

# Các cơ sở lý luận cơ bản để nghiên cứu và lựa chọn cơ cấu vốn doanh nghiệp

NGUYỄN TÚ ANH

NGUYỄN THU THỦY

**V**ấn đề nghiên cứu cơ cấu vốn doanh nghiệp không còn mới mẻ trên thế giới, đặc biệt ở các nước công nghiệp phát triển với hệ thống thông tin minh bạch, đầy đủ và đáng tin cậy. Ngược lại, tại nhiều nước đang phát triển, nơi nền kinh tế thị trường chưa kịp phát triển toàn diện, trong đó thị trường vốn đang còn trong giai đoạn đầu của sự phát triển, khu vực doanh nghiệp còn tương đối non trẻ, các doanh nghiệp hoạt động mang nhiều tính tự phát, thì vấn đề nghiên cứu cơ cấu vốn doanh nghiệp còn gặp nhiều trở ngại. Các vấn đề lý luận cơ bản về sự lựa chọn cơ cấu vốn của các doanh nghiệp đã hình thành nên một dòng nghiên cứu hết sức sôi động trong vài thập kỷ qua. Tuy nhiên, các lý thuyết đó chủ yếu được phát triển trên cơ sở cơ chế hoạt động của các quốc gia công nghiệp hóa. Gần đây, khi doanh nghiệp các nước đang phát triển bắt đầu hòa nhập mạnh mẽ hơn vào đời sống kinh tế thế giới, các nghiên cứu cũng dần chú ý tới việc đề cập đến chủ đề này tại các nước đang phát triển đó. Bài viết này là một nỗ lực tổng hợp và tóm tắt các cơ sở lý luận chủ yếu liên quan đến lựa chọn cơ cấu vốn doanh nghiệp, nhằm cung cấp một cái nhìn khoa học và tổng quát cùng các học giả khác tiếp cận nhiều hơn với chủ đề này tại các nước đang phát triển, đặc biệt là ở Việt Nam.

Ngay sau khi các mệnh đề nổi tiếng của Modigliani và Miller (1958) ra đời, một loạt các nghiên cứu cả về mặt lý luận và thực tiễn đã tiếp tục giải thích, mở rộng, chi tiết hóa và tiến hành kiểm định các cơ sở lý luận cho sự lựa chọn giữa việc phát hành nợ hay vốn cổ phần của các doanh nghiệp. Khó có thể đề cập đầy đủ mọi nghiên cứu đã có, song bài viết này sẽ trình bày các vấn đề chủ yếu

nhất, là cơ sở nền tảng cho nghiên cứu về cơ cấu vốn.

## 1. Mô hình tĩnh về các lợi ích bù trừ (*static trade-off framework*)

Theo mô hình tĩnh xem xét các lợi ích bù trừ, doanh nghiệp được xem là đã xác định được một tỷ lệ mục tiêu về số nợ trên tổng tài sản, và từng bước tiến tới đạt được mục tiêu đó. Cụ thể là cơ cấu vốn sẽ dịch chuyển tới các mục tiêu phản ánh thuế suất, tính chất tài sản sở hữu, rủi ro kinh doanh, khả năng sinh lợi và chi phí phá sản. Trên thực tế, doanh nghiệp đang cân bằng các chi phí và lợi ích của việc đi vay, trong điều kiện tổng tài sản và kế hoạch đầu tư không đổi<sup>1</sup>.

Kết quả nghiên cứu chủ yếu trong cơ sở lý luận này là nếu tồn tại các chi phí đáng kể liên quan đến việc tăng vay nợ (ví dụ như chi phí phá sản, chi phí quản lý đại diện (*agency costs*) của các khoản vay nợ, sự mất đi những lợi ích do thuế mang lại cho các khoản vốn khác không phải nợ (*non-debt tax shields*)...), và nếu thu nhập từ vốn cổ phần không bị đánh thuế, thì tỷ suất thuế cận biên dành cho người đi vay sẽ thấp hơn so với tỷ suất thuế đánh vào doanh nghiệp, và do vậy sẽ xuất hiện một lợi thế vòng liên quan đến thuế dành cho các khoản vay nợ của doanh nghiệp<sup>2</sup>. Cơ cấu vốn tối ưu của doanh nghiệp, do vậy, sẽ liên quan đến sự bù trừ hay đánh đổi giữa lợi ích do thuế mang lại cho các khoản vay nợ và các chi phí liên quan đến vay nợ.

Nguyễn Tú Anh, Viện Nghiên cứu quản lý kinh tế TÚ;  
Nguyễn Thu Thủy, Đại học Ngoại thương, Hà Nội; NCS tại RSM Erasmus University, Rotterdam.

1. Myers, 1984, tr.577

2. Bradley và các tác giả khác, 1984, tr. 857.

Hướng nghiên cứu này đã xuất hiện rất sớm so với các lý thuyết khác liên quan đến cơ cấu vốn. Robichek và Myers (1965) lưu ý rằng việc tối đa hóa cơ cấu vốn liên quan đến sự đánh đổi giữa giá trị hiện tại (*present value*) của phần thuế được giảm khi tăng thêm vay nợ và giá trị hiện tại của chi phí cận biên do những bất lợi của vay nợ mang lại. Hirshleifer (1966) cho rằng ngay cả khi thị trường vốn là hoàn hảo và toàn diện, thì những cân nhắc về thuế và các thiệt hại do phá sản gây ra vẫn có thể tiếp tục cho phép các hãng xác định được một tỷ lệ tối ưu kết hợp giữa vốn vay nợ và vốn cổ phần.

Theo nghiên cứu của Brennan và Schwartz (1978), khi một hãng phát hành thêm nợ, sẽ có hai loại tác động ngược chiều xuất hiện ảnh hưởng đến giá trị của hãng đó: *một mặt*, nó làm tăng khoản tiết kiệm về thuế khi hãng vẫn còn tiếp tục hoạt động được; *mặt khác*, nó lại làm giảm xác suất mà hãng có thể được tiếp tục tồn tại, hay nói cách khác nó làm tăng khả năng dẫn đến hãng phá sản. Tùy thuộc vào ảnh hưởng nào có tác động chi phối lớn hơn mà giá trị của hãng sẽ tăng lên hoặc giảm đi khi hãng tiếp tục vay thêm nợ.

Tóm lại, các nhân tố quyết định cơ cấu vốn theo mô hình xem xét các lợi ích bù trừ chủ yếu liên quan đến các cân nhắc về thuế và chi phí phá sản. Modigliani và Miller (1963) chỉ ra rằng, hãng sẽ ưa thích sử dụng vốn đi vay nếu chi phí trả lãi được trừ khỏi thu nhập bị đánh thuế. Kraus và Litzenberger (1973) mô hình hóa quyết định cơ cấu vốn bằng cách xác định những tình huống trạng thái (*states*) mà trong đó hãng vay nợ và thu được khoản tiết kiệm thuế nhờ vay nợ, đồng thời xác định những tình huống trạng thái khác mà trong đó hãng bị mất khả năng thanh toán và chịu những thiệt hại do phá sản gây ra. Do vậy, vấn đề có được cơ cấu vốn tối ưu chính là việc xác định được mức vay nợ sao cho các tình huống xảy ra sau đó (hãng có khả năng thanh toán, hoặc hãng phá sản) đem lại giá trị thị trường tối đa cho hãng.

Mô hình phân tích này có giá trị trong một phạm vi nào đó, song nó vẫn không thể giải

thích được tất cả các vấn đề liên quan đến lựa chọn cơ cấu vốn doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn của các doanh nghiệp giống nhau lại tỏ ra rất khác nhau. Có thể còn nhiều nhân tố khác nữa ảnh hưởng đến mức cơ cấu vốn tối ưu nếu có.

## 2. Chi phí quản lý đại diện (*agency costs*) và các xung đột lợi ích liên quan

### 2.1. Chi phí quản lý đại diện

Hãy giả định đơn giản là một hãng cụ thể có một chủ sở hữu duy nhất. Hãng này mong muốn tìm kiếm nguồn vốn tài trợ cho các dự án đầu tư mới vượt quá khả năng vốn nội tại. Hãng đứng trước hai sự lựa chọn: đi vay nợ hoặc phát hành vốn cổ phần.

Nếu hãng phát hành vốn cổ phần, phần lợi ích của người chủ quản lý sẽ giảm xuống. Điều này sẽ làm cho người chủ quản lý có xu hướng hưởng thụ bổng lộc từ công ty một cách quá mức, bởi vì những chi phí mà việc hưởng thụ đó gây ra cho người chủ đã bị giảm đi do phần lợi ích trong công ty của anh ta đã giảm bớt. Các chi phí đó bao gồm: (i) chi phí kiểm soát của các chủ sở hữu (cổ đông); (ii) chi phí chấp hành của người quản lý; (iii) phần giá trị lợi ích suy giảm do sự khác biệt trong quyết định thực tế của người quản lý và các quyết định tối đa hóa ích lợi của chủ sở hữu. Tuy nhiên, nếu thị trường hoạt động hiệu quả, các nhà đầu tư bên ngoài có thể dự đoán được những hành vi của người chủ - quản lý hãng. Tương ứng theo đó, giá của cổ phần mới sẽ bị giảm bớt vì có tính đến các chi phí kiểm soát của các cổ đông bên ngoài. Trong tình huống này, người chủ - quản lý sẽ thích tài trợ các dự án mới bằng vốn đi vay hơn là bằng vốn cổ phần. Một số tác giả khác lập luận rằng chi phí quản lý đại diện của vốn cổ phần là không đáng kể vì trong một thị trường vốn hoạt động tốt, sẽ có đủ áp lực để buộc các nhà quản lý phải đại diện cho lợi ích của các cổ đông bên ngoài<sup>3</sup>. Tuy nhiên, vay nợ để đầu tư cũng làm phát sinh các chi

3. Fama, 1980; Haugen và Senbet, 1978.

phí quản lý đại diện. Điều này là kết quả của các xung đột về lợi ích giữa chủ nợ bên ngoài và người chủ quản lý. Việc vay nợ sẽ làm tăng động lực cho người quản lý-chủ sở hữu công ty đầu tư vào các dự án rủi ro cao, những dự án mà nếu thành công sẽ mang lại lợi ích rất lớn cho một mình nhà quản lý-chủ sở hữu công ty, nhưng lại làm tăng khả năng thua lỗ, thất bại. Nếu dự án đầu tư thất bại, rủi ro dành cho người quản lý chỉ giới hạn trong phần vốn của chính họ; còn nếu thành công thì chủ nợ cũng không được chia sẻ lợi nhuận, trong khi đó họ phải chia sẻ chi phí phá sản, như vậy chủ nợ chịu thêm rủi ro và không có thêm lợi nhuận kỳ vọng. Khi các khoản vay nợ nhiều thêm, chủ nợ sẽ yêu cầu lãi suất cao hơn để đền bù cho xác suất bị phá sản cũng đã tăng lên. Do đó, chi phí quản lý đại diện của các khoản nợ bao gồm chi phí cơ hội do tác động của nợ lên các quyết định đầu tư của doanh nghiệp; chi phí kiểm soát và chấp hành của chủ nợ và nhà quản lý-chủ công ty; và chi phí liên quan đến phá sản và tái tổ chức cơ cấu<sup>4</sup>.

Do cả vốn cổ phần và vốn vay nợ ít nhiều đều phải chịu loại chi phí quản lý đại diện này, nên tỷ lệ nợ - vốn chủ sở hữu tối ưu cần phải cân nhắc sự đánh đổi giữa hai loại chi phí liên quan kể trên.

## 2.2. Xung đột lợi ích giữa cổ đông và người quản lý công ty

Xung đột lợi ích giữa nhà quản lý và các cổ đông - chủ sở hữu vốn, lần đầu tiên được đề cập bởi Jensen and Meckling (1976), bắt nguồn từ việc tách rời quyền sở hữu và quyền kiểm soát. Trong trường hợp người quản lý không phải là chủ sở hữu, hoặc chỉ sở hữu một phần công ty, họ sẽ không phải chịu, hoặc chỉ chịu một phần chi phí thiệt hại do việc hưởng thụ bổng lộc của chính mình gây ra.

Loại hình xung đột lợi ích này có nhiều dạng. *Thứ nhất*, nhà quản lý luôn muốn mức độ hưởng thụ cao mà công sức bỏ ra ít, với điều kiện là họ không phải mất đi lợi ích nào khác - ví dụ như lương thấp đi hay thị giá phần cổ phiếu cá nhân của họ bị giảm sút<sup>5</sup>.

*Thứ hai*, nhà quản lý có thể ưa thích các dự án ngắn hạn hơn là các dự án dài hạn với khả năng sinh lợi cao hơn, bởi vì các dự án ngắn hạn có thể mang lại kết quả nhanh chóng và cũng nhanh chóng tăng cường uy tín của bản thân họ<sup>6</sup>. *Thứ ba*, nhà quản lý có xu hướng chọn các dự án đầu tư ít rủi ro, lợi nhuận thấp, và một tỷ lệ nợ thấp để làm giảm xác suất bị phá sản<sup>7</sup>. *Thứ tư*, nhà quản lý mong muốn tối thiểu hóa khả năng bản thân bị sa thải, mà khả năng này sẽ tăng cao nếu có thay đổi trong quyền kiểm soát công ty, ban giám đốc công ty sẽ thường chống đối các đề nghị sáp nhập, mua lại công ty, bất kể lợi ích của các cổ đông có bị ảnh hưởng hay không<sup>8</sup>. *Thứ năm*, nhà quản lý và cổ đông có thể không nhất trí với nhau về quyết định hoạt động của công ty: thông thường nhà quản lý muốn tiếp tục cho công ty hoạt động cho dù quyết định thanh lý công ty có thể mang lại lợi ích cao hơn và là điều mong muốn của các cổ đông chủ sở hữu; hoặc nhà quản lý muốn đầu tư toàn bộ số vốn hiện có cho sản xuất kinh doanh trong khi các cổ đông lại muốn được thanh toán cổ tức<sup>9</sup>.

Một trường hợp đặc biệt của loại hình xung đột lợi ích này là vấn đề đầu tư thái quá (overinvestment problem), một khái niệm được bàn luận lần đầu tiên trong nghiên cứu của Jensen (1986), trong đó ban quản lý mong muốn tăng quy mô doanh nghiệp trong khi các cổ đông lại muốn tối đa hóa giá trị doanh nghiệp, do vậy nhà quản lý có xu hướng làm cho doanh nghiệp tăng trưởng hơn cả mức tối ưu và chấp nhận cả những dự án có giá trị hiện tại ròng (*net present value* - NPV) nhỏ hơn 0. Jensen lập luận rằng tình trạng đầu tư thái quá có thể trở nên trầm trọng hơn nếu hãng có thêm nhiều dòng tiền nhàn rỗi (*free cash flow*) và có ít cơ hội tăng trưởng.

4. Nhiều nghiên cứu đã đề cập đến chi phí này, có thể xem ví dụ đại diện như Hunsaker (1999).

5. Jensen và Meckling, 1976.

6. Masulis, 1988.

7. Hunsaker, 1999.

8. Garvey và Hanka, 1999.

9. Harris và Raviv, 1990.

Tăng vay nợ, hay tăng cơ cấu vốn có thể giúp giảm nhẹ tình hình xung đột do hành vi của nhà quản lý đối nghịch với lợi ích của cổ đông. Ví dụ, tình trạng đầu tư thái quá có thể giảm bớt nhờ gia tăng thêm vay nợ, và Jensen (1986) gọi đó là vai trò của nợ được xem như một công cụ kỷ luật. Hunsaker (1999) chỉ ra rằng tăng tỷ lệ nợ cũng làm tăng khả năng phá sản, do đó giúp hạn chế sự tiêu dùng bổng lộc từ tài sản công ty một cách thái quá của nhà quản lý. Một cách hiệu quả khác là giảm bớt các dòng tiền nhàn rỗi – một nguồn cho đầu tư thái quá – bằng cách cổ đông yêu cầu tăng chi trả cổ tức.

### 2.3. Xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ

Trường hợp điển hình của xung đột lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ là cổ đông hoặc đại diện của họ đưa ra những quyết định làm chuyển giao lợi ích về tài sản từ chủ nợ sang cổ đông. Chủ nợ chắc chắn hiểu rõ tình hình này, do vậy họ sẽ đòi hỏi lãi suất cao hơn cho trái phiếu hoặc các khoản họ cho vay<sup>10</sup>. Tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn tăng lên có thể làm trầm trọng thêm xung đột này theo 3 hướng như sau.

*Thứ nhất*, Smith và Warner (1979) đề cập đến hiện tượng chuyển giao lợi ích tài sản trực tiếp (*direct wealth-transfer*) thông qua chi trả cổ tức. Nếu công ty phát hành trái phiếu và trái phiếu đó được định giá với giá định là chính sách cổ tức của công ty không đổi, giá trị của trái phiếu sẽ bị suy giảm bằng cách tăng tỷ lệ cổ tức và trang trải khoản tăng thêm đó bằng cách giảm đầu tư. Trong trường hợp xấu nhất, nếu công ty bán hết mọi tài sản và thanh toán cổ tức cho cổ đông bằng tiền thanh lý công ty, thì chủ nợ (chủ trái phiếu) sẽ không còn quyền lợi tài sản nào hết.

*Thứ hai*, sự thay thế tài sản (*asset-substitution*) là một nguyên nhân khác, đã được Jensen & Meckling (1976) và Smith & Warner (1979) chỉ ra, gây nên xung đột. Nếu một công ty bán trái phiếu và tuyên bố mục đích là để đầu tư vào các dự án ít rủi ro thì trái phiếu đó sẽ được định giá tương ứng với

mức rủi ro thấp đó. Giá trị cổ phần của cổ đông sẽ tăng lên và giá trị quyền lợi từ trái phiếu sẽ thấp đi nếu công ty đó thay thế các dự án nói trên bằng các dự án khác nhiều rủi ro hơn<sup>11</sup>. Tóm lại, điều này cũng làm chuyển giao quyền lợi tài sản từ chủ trái phiếu sang cổ đông.

*Cuối cùng*, Myers (1977) chỉ ra một trường hợp nữa với tên gọi là vấn đề đầu tư không hợp lý (*underinvestment*). Một phần 'quan trọng của tài sản công ty là tài sản vô hình dưới dạng cơ hội đầu tư trong tương lai. Một công ty với nhiều khoản nợ phải trả sẽ có xu hướng loại bỏ cả các dự án có NPV lớn hơn 0 nếu việc chấp nhận đầu tư vào dự án đó chỉ đem lại lợi ích cho chủ nợ. Đặc biệt những doanh nghiệp đang gặp khó khăn về tài chính sẽ bỏ qua những dự án có NPV thấp, mà ưu tiên cho những dự án rủi ro cao với NPV cao, gây ra tình trạng đầu tư sai mục đích, sai đối tượng, hoặc đầu tư quá ít<sup>12</sup>.

Một trong những phương hướng chiến lược để tối thiểu hóa các xung đột này là các hãng có nhiều cơ hội phát triển nên áp dụng cơ cấu vốn có tỷ lệ nợ cao hơn và sử dụng nhiều nợ dài hạn hơn so với các hãng thuộc các ngành đã phát triển bão hòa. Xung đột cũng có thể được giảm bớt bằng cách điều chỉnh tính chất của các hợp đồng nợ. Ví dụ, các khoản nợ có thể kèm thêm các điều kiện hạn chế việc thanh toán cổ tức hoặc bán tài sản, qua đó hạn chế không để công ty thực hiện một số hành vi nhất định sau khi các khoản nợ hoặc trái phiếu đã được phát hành. Hoặc một cách khác, vay nợ cần phải đi kèm với tài sản hữu hình làm vật thế chấp<sup>13</sup>. Cách phát hành trái

10. De Jong và Van Dijk, 2002.

11. Việc chuyển giao đơn thuần các tài sản rủi ro thấp thành các tài sản rủi ro cao sẽ không làm thay đổi giá trị của công ty nếu cả 2 loại tài sản có cùng giá trị hiện tại ròng (NPV) như nhau. Tuy nhiên, cổ đông sẽ có xu hướng đầu tư vào các dự án có NPV thấp hơn 0 nếu mức độ tăng rủi ro của công ty qua việc chấp nhận các dự án đó là đủ lớn. Ngay cả khi các dự án như vậy làm giảm tổng giá trị của công ty thì giá trị của cổ phần vẫn có thể tăng lên (Smith & Warner, 1979, tr. 119).

12. Smith & Warner, 1979.

13. Stulz & Johnson, 1985.

phiếu có quyền chuyển đổi (*convertible bonds*) cũng có thể làm giảm nhẹ xung đột này, trong đó các tác giả Jensen & Meckling (1976) và Green (1984) lập luận rằng các trái phiếu này có chi phí quản lý đại diện thấp hơn so với khoản nợ thông thường. Quyền chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu cho phép chủ nợ được chia sẻ một phần lợi ích do việc chuyển giao quyền lợi tài sản sang cho cổ đông, và do vậy chủ nợ cũng sẽ có lợi từ việc công ty tăng đầu tư rủi ro.

Gần đây, Douglas (2002) trình bày một lý thuyết về cơ cấu vốn dựa trên quyền lực của cổ đông, chủ trái phiếu và nhà quản lý trong việc kiểm soát xung đột trong các tập đoàn công ty lớn. Tác giả này chỉ ra rằng xung đột giữa người chủ sở hữu và nhà quản lý tạo nên một sự đánh đổi giữa sự kém hiệu quả trong trường hợp công ty hoạt động trong điều kiện bất lợi (*in low state*) và lợi ích thu được trong trường hợp công ty hoạt động với điều kiện thuận lợi (*in high state*), còn xung đột giữa cổ đông và chủ trái phiếu thì tạo ra vấn đề đầu tư không hợp lý. Vì cả nhà quản lý và chủ trái phiếu đều muốn có hoạt động hiệu quả hơn trong trường hợp điều kiện bất lợi, nên hai loại xung đột này là phụ thuộc lẫn nhau. Trong trường hợp các khoản vay nợ không có rủi ro, sẽ không có xung đột giữa cổ đông và chủ trái phiếu, nhưng sự kiểm soát của nhà quản lý sẽ tạo ra thêm lợi ích cho bản thân họ. Trong trường hợp các khoản nợ có rủi ro, cổ đông sẽ chú trọng hơn đến việc thu lợi ích cao từ điều kiện hoạt động thuận lợi, do vậy xung đột giữa cổ đông và chủ trái phiếu tăng lên, nhưng lợi ích không chính đáng trong khâu quản lý sẽ giảm đi.

### 2.4. Xung đột với những đối tượng khác

Ngoài ra còn phải kể đến một loại xung đột lợi ích nữa, đó là xung đột với những người có lợi ích gián tiếp liên quan đến công ty (*outside stakeholders*), ví dụ như khách hàng, hay nhân công. Titman (1984) lập luận rằng việc thanh lý một công ty có thể tạo ra nhiều chi phí cho khách hàng và nhân công, do vậy họ sẽ yêu cầu gia tăng sự đền bù rủi ro trên sản phẩm tiêu thụ hoặc mức lương,

và chi phí đó lại chuyển đến các cổ đông. Tuy nhiên, nếu các cổ đông cam kết chỉ thanh lý công ty khi lợi ích thu được từ việc thanh lý cao hơn tất cả chi phí bỏ ra, bao gồm cả những chi phí mà khách hàng và nhân công phải gánh chịu, thì điều này sẽ giúp làm giảm chi phí vốn và tăng giá trị cổ phần. Titman (1984) chỉ ra rằng có thể sử dụng cơ cấu vốn để kiểm soát những yêu cầu đền bù rủi ro nói trên, và cho rằng các hãng có chi phí thanh lý cao, đứng trên góc độ lợi ích của khách hàng và nhân công, sẽ thường có tỷ lệ nợ thấp hơn. Titman & Wessels (1988) xem xét mối quan hệ giữa tính độc đáo duy nhất của sản phẩm và tỷ lệ nợ, và nghiên cứu cho thấy giữa chúng có mối quan hệ tỷ lệ nghịch. Maksimovic & Titman (1991) cho rằng các hãng sản xuất sản phẩm mà có chi phí thanh lý thấp đứng trên quan điểm của khách hàng cũng sẽ có mối quan hệ tương tự. Những hãng có danh tiếng về sản xuất sản phẩm chất lượng cao được dự đoán là có tỷ lệ nợ thấp hơn.

### 3. Thông tin không đối xứng (*asymmetric information*)

#### 3.1. Lý thuyết “pecking-order”

Thông tin không đối xứng là một vấn đề khác ảnh hưởng đến cơ cấu vốn của công ty. Nhà quản lý thường biết rõ về triển vọng, rủi ro và giá trị của công ty hơn là các nhà đầu tư bên ngoài. Thông tin không đối xứng như vậy có thể làm cho giá cổ phiếu của công ty trên thị trường bị đánh giá thấp hơn giá trị thực, do vậy cũng có thể làm hạ giá những cổ phiếu mới phát hành dùng để tài trợ cho các dự án đầu tư mới<sup>14</sup>. Tác động cuối cùng sẽ là: các nhà đầu tư mới thu được lợi ích cao hơn từ dự án mới so với các cổ đông trước đó, điều này có thể làm cho dự án sẽ không được chấp nhận thực hiện cho dù nó có NPV lớn hơn 0.

Về nguyên tắc, vấn đề đánh giá thấp giá trị cổ phiếu mới có thể được giải quyết bằng cách sử dụng những công cụ tài chính không bị thị trường đánh giá thấp, đặc biệt là những nguồn vốn được tạo ra ngay bên trong

14. Myers và Majluf, 1984.

công ty. Điều này thể hiện rằng có tồn tại một thứ tự ưu tiên trong việc sử dụng các nguồn tài chính để đầu tư vào các dự án mới.

Thực tế mà trong đó các công ty thường thích sử dụng vốn tự có của mình hơn là vốn từ bên ngoài, thích tận dụng vay nợ hơn là phát hành cổ phiếu mới được gọi là giả thiết có tên là *pecking-order*. Theo giả thiết này, hãng không hề có một mục tiêu định trước về cơ cấu vốn<sup>15</sup>. Theo Myers (1984), nếu hãng cần đến nguồn tài chính từ bên ngoài, đầu tiên hãng sẽ phát hành những chứng khoán an toàn nhất. Cụ thể là hãng sẽ bắt đầu vay nợ, phát hành trái phiếu có thể chuyển đổi, rồi cuối cùng mới dựa vào việc phát hành cổ phiếu. Tỷ lệ nợ quan sát được của mỗi hãng phản ánh sự cần thiết, đòi hỏi về nguồn tài chính bên ngoài được tích lũy lại theo thời gian. Myers (1984) cũng đã mô hình hóa vấn đề thông tin không đối xứng liên quan đến giả thiết *pecking-order* này. Các hãng có đủ lý do để cố gắng tránh tài trợ đầu tư bằng cách phát hành cổ phiếu thông thường hoặc các chứng khoán rủi ro khác. Họ không muốn rơi vào tình trạng tiến thoái lưỡng nan mà trong đó họ có thể phải bỏ qua các dự án có NPV lớn hơn 0 hoặc phải phát hành cổ phiếu với mức giá mà họ cho là quá thấp. Các nghiên cứu sau đó, tuy tiếp cận ở những góc độ khác nhau, song đều cho kết luận tương tự<sup>16</sup>.

Tuy vậy, lý thuyết *pecking-order* cũng không thể giải thích tất cả các khía cạnh. Có rất nhiều ví dụ về các công ty đã phát hành cổ phiếu trong khi họ hoàn toàn có thể vay nợ. Nhưng khi nhìn vào tổng thể, rõ ràng các hãng nhìn chung phụ thuộc rất nhiều vào nguồn vốn bên trong và các khoản vay nợ, cho thấy đây là một hành vi có tính điển hình cao.

### **3.2. Tâm lý tránh rủi ro của nhà quản lý (*managerial risk aversion*)**

Một số mô hình lý thuyết dựa trên giả thuyết rằng các nhà quản lý-chủ sở hữu công ty đều không ưa thích rủi ro, do vậy tỷ lệ nợ công ty, sẽ phụ thuộc vào mức độ không ưa thích đó. Một dự án càng nhiều nguy cơ rủi ro thì người chủ càng muốn tham gia đóng

góp đầu tư ít đi. Nhìn chung, việc tăng tỷ lệ nợ của công ty cho phép các nhà quản lý nắm giữ được một số lượng cổ phần (có tính rủi ro) lớn hơn. Số lượng cổ phần này càng lớn thì càng làm giảm lợi ích của người quản lý do tâm lý muốn tránh rủi ro của họ, nhưng với những dự án có chất lượng cao hơn thì sự giảm sút về lợi ích này đối với nhà quản lý cũng sẽ ít hơn. Vì thế, trong điều kiện cân bằng đạt được, nhà quản lý của những công ty có chất lượng cao hơn sẽ có xu hướng tăng thêm nợ trong cơ cấu vốn của công ty như là một cách báo hiệu với thị trường về chất lượng của mình.

Trong nghiên cứu nổi tiếng của mình, Leland và Pyle (1977) xem xét hành vi của một chủ doanh nghiệp tư nhân, người này muốn tiến hành một dự án đầu tư và dự định nắm giữ một phần cổ phiếu của công ty. Lượng cổ phần còn lại sẽ bán ra bên ngoài. Như đã nêu trên, trong điều kiện cân bằng thị trường, tỷ lệ vốn chủ sở hữu mà người chủ giữ lại sẽ tăng tỷ lệ thuận với chất lượng của doanh nghiệp, bởi vì lượng cổ phần giữ lại đó được thị trường hiểu là dấu hiệu của chất lượng. Vì người chủ doanh nghiệp được coi là có tâm lý không thích rủi ro, người nào nắm giữ phần đầu tư càng nhiều trong một dự án có rủi ro, càng chứng tỏ họ rất tin tưởng vào khả năng thành công.

### **3.3. Báo hiệu với thị trường thông qua tỷ lệ nợ (*signaling with debt*)**

Hướng nghiên cứu này liên quan đến khả năng một hãng có thể báo hiệu cho những người bên ngoài về khả năng và vị thế tài chính thực tế của mình thông qua cơ cấu vốn mà hãng lựa chọn. Nhìn chung, các nghiên cứu này luôn đi kèm với giả định cơ hội đầu tư là không đổi<sup>17</sup>. Trong mô hình cơ bản, giả thiết rằng có hai loại doanh nghiệp (chất lượng doanh nghiệp khác nhau) đang đứng

15. Myers, 1984, tr. 576

16. Ví dụ: Narayanan (1988), và Heinkel & Zechner (1990).

17. Nghiên cứu điển hình trong khía cạnh này là của Ross (1977), gần đây hơn thì có Hunsaker (1999) trong đó đề cập mối liên hệ giữa nợ và phá sản.

trước sự lựa chọn các dự án đầu tư có giá trị hiện tại dương nhưng khác nhau, trong đó dự án A tốt hơn dự án B. Điểm cân bằng khi báo hiệu về chất lượng doanh nghiệp (*signaling equilibrium*) có thể đạt được bằng cách xác định ra được một giá trị nợ nhất định gọi là “*cut-off value of debt*” như một dấu hiệu về loại hình doanh nghiệp. Nếu giá trị vay nợ thực tế vượt quá giá trị nêu trên, thị trường hiểu rằng doanh nghiệp đó thuộc loại A (doanh nghiệp chất lượng cao, có tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn cao); ngược lại doanh nghiệp sẽ được hiểu là thuộc loại B (chất lượng thấp với tỷ lệ nợ thấp). Nếu một hãng tự thể hiện là mình thuộc loại A, hãng này không thể phát hành nợ nhiều hơn NPV của dự án đầu tư dành cho loại A, nếu không hãng sẽ bị phá sản. Tương tự như vậy, nếu hãng thuộc loại B, hãng cũng sẽ không vay nợ nhiều hơn NPV của dự án loại B. Điều này sẽ tạo nên trạng thái cân bằng với điều kiện là các hãng không có động lực nào để báo hiệu sai lệch ra thị trường. Nếu người quản lý hãng loại A báo hiệu rằng hãng thuộc loại B, họ sẽ vay nợ ít hơn, do đó sẽ không có đủ vốn để đầu tư cho dự án loại A. Lợi ích thu về của họ sẽ ít hơn so với trường hợp họ báo hiệu một cách chính xác loại hình doanh nghiệp mình. Nếu người quản lý hãng loại B báo hiệu rằng hãng thuộc loại A, khi đó số nợ cần phải đi vay sẽ lớn hơn so với NPV của dự án loại B, và tình trạng phá sản sẽ xảy ra. Người quản lý hãng loại B sẽ báo hiệu trung thực nếu lợi ích cận biên thu được từ việc báo hiệu sai nhỏ hơn chi phí phá sản. Vì cả hai loại hình doanh nghiệp đều có xu hướng phải báo hiệu trung thực, những người bên ngoài sẽ suy luận được chất lượng của từng doanh nghiệp dựa trên tỷ lệ nợ của họ.

Poitevin (1989) sử dụng một mô hình khác trong đó nợ cũng được dùng để báo hiệu với thị trường. Trong mô hình này có một hãng lớn lâu năm (*incumbent firm*) và một hãng mới gia nhập thị trường (*new entrant*), cơ cấu tài chính của mỗi hãng đã có sẵn. Có hai loại hãng mới gia nhập: một loại có chi phí thấp và một loại chi phí cao.

Trong trạng thái cân bằng phân biệt được hai loại hãng mới (*separating equilibrium*), loại hình hãng sẽ được suy luận từ việc quan sát chính sách tài chính của hãng. Nếu chính sách tài chính đó nhất quán với loại hình chi phí thấp, các nhà đầu tư sẽ đồng ý tài trợ cho hãng. Nếu các chính sách tài chính khác được áp dụng, nhà đầu tư sẽ suy luận đó là hãng có chi phí cao và sẽ không đầu tư vào đó. Hãng lớn lâu năm trên thị trường sẽ chỉ đầu tư bằng vốn cổ phần vì vốn đó được định giá tương đối chính xác bởi thị trường (vì chi phí cận biên cũng như giá trị của hãng đã được thị trường biết trước). Hãng mới gia nhập có chi phí thấp sẽ được tài trợ một phần nhờ vay nợ. Mức nợ được lựa chọn sao cho nếu hãng chi phí cao mà áp dụng nó (bất chước hãng chi phí thấp để báo hiệu sai lệch) thì sẽ lập tức bị phá sản. Do vậy cả hai loại hình hãng mới đều không có động lực nào để bất chước chính sách của hãng kia. Như vậy, lợi thế của vay nợ là thị trường vốn đánh giá những hãng có vay nợ sẽ có giá trị cao hơn vì hãng sẽ được hiểu là có chi phí thấp; còn bất lợi của vay nợ là nó làm cho hãng mới gia nhập dễ bị hãng lớn (với toàn bộ vốn là vốn cổ phần) tấn công bằng chiến tranh giá cả, có nguy cơ làm hãng mới bị phá sản. Mô hình này giải thích tại sao các hãng mới gia nhập thị trường dễ bị rủi ro về tài chính hơn là các hãng đã có chỗ đứng trên thị trường<sup>18</sup>.

#### 4. Cơ cấu vốn dưới góc độ kiểm soát doanh nghiệp (*corporate control considerations*)

Trong các nghiên cứu của Harris & Raviv (1988) và Stulz (1988), sự lựa chọn cơ cấu vốn ảnh hưởng đến kết quả của những cuộc thôn tính, mua lại công ty, thông qua tác động đến việc phân bổ quyền bỏ phiếu, đặc biệt là phần cổ phiếu mà nhà quản lý nắm giữ. Vì cổ phiếu thông thường có kèm theo quyền bỏ phiếu, mà nợ thì không, nên quyết định về tỷ lệ nợ so với vốn cổ phần ảnh hưởng đến số phiếu trong công ty và phần nào có ảnh hưởng quyết định đến ai là người thực sự kiểm soát công ty.

18. Prasad và các tác giả khác, 2001.

Các nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa phân cổ phiếu mà nhà quản lý nắm giữ với giá trị cổ phiếu do người bên ngoài nắm giữ. Mối quan hệ này phát sinh từ việc giá trị của hãng phụ thuộc vào việc hãng có bị thôn tính hay không, và nếu có thì công ty trả giá thành công thực sự trả bao nhiêu. Cổ phần của nhà quản lý được phân nào xác định thông qua cơ cấu vốn của hãng. Do đó, sự lựa chọn cơ cấu vốn ảnh hưởng đến giá trị của hãng, đến khả năng bị thôn tính, và đến giá cả của việc mua bán thôn tính đó. Harris & Raviv (1988) coi những thay đổi trong cơ cấu vốn chính là một biện pháp chống thôn tính bởi nó ảnh hưởng đến việc phân phối quyền sở hữu. Các tác giả này chỉ ra rằng các công ty là mục tiêu bị thôn tính nhưng thôn tính không thành công thường có tỷ lệ nợ trong cơ cấu vốn cao hơn.

Theo Israel (1991), cơ cấu vốn doanh nghiệp ảnh hưởng đến việc phân bổ dòng tiền giữa những cổ đông có quyền bỏ phiếu và các chủ nợ không có quyền bỏ phiếu. Tác giả này cho rằng khi sức mạnh đàm phán của các cổ đông của công ty là mục tiêu thôn tính đang bị giám sát, công ty này sẽ hành động tối ưu là phát hành thêm nợ, và phần lợi ích tăng thêm do thôn tính mà cổ đông công ty thu được sẽ nhỏ đi. Nghiên cứu này cũng chứng minh rằng nếu phải tốn kém hơn để thôn tính được công ty mục tiêu thì công ty mục tiêu này sẽ có tỷ lệ nợ cao hơn, nhưng công ty cũng sẽ thu được lợi ích phụ trội cao hơn nếu việc thôn tính thực sự xảy ra. Tóm lại, các công ty mục tiêu thôn tính nhìn chung có tỷ lệ nợ cao, và điều này sẽ dẫn tới một phản ứng tích cực về giá cổ phiếu của họ; ngoài ra, tỷ lệ nợ nhìn chung có quan hệ tỷ lệ nghịch với xác suất thành công của công cuộc mua bán thôn tính.

### Kết luận

Bài viết của chúng tôi khái quát tương đối toàn diện các vấn đề cơ sở lý luận hiện đại liên quan đến cơ cấu vốn doanh nghiệp. Những cơ sở lý luận này bước đầu sẽ là nền tảng quan trọng để tiến hành những nghiên

cứu thực tiễn sâu hơn về thực trạng quản lý vốn và cơ cấu vốn ở Việt Nam nói riêng và ở những nước đang phát triển nói chung. Rõ ràng, sự minh bạch và đầy đủ của thông tin tài chính doanh nghiệp, tính hoạt động hiệu quả và sự phát triển của thị trường tài chính cũng như các thị trường khác... đóng vai trò rất quan trọng để đảm bảo chất lượng của những nghiên cứu đó. Chúng tôi hy vọng rằng trước mắt có thể áp dụng phần nào cơ sở lý luận trên vào thực tiễn hoạt động khu vực doanh nghiệp của Việt Nam./.

### TÀI LIỆU THAM KHẢO:

1. Amaro de Matos, J., 2001, *Theoretical Foundations of Corporate Finance*, Princeton University Press.
2. Bradley, M., Jarrell, G. and Han Kim, E., 1984, "On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence", *Journal of Finance* 39, 857-878.
3. Brander, J. and Lewis, T., 1986, "Oligopoly and financial structure: the limited liability effect", *American Economic Review* 76, 956-970.
4. Brennan, M. and Schwartz, E., 1978, "Finite difference methods and jump processes arising in the pricing of contingent claims: A synthesis." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 461-474.
5. De Jong, A. and Van Dijk, R., 2002, "Determinants of leverage and agency problems", *Research Paper*, Tilburg University.
6. De Jong, A., 2002, "The disciplining role of leverage in Dutch firms", *European Financial Review* 6, 31-62.
7. Douglas, A., 2002, "Capital structure and the control of managerial incentives", *Journal of Corporate Finance* 8, 287-311.
8. Fama, E., 1980, "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
9. Fama, E. and French, K., 2002, "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt", *Review of Financial Studies* 15, 1-33.
10. Frank, M. and Goyal, V., 2003, "Testing the pecking order theory of capital structure", *Journal of Financial Economics* 67, 217-248.
11. Garvey, G. and Hanka, G., 1999, "Capital structure and corporate control: the effect of antitakeover statutes on firm leverage", *Journal of Finance* 54, 519-546.
12. Green, R., 1984, "Investment incentives, debt, and warrants", *Journal of Financial Economics* 13, 115-135.



13. Grossman, S. and Hart, O., 1982, "Corporate financial structure and managerial incentives", in J. Mc-Call (ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago, 107-140.
14. Harris, M. and Raviv, A., 1988, "Corporate control contests and capital structure", *Journal of Financial Economics* 20, 55-86.
15. Harris, M. and Raviv, A., 1990, "Capital structure and the informational role of debt", *Journal of Finance* 45, 321-349.
16. Harris, M., and Raviv, A., 1991, "The theory of capital structure", *Journal of Finance* 46, 297-355.
17. Haugen, R. and Senbet, L., 1978, "The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure", *Journal of Finance* 33, 383-393.
18. Heinkel, R. and Zechner, J., 1990, "The role of debt and preferred stock as a solution to adverse investment incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25, 1-24.
19. Hirshleifer, J., 1966, "Investment decision under uncertainty: Applications of the state - preference approach," *Quarterly Journal of Economics* 80, 252-277.
20. Hovakimian, A., Opler, T. and Titman, S., 2001, "The debt-equity choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, 1-24.
21. Hunsaker, J., 1999, "The role of debt and bankruptcy statutes in facilitating tacit collusion", *Managerial and Decision Economics* 20, 9-24.
22. Israel, R., 1991, "Capital structure and the market for corporate control: the defensive role of debt financing", *Journal of Finance* 46, 1391-1409.
23. Jensen, M. and Meckling, W., 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
24. Jensen, M., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review* 76, 323-339.
25. Kraus, A. and Litzemberger, R., 1973, "A state-preference model of optimal financial leverage", *Journal of Finance* 28, 911-922.
26. Krishnaswami, S., Spindt, P. and Subramaniam, V., 1999, "Information asymmetry, monitoring and the placement structure of corporate debt", *Journal of Financial Economics* 51, 407-434.
27. Leland, H., and Pyle, D., 1977, "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *Journal of Finance* 32, 371-388.
28. Maksimovic, V., and Titman, S., 1991, "Financial policy and a firm's reputation for product quality", *Review of Financial Studies* 4, 175-200.
29. Masulis, R., 1988, *The Debt/Equity Choice*, Cambridge: Ballinger, Massachusetts.
30. McConnell, J.J. and H. Servaes, 1995, "Equity ownership and the two faces of debt", *Journal of Financial Economics* 39, 131-157.
31. Miller, M., 1977, "Debt and taxes", *Journal of Finance* 32, 261-275.
32. Modigliani, F., and Miller, M., 1958, "The cost of capital, corporate finance and the theory of investment", *American Economic Review* 48, 261-297.
33. Myers, S., 1977, "Determinants of corporate borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.
34. Myers, S., 1984, "The capital structure puzzle", *Journal of Finance* 39, 575-592.
35. Myers, S., and Majluf, N., 1984, "Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
36. Narayanan, M., 1988, "Debt versus equity under asymmetric information", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23, 39-51.
37. Poitevin, M., 1989, "Financial signalling and the 'deep-pocket' argument", *Rand Journal of Economics* 20, 26-40.
38. Prasad, S., Green, C. and Murinde, V., 2001, "Company financing, capital structure, and ownership: a survey, and implications for developing countries", *Finance and Development Research Programme*, Working paper no. 27, Institute of Development Policy and Management, University of Manchester.
39. Robichek, A. and Myers, S., 1965, *Optimal Financing Decisions*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
40. Ross, S., 1977, "The determination of financial structure, the incentive-signaling approach", *Bell Journal of Economics* 8, 23-40.
41. Smith, C. and Warner, J., 1979, "On financial contracting: an analysis of bond covenants", *Journal of Financial Economics* 7, 117-161.
42. Stulz, R., 1988, "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.
43. Stulz, R., 1990, "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics* 26, pp. 3-27.
44. Stulz, R., and Johnson, H., 1985, "An analysis of secured debt", *Journal of Financial Economics* 14, pp. 501-522.
45. Titman, S. and R. Wessels, 1988, "The determinants of capital structure choice", *Journal of Finance* 43, 1-19.
46. Titman, S., 1984, "The effect of capital structure on a firm's liquidation decision", *Journal of Financial Economics* 13, 137-151.