; phần chia bù tiếp theo được dành toàn bộ cho bên quản lý:

$$\text{Khoản catch-up đủ mức} = h \times c / (1 - c)$$

Chỉ có thể trả trong phạm vi tiền còn sẵn. Cơ sở tính lợi nhuận, chi phí và vốn hoàn trả phải được xác định. Sau khi hoàn tất các bước cần thiết, carry có thể bằng c nhân tổng lợi nhuận thuộc cơ sở chia; trước đó không thể mặc nhiên dùng công thức tắt.

Phần carry đã trả vượt mức tính lại

$$\text{Phần vượt} = \max(0, \text{Carry đã trả ròng sau các khoản đã hoàn lại} - \text{Carry được hưởng sau tính lại})$$

Số có thể yêu cầu hoàn trả còn phụ thuộc cơ chế clawback, giới hạn và các điều chỉnh đã thống nhất. Số được quyền yêu cầu hoàn lại khác số chắc chắn thu được.

5. Thanh toán giá mua và tài trợ dự án

Earn-out tuyến tính trong một khoảng

Giá định trả từ 0 đến mức trần M khi chỉ tiêu X tăng từ L đến U, với $U > L$:

$$\text{Earn-out} = M \times \min(1, \max(0, (X - L) / (U - L)))$$

Đây là một thiết kế cụ thể; không áp dụng nếu có ngưỡng trả toàn bộ, nhiều chỉ tiêu đồng thời hoặc các điều kiện khác. Cần thống nhất X, L và U cùng đơn vị.

Khoản tăng giá theo lãi đơn

$$\text{Khoản cộng} = \text{Cơ sở tính} \times \text{Tỷ lệ năm} \times \text{Số ngày} / \text{Số ngày năm quy ước}$$

Chỉ dùng nếu các bên chọn lãi đơn trên một cơ sở cố định. Không tự áp dụng cho mọi locked box; có thể thỏa thuận tiền mỗi ngày hoặc một cách đo giá trị phát sinh khác.

Khả năng rút thêm theo borrowing base giản lược

$$\text{Khả năng rút thêm} = \max(0, \min(\text{Hạn mức cam kết, Borrowing base}) - \text{Số đã sử dụng} - \text{Khoản giữ lại áp dụng})$$

Phải tránh trừ khoản dự phòng hai lần nếu đã nằm trong borrowing base. Khả năng rút thực tế còn phụ thuộc điều kiện rút vốn và các hạn chế khác; có thể bằng không dù phép tính số học dương.

DSCR và mức trả nợ theo mục tiêu

$$\begin{aligned} \text{DSCR} &= \text{CFADS trong kỳ} / \text{Gốc và lãi đến hạn thuộc phạm vi đo trong cùng kỳ} \\ \text{Mức trả nợ tối đa theo mục tiêu} &= \text{CFADS} / \text{DSCR mục tiêu} \end{aligned}$$

Phải đọc phạm vi CFADS và nghĩa vụ trả nợ. Phép tính không chứng minh tiền đến kịp ngày trả hoặc dự báo sẽ đạt được.

LLCR và PLCR

LLCR = PV của CFADS đủ điều kiện trong thời hạn vay còn lại / Số nợ đang xét

PLCR = PV của CFADS đủ điều kiện trong thời hạn dự án còn lại / Số nợ đang xét

Ngày chiết khấu, tỷ lệ, dự phòng được cộng nếu có và phạm vi nợ phải được nêu. Dòng tiền sau đáo hạn có thể hỗ trợ PLCR nhưng không tự giải quyết khoản nợ phải trả trước đó.

Số dư khoản vay với các khoản trả đều

Nếu tiền trả đều mỗi kỳ là A, lãi suất kỳ r dương và còn n kỳ cuối kỳ:

Giá trị hiện tại của chuỗi trả = $A \times [1 - (1 + r)^{-n}] / r$

Nếu r bằng 0, giá trị bằng $A \times n$. Số này là một cách kiểm tra lịch nợ giản lược; còn phải xét lịch giải ngân, lãi trong xây dựng, phí, kỳ lẻ và điều kiện tài trợ.

Bồi thường chậm tiến độ theo tuần có trần

Khoản theo công thức = min(Số tuần thuộc phạm vi tính × Mức mỗi tuần, Trần áp dụng)

Đây chỉ là số theo cơ chế giả định. Phải xét điều kiện phát sinh, cách tính tuần, các trường hợp được gia hạn và khả năng thu đúng lúc.

Cân bằng nguồn và sử dụng vốn

Tổng nguồn sử dụng được = Tổng khoản sử dụng tiền

Cần kiểm tra cả thời điểm, điều kiện và tài khoản. Tổng cân bằng không chứng minh các bước thanh toán có thể xảy ra theo thứ tự dự kiến.

Nguồn đối chiếu chi tiết nằm ở các chương 2–19. Phụ lục hệ thống hóa các công thức đã giải thích trong sách, kèm điều kiện nhằm ngăn việc áp dụng một công thức giản lược ngoài phạm vi của nó.

C

Bản đồ tài liệu và mẫu ghi nhận cơ chế kinh tế

Trong phụ lục này

1. Từ tài liệu đến nội dung cần hiểu

213
2. Mẫu ghi nhận ý định kinh tế

215
3. Minh họa điền một phần mẫu bằng phép tính vốn lưu động

217
4. Danh sách vấn đề mở để theo dõi đến khi hoàn tất

218

Phụ lục này giúp chuyển từ tài liệu đang xử lý sang chương cần đọc, và từ kiến thức trong chương sang câu hỏi cụ thể của giao dịch. Các bảng là công cụ làm việc có thể điều chỉnh. Chúng không phải mẫu điều khoản để đưa nguyên văn vào hợp đồng.

1. Từ tài liệu đến nội dung cần hiểu

Tài liệu đang đọc	Nội dung nên đối chiếu	Chương
Thỏa thuận nguyên tắc hoặc thư chào giá	Giá trị hoạt động hay giá cổ phần; định giá trước hay sau đầu tư; mức giá cố định hay công thức còn điều chỉnh	1, 6, 9, 14
Báo cáo tài chính	Số dư hay số trong kỳ; lợi nhuận và tiền; phạm vi hợp nhất; thuyết minh và ước tính	2, 3
Báo cáo thẩm định tài chính/chất lượng lợi nhuận	Tính bền vững của lợi nhuận; điều chỉnh; vốn lưu động bình thường; các khoản có tính chất nợ; giới hạn nhiệm vụ	3, 4, 7, 21
Hợp đồng góp vốn/phát hành	Tiền vào công ty hay trả cổ đông cũ; giá phát hành; công cụ chuyển đổi; vị trí quỹ quyền chọn	9, 10

Tài liệu đang đọc	Nội dung nên đối chiếu	Chương
Điều lệ và thỏa thuận giữa các cổ đông	Biểu quyết, quyền ưu tiên, cơ chế bán, thứ tự phân chia và phạm vi người được hưởng	9, 10, 11
Bảng cơ cấu vốn	Đã phát hành, giả định chuyển đổi, giả định thực hiện quyền; ngày dữ liệu và tổng tỷ lệ	9, 10
Hợp đồng mua bán doanh nghiệp/cổ phần	Bước chuyển EV sang equity; nợ, tiền và vốn lưu động; phương pháp giá; giữ lại và thanh toán bổ sung	4, 6, 13, 14
Phụ lục completion accounts	Danh mục khoản mục, nguyên tắc tính, mục tiêu, thứ tự ưu tiên phương pháp, thủ tục phản đối	3, 4, 14
Phụ lục locked box/leakage	Ngày tham chiếu, khoản chuyển giá trị bị hạn chế, khoản được phép, khoản tăng giá theo thời gian	14
Phụ lục earn-out	Phạm vi hoạt động, chỉ tiêu, phân bổ chi phí, thay đổi khách hàng/sản phẩm, dữ liệu và thời điểm trả	7, 13
Hợp đồng vay	Tiền được rút, điều kiện rút, EBITDA hợp đồng, đòn bẩy, ngày thử, dư địa và các khoản được phép	2, 5, 7, 15, 18
Chứng nhận tuân thủ khoản vay	Công thức đúng định nghĩa, đúng kỳ, đúng nhóm công ty; cơ sở của các khoản cộng lại	5, 7, 19
Tài liệu bảo đảm, bảo lãnh và thỏa thuận giữa chủ nợ	Ai chịu nghĩa vụ, tài sản nào, thứ tự nào, cách thực hiện và ảnh hưởng của thời gian thu hồi	15
Hợp đồng xây dựng, vận hành và đầu ra dự án	Chi phí và nguồn thu; mốc vận hành; thời hạn hợp đồng; bồi thường; rủi ro thiếu tiền và thời điểm	16
Tài liệu quỹ và thỏa thuận phân chia	Vốn cam kết/góp; phí; ưu tiên lợi nhuận; catch-up; carry; tính lại và clawback	8, 12
Chương trình khuyến khích quản lý	Vốn đầu tư và lớp ưu tiên; vesting; điều kiện rời đi; giá mua lại; thứ tự tính ratchet	8, 11, 17
Đề xuất phân phối tiền	Tiền ở đâu; chủ thể phân phối; các điều kiện hạn chế; dòng tiền sau phân phối	2, 5, 16, 18
Mô hình tài chính	Nguồn và sử dụng vốn, giả định, công thức, ngưỡng, kịch bản và đối chiếu định nghĩa	19, 22
Bảng thanh toán hoàn tất	Tổng nguồn, tổng sử dụng, bên nhận, nghĩa vụ được trả, thứ tự và điều kiện chuyển tiền	14, 22

Tài liệu đang đọc	Nội dung nên đối chiếu	Chương
Hợp đồng dịch vụ tư vấn/báo cáo chuyên gia	Phạm vi, nguồn dữ liệu, giả định, người được sử dụng, phiên bản và việc phụ thuộc chuyên gia khác	21

Nhiều hàng có liên hệ với nhau. Chẳng hạn, một khoản nợ xuất hiện trong hợp đồng vay, bảng tính giá mua và bảng thanh toán. Mục đích đối chiếu là bảo đảm cùng nghĩa vụ được xử lý đúng ở từng vị trí, không phải ép mọi tài liệu dùng cùng một mục đích kế toán.

2. Mẫu ghi nhận ý định kinh tế

Tên giao dịch hoặc nội dung: ...

Ngày lập; phiên bản tài liệu và mô hình đang dùng: ...

Người lập; người xác nhận quyết định thương mại: ...

A. Mục tiêu và phạm vi

Nội dung	Ghi nhận
Kết quả kinh tế các bên muốn đạt	Mô tả ai nhận gì, trả gì và trong trường hợp nào
Chủ thể và tư cách đang phân tích	Người bán, công ty, nhà đầu tư, bên vay, người quản lý hoặc tư cách khác
Chỉ tiêu quyết định kết quả	Tên chỉ tiêu; lý do chọn; giới hạn của thước đo
Phạm vi công ty/hoạt động	Những chủ thể và hoạt động được tính; những phần bị loại
Kỳ đo và ngày đo	Phân biệt kết quả cả kỳ với số dư tại một ngày

B. Cách đo và kiểm tra

Nội dung	Ghi nhận
Công thức hoặc phương pháp	Nêu đầu vào, dấu, đơn vị, tỷ lệ, mức trần/sàn, thứ tự tính
Nguồn dữ liệu	Tài liệu, ngày, phiên bản; số thực tế hay dự báo
Điều chỉnh được chấp nhận	Lý do, cách định lượng, giới hạn, thời hạn và phòng ngừa tính trùng
Người lập số	Trách nhiệm, thời điểm gửi, phạm vi quyền xét đoán

Nội dung	Ghi nhận
Quyền kiểm tra	Dữ liệu được xem, thời gian phản hồi, bảo mật và người hỗ trợ
Bất đồng	Loại vấn đề, người giải quyết, phạm vi và xử lý khoản không tranh chấp

C. Hậu quả và phụ thuộc

Nội dung	Ghi nhận
Sự kiện hoặc ngưỡng kích hoạt	Đúng ngưỡng có đạt không; đo trước hay sau thanh toán; cách làm tròn
Người nhận và người chịu chi phí	Theo từng nhóm lợi ích, không chỉ tổng giao dịch
Nguồn tiền và thời điểm	Tiền ở đâu, có sử dụng được không, cần hoàn tất điều kiện nào trước
Cơ chế khi không đạt	Khắc phục, hạn chế, tính lại, giữ tiền hoặc biện pháp đã chọn
Các tài liệu bị ảnh hưởng	Liệt kê nơi cùng chỉ tiêu hoặc khoản mục xuất hiện
Việc cần chuyên gia	Câu hỏi chính xác, người phụ trách và thời hạn

D. Phép thử và trạng thái quyết định

Phép thử	Đầu vào	Kết quả dự kiến	Kết quả theo công thức	Việc phải sửa
Trường hợp cơ sở	...	...	...	...
Trường hợp bất lợi	...	...	...	...
Ngay dưới ngưỡng	...	...	...	...
Đúng ngưỡng	...	...	...	...
Ngay trên ngưỡng	...	...	...	...
Thay đổi thời điểm hoặc phạm vi	...	...	...	...

Quyết định đã thống nhất: ...

Vấn đề chưa thống nhất và người xử lý: ...

Tài liệu cần cập nhật trước sự kiện tiếp theo: ...

Mẫu có thể lập trước khi soạn thảo hoặc dùng để rà lại hồ sơ đang triển khai. Không cần ép vào một trang nếu việc rút ngắn khiến mất giả định trọng yếu. Giá trị của bản ghi nhận nằm ở việc người khác có thể hiểu và tái tạo cơ chế.

■ 3. Minh họa điền một phần mẫu bằng phép tính vốn lưu động

Ví dụ này chỉ minh họa cấu trúc ghi nhận, đơn vị là triệu. Không có doanh nghiệp, sự kiện hoặc giao dịch có thật được mô tả.

Mục	Nội dung minh họa
Mục tiêu	Giá tăng hoặc giảm theo chênh lệch vốn lưu động so với mức mục tiêu
Cơ sở đo	Các khoản phải thu và tồn kho được chấp nhận, trừ phải trả vận hành theo danh mục; loại khoản đã xử lý riêng trong nợ rỗng
Mức mục tiêu	5,00; bảng xây dựng mục tiêu dùng cùng danh mục và nguyên tắc với số tại ngày hoàn tất
Công thức	Điều chỉnh = số thực tế – 5,00; ví dụ này không có trần, sàn hoặc vùng dung sai
Phép thử bất lợi	Số thực tế 4,20 → điều chỉnh –0,80 → giá giảm 0,80
Phép thử thuận lợi	Số thực tế 5,60 → điều chỉnh +0,60 → giá tăng 0,60
Vấn đề cần kiểm tra	Khoản phải trả đã nằm trong nợ rỗng có còn bị trừ ở số vốn lưu động không?
Dữ liệu hỗ trợ	Bảng chi tiết các khoản mục và bảng đối chiếu với số tổng hợp theo phiên bản đã thống nhất
Thủ tục	Người lập, thời hạn cung cấp và cơ chế phản đối phải được điền từ thỏa thuận; ví dụ không tự đặt ra các thời hạn ấy

Ví dụ cho thấy một công thức ngắn có thể cần nhiều dữ liệu và quyết định trước khi vận hành. Nó cũng cho thấy phần chưa quyết định cần được để rõ là chưa quyết định, thay vì điền một thông lệ mặc định không có căn cứ.

4. Danh sách vấn đề mở để theo dõi đến khi hoàn tất

Vấn đề	Tác động nếu chưa xử lý	Người phụ trách	Bảng chứng/kết luận cần có	Thời hạn theo sự kiện	Tài liệu cần cập nhật	Trạng thái
...	...	...	...	...	...	Chưa hỏi / đang chờ / đã có kết luận / đã cập nhật và đối chiếu

“Đã có kết luận” khác “đã cập nhật và đối chiếu”. Nếu kết luận thay đổi định nghĩa hoặc khoản thanh toán, cần kiểm tra cả mô hình và các tài liệu liên quan. Không nên đóng một vấn đề chỉ vì đã nhận email trả lời.

Trước khi chuyển sang giai đoạn tiếp theo của giao dịch, danh sách này nên giúp nhóm trả lời được: phần nào đã sẵn sàng, phần nào phụ thuộc thông tin mới, phần nào là rủi ro được chấp nhận có hiểu biết và phần nào vẫn chưa có người xử lý.

“Một hợp đồng mua bán doanh nghiệp có thể diễn đạt rất rõ giá mua, nhưng vẫn chưa cho biết người bán thực nhận bao nhiêu tiền.”

Chương 1, Tư duy kinh doanh của luật sư thương mại

Luật sư thương mại làm việc với những quyết định về tiền mỗi ngày: một mức giá, một khoản vay, một tỷ lệ cổ phần, một cam kết lợi nhuận hoặc một điều kiện thanh toán. Muốn hiểu đầy đủ các quyết định ấy, cần biết doanh nghiệp tạo ra tiền bằng cách nào, sử dụng tiền vào đâu và phân chia lợi ích theo cơ chế nào.

Cuốn sách giải thích những khái niệm tài chính mà người làm luật gặp thường xuyên — dòng tiền, vốn lưu động, định giá, EBITDA, IRR và MOIC, cap table, pha loãng và waterfall — và gắn mỗi khái niệm với một câu hỏi thực hành: **kiến thức này thay đổi cách đọc, soạn hoặc giải thích một giao dịch như thế nào?**

Sinh viên luật

Luật sư thương mại trẻ

Đội ngũ giao dịch M&A, IB, PE

Nội dung

- I Hiểu cách doanh nghiệp vận hành và được tài trợ
- II Hiểu giá trị và lợi nhuận đầu tư
- III Hiểu quyền sở hữu và phân chia lợi ích
- IV Xác định và điều chỉnh giá mua
- V Bảo vệ và thu hồi vốn
- VI Khuyến khích hành vi và phân phối tiền
- VII Vận dụng trong công việc pháp lý
- A–C Thuật ngữ, công thức và bản đồ tài liệu

Về hãng luật

Herman, Henry & Dominic là hãng luật tập trung vào giao dịch M&A, ngân hàng đầu tư và đầu tư vốn tư nhân. Sách được biên soạn cho luật sư của hãng, phát hành bản tiếng Anh trước, và được chia sẻ miễn phí cho cộng đồng.