

Phương pháp luận Xếp hạng Tín nhiệm: **Điều chỉnh cấu trúc vốn chủ sở hữu trong đánh giá rủi ro tài chính của doanh nghiệp phi tài chính**

Tháng 06 Năm 2025



Kết luận chung

Tài liệu này trình bày phương pháp luận của FiinRatings trong việc điều chỉnh cấu trúc vốn chủ sở hữu, cụ thể là các nguồn vốn góp khác vốn chủ sở hữu do các nhà đầu tư tài chính và chủ sở hữu đóng góp, trong quá trình đánh giá rủi ro tài chính của các doanh nghiệp phi tài chính, và coi đây là một phần vốn chủ sở hữu nhằm hấp thụ các khoản lỗ do kinh doanh của doanh nghiệp.

- Tài liệu này mô tả phương pháp luận của FiinRatings để phân tích hoạt động tài trợ vốn không phổ thông, chẳng hạn như các khoản vay của cổ đông hoặc cổ phiếu ưu đãi, mà các cổ đông/ nhà đầu tư cung cấp cho các đơn vị doanh nghiệp phi tài chính.
- FiinRatings loại trừ các khoản vốn nợ do nhà đầu tư tài trợ khỏi phạm vi đánh giá rủi ro tài chính trong các chỉ tiêu về đòn bẩy tài chính và khả năng thanh toán, trong trường hợp (1) nhà đầu tư nắm quyền kiểm soát doanh nghiệp và có động lực kinh tế để không thực thi quyền chủ nợ liên quan đến khoản vốn góp đó, đồng thời các điều khoản kèm theo được đánh giá là mang lại lợi ích tổng thể cho các chủ nợ khác là bên thứ ba; và (2) chính sách tài chính của doanh nghiệp và chính sách tài chính của nhà đầu tư không cho thấy khả năng làm suy yếu các chỉ số tài chính của doanh nghiệp.
- Tương tự, FiinRatings cũng loại trừ các khoản vốn nợ do các chủ sở hữu cung cấp khỏi phạm vi đánh giá rủi ro tài chính trong trường hợp (1) chủ sở hữu được xác định là có vai trò chiến lược; và (2) các điều khoản của khoản góp vốn được đánh giá là mang lại lợi ích tổng thể cho các chủ nợ khác là bên thứ ba.
- Mọi thắc mắc hoặc yêu cầu hỗ trợ, vui lòng liên hệ Bộ phận Phân tích XHTN của chúng tôi qua website <https://fiinratings.vn/ContactUs> hoặc email support.fiinratings@fiingroup.vn

Nội dung



I. Nguồn vốn góp ngoài vốn chủ sở hữu phổ thông
cung cấp bởi các nhà đầu tư tài chính

II. Nguồn vốn góp ngoài vốn chủ sở hữu phổ thông
cung cấp bởi các chủ sở hữu chiến lược

Danh sách thuật ngữ chính



FinnRatings

A Strategic Partner of S&P Global

Nội dung

I. Nguồn vốn góp ngoài vốn chủ sở hữu phổ thông
cung cấp bởi các nhà đầu tư tài chính



FiiRatings

A Strategic Partner of S&P Global

I. Nguồn vốn góp ngoài VCSH phổ thông từ các nhà đầu tư tài chính

1. Chúng tôi loại trừ các nguồn vốn ngoài vốn chủ sở hữu phổ thông cung cấp bởi các nhà đầu tư tài chính, bao gồm các chỉ tiêu về đòn bẩy và khả năng chi trả lãi vay, khỏi phạm vi đánh giá rủi ro tài chính của chúng tôi nếu tất cả các điều kiện sau được đáp ứng:

- **Sở hữu và kiểm soát:** Nhà đầu tư tài chính được xem là nắm quyền kiểm soát doanh nghiệp nếu đáp ứng một trong các điều kiện sau:
 - Sở hữu ít nhất 35% cổ phần phổ thông của doanh nghiệp; hoặc
 - Nắm giữ phần lớn quyền biểu quyết thông qua cổ phiếu ưu đãi, trong trường hợp ban điều hành nắm giữ toàn bộ hoặc gần như toàn bộ phần vốn chủ sở hữu phổ thông.
- **Động lực kinh tế** (Phần 2 trong mục này): Cấu trúc sở hữu nêu trên tạo ra động lực kinh tế khiến nhà đầu tư tài chính không thực thi các quyền của chủ nợ liên quan đến khoản vốn góp không phải vốn chủ sở hữu phổ thông.
- **Các điều khoản và điều kiện bảo vệ chủ nợ** (Phần 3 trong mục này): Khoản vốn góp không phải vốn chủ sở hữu phổ thông này đi kèm với các điều khoản và điều kiện mà chúng tôi đánh giá về tổng thể có lợi cho các chủ nợ là bên thứ ba.
- Trong các trường hợp như trên, FiinRatings sẽ loại trừ khoản vốn góp ngoài vốn chủ sở hữu phổ thông do nhà đầu tư tài chính cung cấp, bao gồm các chỉ tiêu về đòn bẩy tài chính và khả năng thanh toán, khỏi phạm vi phân tích rủi ro tài chính với các điều khoản, điều kiện và **chính sách tài chính** của nhà đầu tư tài chính (Phần 4 trong mục này) không cho thấy dấu hiệu làm suy yếu các chỉ số đòn bẩy tài chính và khả năng thanh toán (sau khi loại trừ phần vốn góp không phổ thông nói trên) của doanh nghiệp.

2. Đồng nhất về động lực kinh tế:

Sự đồng nhất về động lực kinh tế giữa phần vốn chủ sở hữu phổ thông và khoản vốn góp không phải vốn chủ sở hữu phổ thông được xác lập khi tất cả các điều kiện sau được thỏa mãn:

- Thứ nhất, chúng tôi đánh giá rằng **nhà đầu tư tài chính có quyền kiểm soát doanh nghiệp** thông qua việc sở hữu phần vốn chủ sở hữu phổ thông, đồng thời cũng cung cấp một khoản vốn góp không phổ thông đáng kể. Trong trường hợp này, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư tài chính sẽ không thực thi bất kỳ quyền chủ nợ nào gắn liền với khoản tài trợ vốn không phổ thông, bởi vì hành động đó có thể gây rủi ro cho quyền kiểm soát của chính họ đối với công ty; và
- Thứ hai, **nhà đầu tư tài chính không có lợi ích khác có thể làm thay đổi động lực kinh tế của họ**, chẳng hạn như đồng thời là chủ nợ và nắm giữ các công cụ nợ hiện hữu của doanh nghiệp, trừ khi chúng tôi đánh giá rằng việc nắm giữ này hỗ trợ chất lượng tín dụng tổng thể của doanh nghiệp. Ví dụ, nếu nhà đầu tư tài chính có động lực thực hiện mua lại khoản nợ của doanh nghiệp với mức chiết khấu cao trong tình trạng khó khăn, chúng tôi sẽ tính toàn bộ khoản vốn góp không phổ thông vào chỉ số đòn bẩy tài chính. Để loại trừ khoản tài trợ vốn không phổ thông ra khỏi các chỉ số đòn bẩy của chúng tôi, chúng tôi phải tin rằng các động lực và chính sách tài chính của nhà đầu tư sẽ khiến họ hành động như một cổ đông, thay vì một chủ nợ; và
- Thứ ba, **khoản vốn góp không phổ thông phải đi kèm với các điều khoản bảo vệ chủ nợ** (trình bày tại Phần 3 trong mục này), và không được chi trả lãi suất, cổ tức, hoặc bất kỳ hình thức lợi tức kinh tế nào khác trong suốt thời gian doanh nghiệp còn các nghĩa vụ nợ đối với chủ nợ là bên thứ ba, trừ khi FiiRatings đánh giá các khoản chi trả cho nhà đầu tư tài chính là không đáng kể và không tác động trọng yếu đến rủi ro tài chính cũng như tình hình thanh khoản của công ty.
 - Trong trường hợp này, để củng cố sự đồng nhất về động lực kinh tế và ngăn ngừa khả năng khoản vốn góp không phổ thông bị chuyển nhượng cho bên thứ ba không có quyền lợi gắn liền với phần vốn chủ sở hữu phổ thông, điều khoản của khoản vốn góp không phổ thông và bất kỳ thỏa thuận giữa các chủ nợ nào liên quan cần quy định rõ việc cấm chuyển nhượng khoản vốn góp này cho bên thứ ba. Việc chuyển nhượng chỉ được chấp thuận trong trường hợp phần vốn góp không phổ thông và cổ phần phổ thông được sở hữu và chuyển nhượng cùng nhau. Nếu thiếu cơ chế bảo vệ rõ ràng như vậy, chúng tôi sẽ không loại trừ khoản vốn góp không phổ thông khỏi phạm vi phân tích tài chính, bao gồm các chỉ tiêu về đòn bẩy tài chính và khả năng thanh toán.

3. Các điều khoản và điều kiện bảo vệ chủ nợ của nguồn vốn không phổ thông:

Ngoài ra, tất cả các điều kiện sau đều phải được thỏa mãn để chúng tôi loại trừ phần vốn chủ ngoài phổ thông khỏi phạm vi phân tích tài chính, bao gồm các chỉ tiêu về đòn bẩy tài chính và khả năng thanh toán:

- **Các điều khoản loại trừ vi phạm sự kiện tín dụng:** Phần vốn không phổ thông sẽ không bao gồm bất kỳ điều khoản nào liên quan đến quy định về vi phạm sự kiện tín dụng, vi phạm sự kiện tín dụng chéo, dẫn đến đẩy nhanh thanh toán, hoặc các cam kết tài chính có thể dẫn đến việc vi phạm sự kiện tín dụng hoặc đẩy nhanh thời hạn thanh toán.
- **Đáo hạn sau các khoản nợ vay ưu tiên:** Khoản vốn góp không phổ thông phải luôn có thời hạn đáo hạn muộn hơn ít nhất 90 ngày so với tất cả các khoản nợ vay khác của doanh nghiệp; ngoài ra, không được phép thanh toán gốc hoặc lãi (bao gồm lãi phát sinh) của khoản vốn góp không phổ thông trong khi các khoản nợ vay khác vẫn chưa tất toán. Điều này đảm bảo rằng việc hoàn trả khoản vốn góp không phổ thông không gây áp lực lên lịch đáo hạn nợ, thanh khoản và dòng tiền của doanh nghiệp trong thời gian các khoản nợ khác còn tồn tại. Nhà đầu tư tài chính phải ghi nhận rõ cam kết tuân thủ điều kiện này trong tài liệu pháp lý của khoản vốn góp không phổ thông, bao gồm cả khi thực hiện tái cấp vốn cho các khoản nợ vay.
- **Không có khoản thanh toán cố định hoặc định kỳ:** Khoản vốn góp không phổ thông không được yêu cầu trả lãi hoặc cổ tức bằng tiền mặt theo chu kỳ cố định, đặc biệt là các khoản thanh toán không phụ thuộc vào kết quả kinh doanh hoặc các chỉ tiêu tài chính cụ thể.
- **Thứ cấp so với tất cả các khoản nợ khác:** Khoản vốn góp không phổ thông phải được xếp hạng thấp hơn về mặt cấu trúc và/hoặc quy định trên hợp đồng so với tất cả các khoản nợ vay trong cấu trúc vốn. Điều này đảm bảo rằng khoản vốn góp này có thể đóng vai trò là hấp thụ khoản lỗ do kinh doanh trong kịch bản căng thẳng, trong khi các khoản nợ khác vẫn còn tồn tại.

4. Đánh giá chính sách tài chính:

- **Các điều khoản tài chính loại trừ sự kiện tín dụng:** Phần vốn chủ ngoài phổ thông không được chứa bất kỳ điều khoản nào liên quan đến quy định về sự kiện tín dụng, điều khoản vi phạm chéo sự kiện tín dụng, yêu cầu đẩy nhanh thanh toán, hoặc các cam kết tài chính có thể dẫn đến sự kiện tín dụng hoặc đẩy nhanh thời hạn thanh toán.
- **Rủi ro mua lại:** Chúng tôi đánh giá rủi ro mua lại (rủi ro khoản vốn góp không phổ thông bị thay thế bằng khoản nợ tài chính tài trợ bởi bên thứ ba) cũng như mức độ chấp nhận rủi ro của doanh nghiệp và nhà đầu tư tài chính, thông qua việc phân tích chính sách tài chính của cả hai bên. Chính sách tài chính cung cấp cái nhìn sâu hơn về rủi ro tài chính của doanh nghiệp, vượt ra ngoài các giả định tiêu chuẩn trong đánh giá dòng tiền/đòn bẩy tài chính được nêu tại Phương pháp luận Xếp hạng Doanh nghiệp của chúng tôi. Các giả định tiêu chuẩn này không phải lúc nào cũng phản ánh đầy đủ các rủi ro ngắn và trung hạn phát sinh từ các sự kiện cụ thể, hoặc rủi ro dài hạn bắt nguồn từ chính sách tài chính của doanh nghiệp.
- **Đánh giá dòng tiền và đòn bẩy tài chính:** Chúng tôi xem xét hiệu quả hoạt động trong hai năm gần nhất, cùng với xu hướng dự kiến trong hai năm tới, dựa trên các giả định vận hành và các yếu tố trong chính sách tài chính có thể dự báo được, chẳng hạn như việc chi trả cổ tức định kỳ hoặc các khoản chi tiêu vốn lớn. Tuy nhiên, trong trường hợp doanh nghiệp đã trải qua một sự kiện có tính chất bước ngoặt (ví dụ như một thương vụ mua lại có sử dụng đòn bẩy tài chính) trong hai năm này, trọng tâm đánh giá của chúng tôi sẽ thiên về góc nhìn dự phóng. Xuyên suốt khoảng thời gian này hoặc lâu hơn, chính sách tài chính của doanh nghiệp có thể làm thay đổi rủi ro tài chính, tùy thuộc vào mức độ chấp nhận rủi ro của ban lãnh đạo hoặc, nếu có, của nhà đầu tư tài chính/chủ sở hữu kiểm soát, hoặc ngược lại là kế hoạch giảm đòn bẩy tài chính.

Chúng tôi áp dụng phương pháp tiếp cận định hướng tương lai và dựa trên rủi ro khi đánh giá rủi ro mua lại, hồ sơ dòng tiền và đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp và nhà đầu tư tài chính. Chúng tôi có thể đưa ra nhận định thận trọng hơn trong trường hợp có các dấu hiệu định lượng hoặc định tính cho thấy rủi ro kéo dài trong việc gia tăng đòn bẩy, suy giảm khả năng chi trả lãi vay, hoặc khả năng thay thế vốn góp không phổ thông bằng các công cụ có tính chất giống nợ.

Nội dung

II. Nguồn vốn góp ngoài vốn chủ sở hữu phổ thông
cung cấp bởi các chủ sở hữu chiến lược



FiiRatings

A Strategic Partner of S&P Global

II. Nguồn vốn góp ngoài VCSH phổ thông từ các chủ sở hữu chiến lược

2. Nguồn vốn góp ngoài vốn chủ sở hữu phổ thông cung cấp bởi các chủ sở hữu chiến lược

1. Khi đã xác định các chủ sở hữu của một doanh nghiệp phi tài chính là chủ sở hữu chiến lược, chúng tôi sẽ loại trừ phần vốn góp không phải vốn chủ sở hữu phổ thông do các chủ sở hữu này cung cấp khỏi phạm vi phân tích rủi ro tài chính của doanh nghiệp, bao gồm các chỉ tiêu về đòn bẩy tài chính và khả năng chi trả lãi vay, nếu các điều kiện sau được đáp ứng:

- **Quyền sở hữu chiến lược:** Chủ sở hữu chiến lược nắm giữ quyền kiểm soát doanh nghiệp; khoản đầu tư được xác định là mang tính dài hạn; và chủ sở hữu có đủ nguồn lực cũng như động lực kinh tế để tiếp tục hỗ trợ khoản đầu tư này.
- **Sự đồng nhất trong định hướng vận hành:** Doanh nghiệp hoặc đơn vị thành viên đang hoạt động với hiệu quả phù hợp trong lĩnh vực chuyên trách, hoặc có triển vọng hoạt động khả thi trong trung hạn, tương xứng với kỳ vọng cụ thể từ ban điều hành của tập đoàn hoặc tương thích với khả năng tạo ra lợi nhuận của tập đoàn.

2. Trong trường hợp đó, việc loại trừ khoản vốn góp không phải vốn chủ sở hữu phổ thông do các chủ sở hữu chiến lược cung cấp khỏi phạm vi phân tích rủi ro tài chính, bao gồm các chỉ tiêu về đòn bẩy tài chính và khả năng chi trả lãi vay, còn phụ thuộc vào đánh giá của chúng tôi rằng tất cả các điều kiện sau đây đều được đáp ứng:

- **Các điều khoản tài chính loại trừ sự kiện tín dụng:** Điều khoản cung cấp vốn không phổ thông không được chứa bất kỳ điều khoản nào liên quan đến quy định về sự kiện tín dụng, điều khoản vi phạm chéo sự kiện tín dụng, yêu cầu đẩy nhanh thanh toán, hoặc các cam kết tài chính có thể dẫn đến sự kiện tín dụng hoặc đẩy nhanh thời hạn thanh toán.
- **Áp dụng tiêu chí Phương pháp luận Xếp hạng Tập đoàn (nếu phù hợp):** Chúng tôi phân loại công ty con theo các nhóm có tính chiến lược vừa phải, chiến lược quan trọng, chiến lược cao, hoặc là đơn vị nòng cốt trong tập đoàn.
- **Khả năng linh hoạt trong tái cấu trúc:** Chủ sở hữu chiến lược sẵn sàng tái cấu trúc khoản vốn góp khi cần thiết mà không tạo ra sự kiện tín dụng.
- **Đáo hạn sau tất cả các khoản nợ khác:** Ngày đáo hạn hiệu lực của khoản vốn góp không phổ thông phải muộn hơn ngày đáo hạn của tất cả các khoản nợ khác, thông qua các điều khoản hợp đồng rõ ràng hoặc thỏa thuận giữa chủ nợ có ràng buộc chặt chẽ. Các điều khoản này phải đảm bảo rằng khoản vốn góp không phổ thông đến hạn thanh toán sau khi toàn bộ nợ ưu tiên đã được tất toán. Điều kiện này sẽ không được đáp ứng nếu khoản vốn góp không phổ thông có quyền mua hoặc bất kỳ cơ chế nào tương tự cho phép khoản vốn được mua lại sớm trừ khi khoản vốn góp được tài trợ đến hạn thanh toán sau toàn bộ nợ ưu tiên. Ngoài ra, điều kiện cũng được coi là đáp ứng nếu: Khoản vốn góp không phổ thông đáo hạn muộn hơn ít nhất 90 ngày so với toàn bộ các khoản nợ khác (trong trường hợp không phải công cụ vĩnh viễn); hoặc doanh nghiệp có ý định gia hạn thời gian đáo hạn của khoản vốn góp đến ít nhất 90 ngày sau khi toàn bộ các khoản nợ khác đã đáo hạn.
- **Là nợ thứ cấp so với tất cả các khoản nợ khác:** Khoản vốn góp không phổ thông phải được xếp hạng thấp hơn về mặt cấu trúc và/hoặc theo hợp đồng so với tất cả các khoản nợ khác trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Nội dung

Danh sách thuật ngữ chính



FiiRatings

A Strategic Partner of S&P Global

- **Nhà đầu tư tài chính:** Là các tổ chức theo đuổi chiến lược tài chính mà chúng tôi đánh giá là quyết liệt, thông qua việc sử dụng nợ và các công cụ có tính chất như nợ nhằm tối đa hóa lợi nhuận của cổ đông. Các nhà đầu tư này có thể thực hiện thoái vốn trong thời gian ngắn đến trung hạn. Nhà đầu tư tài chính bao gồm các quỹ đầu tư tư nhân, nhưng không bao gồm các quỹ hạ tầng hoặc quỹ quản lý tài sản và vốn (thường có chiến lược đầu tư dài hạn hơn theo kinh nghiệm của chúng tôi).
- **Khoản vốn góp không phải vốn chủ sở hữu phổ thông của nhà đầu tư tài chính:** Là các khoản đầu tư dưới dạng khoản vay cổ đông hoặc cổ phiếu ưu đãi mà nhà đầu tư tài chính rót vào công ty mẹ nằm trong phạm vi hợp nhất của tập đoàn mà FiinRatings xem xét. Khoản vốn góp không phổ thông cũng có thể bao gồm các khoản vay nội bộ, được sử dụng để phân bổ vốn góp dưới dạng khoản vay cổ đông hoặc cổ phiếu ưu đãi đến các công ty khác trong cùng tập đoàn. Nếu khoản vốn góp không phổ thông của nhà đầu tư tài chính đáp ứng đầy đủ tiêu chí của chúng tôi, khoản này sẽ được loại trừ khỏi phạm vi phân tích tài chính hợp nhất, bao gồm các chỉ tiêu về đòn bẩy tài chính và khả năng thanh toán. Nếu bất kỳ phần nào của khoản vốn góp không đáp ứng tiêu chí, toàn bộ khoản đó sẽ được bao gồm trong phạm vi phân tích tài chính hợp nhất, bao gồm các chỉ tiêu trên. Trong trường hợp khoản góp vốn tại công ty mẹ có quy mô khác với các khoản vay nội bộ, nhưng cả khoản đầu tư ban đầu và khoản vay nội bộ đều đáp ứng các tiêu chí, chúng tôi sẽ loại trừ khoản vốn góp tại công ty mẹ ra khỏi phạm vi phân tích tài chính hợp nhất, bao gồm các chỉ tiêu về đòn bẩy và khả năng thanh toán.
- **Chủ sở hữu chiến lược:** Chúng tôi định nghĩa chủ sở hữu chiến lược là các nhà đầu tư không phải là nhà đầu tư tài chính, có tầm nhìn đầu tư dài hạn, đồng thời có đủ nguồn lực và động lực kinh tế để tiếp tục hỗ trợ khoản đầu tư khi cần thiết. Chúng tôi cho rằng các chủ sở hữu này đầu tư chủ yếu vì mục tiêu chiến lược, như đa dạng hóa địa lý hoặc tạo ra giá trị cộng hưởng thông qua tích hợp theo chiều dọc hoặc chiều ngang. Chủ sở hữu chiến lược có thể bao gồm chính phủ, và không bao gồm các nhà đầu tư tài chính.

Liên hệ với chúng tôi

Email: support.fiinratings@fiingroup.vn

Trụ sở chính

Tầng 10, Tòa nhà Peakview Tower,
36 Hoàng Cầu, Phường Ô Chợ Dừa,
TP. Hà Nội, Việt Nam
Tel: (84) 24 3562 6962
Email: support.fiinratings@fiingroup.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Phòng 1682, Tầng 16, Tòa nhà Bitexco
Financial Tower, số 2 đường Hải Triều,
Phường Sài Gòn, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam
Tel: (84) 329 813 686
Email: support.fiinratings@fiingroup.vn



Tài liệu này được soạn thảo bởi Công ty Cổ phần FiinRatings chỉ sử dụng cho mục đích tham khảo. Đây không phải là Báo cáo xếp hạng tín nhiệm và không khuyến nghị mua, bán hoặc nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào hoặc bất kỳ giao dịch cụ thể nào khác. Thông tin trong Báo cáo này, bao gồm dữ liệu, số liệu, bảng, phân tích và nhận xét của FiinRatings, chỉ được sử dụng để tham khảo theo quyết định của riêng bạn. FiinRatings sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ tổn thất hoặc hậu quả nào có thể xảy ra do việc sử dụng thông tin trong báo cáo này. FiinRatings giữ bản quyền đối với báo cáo này và toàn bộ nội dung trong Báo cáo này. Báo cáo này được bảo hộ bản quyền theo pháp luật về quyền tác giả của Việt Nam và các nước theo các công ước, điều ước quốc tế về quyền tác giả mà Việt Nam là thành viên.