



Định giá: Hiểu về Chiết khấu và Phần bù

Góc nhìn chuyên môn

forv/s
mazars

Định giá: Hiểu về Chiết khấu và Phần bù Những hiểu biết thiết yếu cho chuyên gia tài chính và kế toán

Chiết khấu và Phần bù chuyển hóa sự khác biệt về quyền lợi, tính thanh khoản và thông tin thành giá trị. Chỉ áp dụng các điều chỉnh này khi quyền lợi định giá khác biệt so với giá trị tham chiếu ban đầu (ví dụ: so sánh công ty niêm yết hoặc DCF dựa trên quyền kiểm soát). Bài viết này trình bày khung phân tích thực tiễn để lựa chọn và áp dụng chiết khấu và phần bù trong định giá, đồng thời chỉ ra những sai lầm phổ biến nhất khi sử dụng chúng.



Định giá: Hiểu về Chiết khấu và Phần bù

Tại sao tồn tại Chiết Khấu và Phần Bù?



Một cổ phần thiểu số 15% trong một công ty tư nhân được định giá \$80 triệu không nhất thiết có giá trị \$12 triệu. Tùy theo cách áp dụng, hoặc áp dụng sai, chiết khấu và phần bù, cùng một phần vốn đó có thể được định giá từ \$6 triệu đến \$12 triệu. Sự chênh lệch này hiếm khi phản ánh bất đồng về bản chất doanh nghiệp. Nó phản ánh kỹ luật, hoặc sự thiếu kỹ luật, trong việc điều chỉnh giá trị tham chiếu.

Định giá bắt đầu từ một mốc tham chiếu kinh tế— dòng tiền và rủi ro (phương pháp thu nhập), công ty so sánh (phương pháp thị trường) hoặc tài sản (phương pháp chi phí). Tuy nhiên, giá trị tham chiếu hiếm khi phản ánh trọn vẹn gói quyền lợi và ràng buộc thực tế của tài sản định giá. Chiết khấu và Phần bù điều chỉnh các khác biệt đó để giá trị cuối cùng phản ánh đúng mức mà một nhà đầu tư trên thị trường sẵn sàng trả cho **tỷ lệ sở hữu này, trong điều kiện này, tại thời điểm này.**

Ba yếu tố chi phối gần như mọi điều chỉnh:

1. **Quyền kiểm soát và quản trị** – Ai quyết định chiến lược, phân bổ vốn, cổ tức và thoái vốn?
2. **Tính thị trường (tính thanh khoản)** – Có thể chuyển đổi ra tiền mặt nhanh, rẻ ra sao?
3. **Thông tin và bảo vệ** – Biết những gì và có các quyền bảo vệ nào (kéo theo/ bán theo – tag/drag, quyền phủ quyết, quyền từ chối mua đầu tiên - ROFR, ghế hội đồng)?

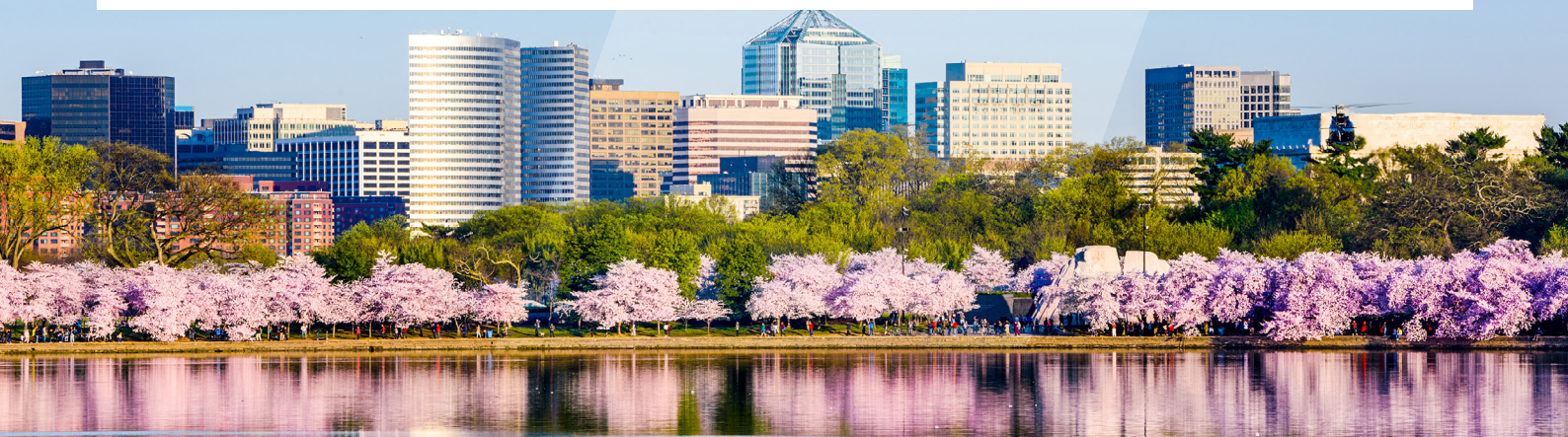
Hiểu về các cấp độ giá trị

Các điều chỉnh định giá phụ thuộc vào cấp độ giá trị bạn bắt đầu. Những điểm tham chiếu phổ biến gồm:

- **Giá trị doanh nghiệp (kiểm soát, có thanh khoản)** – Giá trị toàn doanh nghiệp theo giả định nhà đầu tư thị trường, thường từ DCF.
- **Giá trị vốn chủ sở hữu (kiểm soát, có thanh khoản)** – Quyền sở hữu toàn bộ cổ phần với đầy đủ quyền quản trị.
- **Cổ phần thiểu số, có thanh khoản** – Giá từ giao dịch nhỏ trên sàn; phản ánh thanh khoản, không có kiểm soát.
- **Cổ phần thiểu số, không thanh khoản** – Thường thấy ở công ty tư nhân có hạn chế chuyển nhượng; cần áp dụng DLOM và có thể là DLOC.
- **Kiểm soát chiến lược** – Kiểm soát cộng với sức mạnh tổng hợp dành riêng cho người mua (thường trong M&A, không dùng cho giá trị hợp lý).

Việc xác định đúng cấp độ giá trị giúp tránh tính trùng lặp và bảo đảm chỉ điều chỉnh khi xuất phát điểm và mục tiêu khác nhau.

Định giá: Hiểu về Chiết khấu và Phần bù Bộ công cụ cốt lõi



1. Phần bù kiểm soát (CP)

Phần bù kiểm soát là khoản giá trị cộng thêm cho khả năng điều phối chính sách, dòng tiền, và thoái vốn. Phần bù này có thể quan sát được (dù không hoàn hảo) trong các giao dịch mua bán, nơi người mua trả cao hơn giá thị trường thiếu số. Lưu ý rằng phần bù quan sát được bao gồm trong đó giá trị cộng hưởng và hiệu ứng đấu giá cạnh tranh, do đó nó có xu hướng lớn hơn phần bù kiểm soát thật sự.

▪ Khi nên áp dụng:

Định giá giao dịch và mô hình thương vụ nơi người mua sẽ nắm kiểm soát và mong đợi tận hưởng lợi ích kiểm soát (ví dụ: tối ưu cấu trúc vốn, thoái tài sản không cốt lõi).

▪ Khi không nên áp dụng:

Nhiều trường hợp đo lường giá trị hợp lý cho **báo cáo tài chính**, được quy định tại VVS, IFRS 13 và ASC 820 (Chuẩn mực thẩm định giá Việt Nam, Chuẩn mực báo cáo tài chính quốc tế và Mỹ về giá trị hợp lý) cho **công cụ không kiểm soát**; cũng tránh cộng thêm CP khi cơ sở đo lường đã ở cấp kiểm soát (ví dụ: DCF toàn doanh nghiệp với dòng tiền nhà đầu tư thị trường).

▪ Hiệu ứng cộng hưởng không phải kiểm soát:

Hiệu ứng cộng hưởng thuộc về người mua cụ thể và thường **không nên** đưa vào giá trị hợp lý vì giá trị hợp lý thể hiện giá trị giao dịch mà một người tham gia thị trường bình thường sẽ trả, không phải mức giá mà một nhà đầu tư chiến lược có thể chấp nhận. Chỉ có giá trị cộng hưởng có sẵn với mọi nhà đầu tư thị trường mới là một phần của giá trị hợp lý.

Quan hệ với DLOC: Nếu bắt đầu từ giá trị thiếu số, có thanh khoản và cần chuyển sang cấp kiểm soát, phân tích viên thường dùng công thức liên hệ đại số:

$$DLOC = \frac{CP}{1 + CP}$$

Ví dụ: Phần bù kiểm soát 25% tương đương **DLOC ≈ 20%**. Ngược lại,

$$CP = \frac{DLOC}{1 - DLOC}$$

Lưu ý thực tiễn: Không áp dụng cả CP và sau đó lại DLOC trên cùng một cơ sở—hai điều chỉnh này là hai mặt đối lập quanh phân chia thiếu số/kiểm soát.

Định giá: Hiểu về Chiết khấu và Phần bù Bộ công cụ cốt lõi



2. Chiết Khấu do thiếu kiểm soát (DLOC)

DLOC giảm giá trị từ cấp kiểm soát về cấp không kiểm soát (thiếu số) để phản ánh quyền hạn hạn chế đối với cổ tức, chiến lược và các sự kiện thanh khoản.

- **Ứng dụng điển hình:** Chuyển giá trị doanh nghiệp/cổ phần dựa trên kiểm soát (ví dụ: từ phương pháp thu nhập có giả định kiểm soát) xuống giá trị thiếu số khi quyền lợi không có kiểm soát.
- **Nguồn bằng chứng:** Đại lượng thực nghiệm (ví dụ: Phần bù kiểm soát trong các thương vụ), phân tích quyền lợi (điều lệ, thỏa thuận cổ đông), và mô hình kịch bản (dòng tiền/cổ tức xác suất theo từng cấu trúc quản trị hiện tại).

3. Chiết Khấu do thiếu tính thị trường (DLOM)

DLOM nhận diện chi phí khi bị “mắc kẹt” trong khoản đầu tư kém thanh khoản (cổ phần tư nhân, hạn chế chuyển nhượng, thị trường mỏng).

Phương pháp đo lường:

- **Nghiên cứu thực nghiệm:** Nghiên cứu cổ phiếu hạn chế và IPO cung cấp phạm vi thống kê nhưng cần đối chiếu cẩn trọng về quy mô, lợi nhuận, tăng trưởng, thời gian nắm giữ.
- **Mô hình dựa trên quyền chọn:** Xem sự thiếu thanh khoản như giá trị mất đi của “quyền bán” (ví dụ: protective put/Chaffe), hoặc như chi phí chờ đến sự kiện thanh khoản (Longstaff, Finnerty). Đầu vào thực tế (biến động giá, thời gian, lãi suất phi rủi ro, cổ tức) là rất quan trọng.
- **Mô phỏng/hiệu chỉnh:** Monte Carlo để liên kết DLOM với đường biến động giá cụ thể, quyền thông tin và kỳ vọng giao dịch thứ cấp.

Yếu tố quyết định: Thời gian nắm giữ dự kiến, dòng tiền trong khi bị kẹt, biến động, chất lượng/thông tin, hạn chế chuyển nhượng (ROFR, quyền đồng ý).

Định giá: Hiểu về Chiết khấu và Phần bù Bộ công cụ cốt lõi

4. Các điều chỉnh khác (ít gặp hơn)

- Chênh lệch cổ phiếu có **quyền biểu quyết** và **không có quyền biểu quyết**. Mức chiết khấu thông thường ở mức 0% đến 5% trừ khi liên quan đến giao dịch kiểm soát.
- **Chiết khấu khi nắm giữ lượng lớn** ở mã giao dịch thanh khoản thấp
- **Tập trung vào cá nhân/khách hàng chủ chốt**—thường phản ánh trong dòng tiền hoặc tỷ lệ chiết khấu hơn là một “điều chỉnh” riêng (tránh tính trùng lặp)
- **Chiết khấu danh mục/ cấu trúc** tại công ty mẹ vì thất thoát nội bộ, chi phí thuế, phân tầng quản trị

Bắt đầu với cơ sở đúng, rồi mới điều chỉnh—chỉ một lần

Lộ trình điều chỉnh phụ thuộc vào **xuất phát điểm**:

- **DCF toàn doanh nghiệp** (giả định nhà đầu tư thị trường) → thường là **cơ sở kiểm soát, có thanh khoản** được cho tổng vốn đầu tư. Chuyển sang vốn chủ sở hữu, rồi sang thiếu số nếu quyền lợi không kiểm soát, cuối cùng sang không có thanh khoản nếu kém thanh khoản.
- **Phương pháp công ty niêm yết so sánh (GPC)** từ giá **giao dịch nhỏ, có thanh khoản** → cơ sở thiếu số/có thanh khoản. Nếu định giá cổ phần kiểm soát, cân nhắc CP nếu hợp lý (và có thể bảo vệ) hoặc dùng DCF làm đối chiếu kiểm soát.
- **Phương pháp giao dịch so sánh (GTM)** → thường **kiểm soát** (và thường đã phản ánh một phần hiệu ứng cộng hưởng). Tránh cộng thêm CP lên hệ số giao dịch kiểm soát.

Chuỗi điều chỉnh nhân liên tục:

Giá trị cuối = Giá trị cơ sở × (1 – DLOC) × (1 – DLOM) × (1 – các chiết khấu khác)

Không cộng các tỷ lệ phần trăm; cộng số học sẽ làm sai lệch kết quả.



Định giá: Hiểu về Chiết khấu và Phần bù Bộ công cụ cốt lõi

Phương pháp xuất phát	Cấp độ giá trị ngầm định	Nếu đối tượng là cổ phần thiểu số	Nếu đối tượng kém thanh khoản	Cộng thêm phần bù kiểm soát?
DCF (toàn doanh nghiệp, giả định nhà đầu tư thị trường)	Kiểm soát, có thanh khoản	Áp dụng DLOC	Áp dụng DLOM	Không, đã ở cấp kiểm soát
Phương pháp công ty niêm yết so sánh (GPC)	Thiểu số, có thanh khoản	Đã ở cấp thiểu số, không cần DLOC	Áp dụng DLOM	Chỉ thận trọng; chấp nhận được nếu đối tượng sẽ nắm kiểm soát
Phương pháp giao dịch so sánh (GTM)	Kiểm soát (thường có yếu tố cộng hưởng)	Áp dụng DLOC; KHÔNG cộng thêm CP	Áp dụng DLOM	Không, đã ở cấp kiểm soát, có thể có yếu tố cộng hưởng

Bản đồ quyết định ngắn gọn

1. Quyền lợi của đối tượng định giá là gì?

Có kiểm soát không? Nếu không, bạn ở vị trí **thiểu số** (hoặc cần áp dụng DLOC cho cơ sở kiểm soát).

2. Cơ sở của phương pháp định giá là gì?

- GPC → thiểu số/có thanh khoản
- DCF (doanh nghiệp) → kiểm soát/có thanh khoản
- GTM → kiểm soát (có thể có yếu tố hiệu ứng cộng hưởng)

3. Có ràng buộc thanh khoản phù hợp với giả định nhà đầu tư thị trường không?

Nếu có, ước lượng **DLOM** dựa trên kỳ vọng về thời gian và biến động thực tế.

4. Có tính trùng lặp rủi ro nào đã phản ánh trong dòng tiền hoặc tỷ lệ chiết khấu chưa?

Nếu rủi ro đã nằm trong WACC hoặc kịch bản cụ thể, không nên cộng thêm “Chiết khấu” riêng cho cùng một yếu tố.

5. Hiệu chỉnh với giá giao dịch thực khi có thể.

Nếu có giao dịch gần đây, hợp lý, ở cùng loại công cụ, hãy đối chiếu các điều chỉnh với mức giá đó.

- Bạn định giá một công ty tư nhân theo DCF đạt **giá trị doanh nghiệp \$100 triệu** (kiểm soát/có thanh khoản).
- Trừ nợ rỗng **\$20 triệu** => **Giá trị vốn chủ sở hữu (kiểm soát/có thanh khoản) = \$80 triệu.**

- Đối tượng: **15% cổ phần không kiểm soát**, có hạn chế chuyển nhượng; dự kiến thanh khoản sau **4 năm**.





DLOC: Phân tích quản trị và chứng cứ giao dịch cho thấy **DLOC ở mức 15%** từ kiểm soát xuống thiếu số.

DLOM: Mô hình quyền chọn hiệu chỉnh cho kỳ vọng 4 năm và biến động 35% cho ra **DLOM 22%**.

Ghi chú kiểm toán: Giải trình rõ tại sao điều kiện quản trị dẫn đến 15% (không phải 25%); lưu lại đầu vào DLOM, mô hình và phân tích độ nhạy theo thời gian/biến động; đối chiếu với giao dịch thứ cấp hoặc vòng gọi vốn trước đó nếu có.

Kiểm toán viên và hội đồng quản trị quan tâm điều gì?

- 1. Xác định rõ cấp độ giá trị xuất phát** (kiểm soát hay thiếu số; có thanh khoản hay không)
- 2. Cơ sở nhà đầu tư thị trường theo IFRS 13/ASC 820:** đầu vào và giả định nên là những gì người mua/bán điển hình sẽ dùng, không phải sở thích riêng của doanh nghiệp.
- 3. Nhất quán theo phương pháp:** Không cộng CP lên hệ số GTM; không áp dụng DLOC nếu đã xuất phát từ hệ số thiếu số.
- 4. Bằng chứng và hiệu chỉnh:** Trích dẫn nghiên cứu thực nghiệm phù hợp và khi có thể, hiệu chỉnh với giao dịch thực tế cùng loại công cụ.
- 5. Phân tích độ nhạy vững chắc:** Thời gian nắm giữ, biến động và giả định phân phối ảnh hưởng lớn đến DLOM—trình bày các khoảng và lý giải lựa chọn.
- 6. Tránh tính trùng lặp:** Nếu tập trung khách hàng đã thể hiện qua tỷ lệ chiết khấu, không nên cộng thêm “Chiết Khấu tập trung khách hàng”.

Định giá: Hiểu về Chiết khấu và Phần bù

Sai lầm thường gặp (và cách tránh)

- **Cộng (chứ không nhân) các Chiết khấu.** Khắc phục: Luôn nhân liên tục.
- **Cộng CP và dùng hệ số GTM.** Khắc phục: Nhận biết GTM đã là cơ sở kiểm soát.
- **Mượn DLOM từ khoảng % chung.** Khắc phục: Gắn kỳ vọng thời gian và biến động với thực tế; dẫn nguồn mô hình/nghiên cứu; hiệu chỉnh nếu có giao dịch gần.
- **Bỏ qua quyền lợi cụ thể.** Khắc phục: Đọc kỹ điều lệ và thỏa thuận cổ đông—tag/drag, ROFR, quyền phủ quyết, ưu tiên thanh lý, quyền thông tin có thể làm tăng hoặc giảm Chiết Khấu đáng kể.
- **Gộp hiệu ứng cộng hưởng riêng cho người mua vào giá trị hợp lý.** Khắc phục: Chỉ giới hạn cho hiệu ứng cộng hưởng mà nhà đầu tư thị trường nào cũng có thể tận dụng, hoặc thể hiện vào phần định giá thương vụ, không phải giá trị hợp lý.
- **Bỏ qua thuế và thất thoát tại công ty mẹ.** Khắc phục: Nếu định giá công ty mẹ, phản ánh thuế cổ tức, chi phí và cấu trúc cấp dưới—thường qua “Chiết khấu công ty mẹ”.

Làm thế nào để định lượng DLOM một cách thuyết phục (công thức thực tiễn)

- **Xác định thời gian nắm giữ** theo kỳ vọng thực tế tới sự kiện thanh khoản (bán lại, IPO, mua lại).
- **Ước lượng biến động** từ các công ty cùng ngành, hiệu chỉnh theo đòn bẩy và quy mô; đối chiếu với lịch sử tư nhân nếu phù hợp.
- **Lập mô hình dòng tiền trong thời gian bị kẹt** (cổ tức, phân phối).
- **Chọn phương pháp tính toán** (ví dụ: quyền bán bảo vệ hoặc hiệu chỉnh theo cổ phiếu hạn chế) và tính toán Chiết khấu ngầm định.
- **Đối chiếu** với phạm vi nghiên cứu thực nghiệm cho doanh nghiệp cùng quy mô và lợi nhuận.
- **Bảng phân tích độ nhạy** (ví dụ: ± 1 năm kỳ vọng; ± 5 – 10 điểm phần trăm biến động) cho kiểm toán/quản trị.



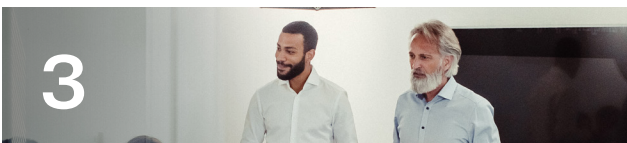
Định giá: Hiểu về Chiết khấu và Phần bù Đặc thù khu vực và thị trường tư nhân (bối cảnh ASEAN/ Việt Nam)



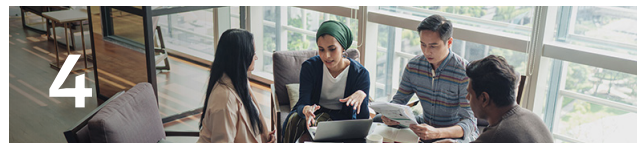
Thị trường thoát mỏng hơn có thể kéo dài thời gian nắm giữ và làm tăng DLOM so với các thị trường phát triển.



Thỏa thuận cổ đông thường chứa ROFR/quyền đồng ý mạnh—cần đọc kỹ; tập khách hàng hạn chế là rào cản thanh khoản.



Hạn chế sở hữu nước ngoài và quy định cấp phép có thể ảnh hưởng cả giá trị kiểm soát (khả năng cổ đông nước ngoài nắm giữ sở hữu đa số) lẫn tính thị trường (giảm số lượng người mua tiềm năng khi trần sở hữu nước ngoài đã chạm); cần phản ánh qua phân tích quyền lợi và giả định thời gian, không nên cộng thêm “Chiết khấu quốc gia” chung.



Điều kiện vay nợ địa phương ảnh hưởng khả năng khai thác quyền kiểm soát (ví dụ: khả năng vay vốn, chia cổ tức), làm giảm bớt giá trị Phần bù kiểm soát.

Chiết khấu và phần bù là một công cụ để định giá, không phải một con số bù vào để cân đối. Hãy xác định cấp độ giá trị mà phương pháp định giá của bạn cho ra, chỉ áp dụng điều chỉnh khi đối tượng thực sự khác với giá trị tham chiếu đó, và không bao giờ áp dụng cùng một điều chỉnh hai lần. Khi làm đúng, chúng giúp báo cáo định giá vững vàng trước kiểm toán viên, hội đồng quản trị và đối tác. Khi làm cẩu thả, chúng đưa vào chính sự chủ quan mà chúng được kỳ vọng loại bỏ.

Liên hệ

Hoàng Thanh Hải

Giám đốc
Dịch vụ Tư vấn tài chính
hai.hoang@forvismazars.com

Laurent Nguyen

Phó Tổng giám đốc
Phụ trách Dịch vụ Tư vấn tài chính
laurent.bp.nguyen@forvismazars.com

Văn phòng TP Hồ Chí Minh

Tầng 9 - 11, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du,
Phường Bến Thành, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: +84 28 38 241 493

Văn phòng Hà Nội

Tầng 14, Tòa nhà Peakview, 36 Hoàng Cầu,
Phường Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Điện thoại: +84 24 39 36 10 31

Tìm hiểu thêm

Website: www.forvismazars.com/vn

Facebook: www.facebook.com/ForvisMazarsVN

LinkedIn: www.linkedin.com/company/forvis-mazars-in-vietnam



**Bản tin cập nhật thông tin thuế & pháp lý của Forvis Mazars Việt Nam được soạn thảo nhằm mục đích cung cấp các thông tin cập nhật về chuyên môn tại Việt Nam. Các thông tin và phân tích, bình luận trong Bản tin này chỉ mang tính hướng dẫn chung và được trích dẫn, diễn giải từ các văn bản do cơ quan nhà nước ban hành. Chúng tôi khuyến nghị khách hàng liên hệ với đội ngũ tư vấn của Forvis Mazars Việt Nam để được tư vấn chi tiết về mặt chuyên môn cho từng trường hợp cụ thể.*

Forvis Mazars là mạng lưới dịch vụ chuyên nghiệp hàng đầu toàn cầu hoạt động với một thương hiệu duy nhất gồm hai thành viên: Forvis Mazars tại Mỹ và Forvis Mazars Group, một mô hình hợp nhất quốc tế hoạt động tại hơn 100 quốc gia và vùng lãnh thổ. Chúng tôi cam kết mang đến trải nghiệm độc đáo trong việc cung cấp dịch vụ kiểm toán, đảm bảo, thuế và tư vấn trên phạm vi toàn cầu.