

KHÁI QUÁT CÁC LÝ THUYẾT VỀ CẤU TRÚC VỐN HIỆN ĐẠI

TS. ĐOÀN TRANH
KHOA QTKD

Cấu trúc vốn đề cập tới cách thức doanh nghiệp tìm kiếm nguồn tài chính thông qua các phương án kết hợp giữa bán cổ phần, quyền chọn mua cổ phần, phát hành trái phiếu và đi vay. Cấu trúc vốn tối ưu là phương án, theo đó, doanh nghiệp có chi phí vốn nhỏ nhất và có giá cổ phiếu cao nhất.

Một cấu trúc vốn phù hợp là quyết định quan trọng với mọi doanh nghiệp không chỉ bởi nhu cầu tối đa lợi ích thu được từ các cá nhân và tổ chức liên quan tới doanh nghiệp và hoạt động của doanh nghiệp mà còn bởi tác động của quyết định này tới năng lực kinh doanh của doanh nghiệp trong môi trường cạnh tranh.

Cấu trúc vốn tối ưu liên quan tới việc đánh đổi giữa chi phí và lợi ích của doanh nghiệp. Tài trợ bằng vốn vay nợ tạo ra “lá chắn thuế” cho doanh nghiệp, đồng thời giảm mức độ phân tán các quyết định quản lý (đặc biệt với số lượng hạn chế cơ hội kinh doanh và đầu tư). Gánh nặng nợ, mặt khác, tạo áp lực với doanh nghiệp. Chi phí vay nợ có tác động đáng kể tới vận hành kinh doanh, thậm chí, dẫn tới đóng cửa doanh nghiệp. Tài trợ từ vốn góp cổ phần không tạo ra chi phí sử dụng vốn cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, các cổ đông có thể can thiệp vào hoạt động điều hành doanh nghiệp. Kỳ vọng cao vào hiệu quả sản xuất kinh doanh của các nhà đầu tư cũng tạo sức ép đáng kể cho đội ngũ quản lý.

Về mặt định tính, kinh tế học tài chính có rất nhiều phân tích, nghiên cứu các quyết định về cấu trúc vốn. Tuy nhiên, các lý thuyết này cung cấp không nhiều các chỉ dẫn thực hành cụ thể. Không giống như sự chính xác được Black và Scholes trình bày trong mô hình định giá quyền chọn (1973) và các ứng dụng của mô hình này, các lý thuyết về cấu trúc vốn có độ sai lệch cao. Chính điều này đã hạn chế khả năng vận dụng kết quả nghiên cứu lý thuyết cấu trúc vốn vào các quyết định của doanh nghiệp.

Sự phát triển lý thuyết về cấu trúc vốn ghi nhận hai kết quả nghiên cứu có đóng góp quan trọng. Luận điểm của Modigliani và Miller (thường được viết tắt là MM), 1958 và 1963, cho rằng với các quyết định đầu tư nhất quán, các đối tác có quyền lợi liên quan nhưng không nằm trong doanh nghiệp phải đại diện cho cấu trúc vốn có tác động tới giá trị doanh nghiệp. Dư nợ tối ưu của doanh nghiệp cần cân bằng khoản thuế được giảm trừ nhờ việc thanh toán lãi vay với chi phí ngoại sinh của khả năng vỡ nợ.

Luận điểm của Jensen và Meckling (thường viết tắt là JM), 1976, xem xét lại mô hình MM với giả định các quyết định đầu tư độc lập với cấu trúc vốn. Ví dụ, cổ đông của một doanh nghiệp có vay nợ có thể bòn rút giá trị từ các chủ nợ bằng việc làm tăng rủi ro đầu tư sau khi đã nhận được các khoản vay. Đây là vấn đề “tài sản thay thế”. Hành vi lợi dụng này tạo ra các chi phí ban điều hành (agency costs). Cấu trúc vốn của doanh nghiệp cần nhận diện và kiểm soát tốt các chi phí này.

Mặc dù đã có nhiều công trình nghiên cứu, lý thuyết và thực nghiệm, được thực hiện dựa trên hai luận điểm trên nhưng với cả giới học thuật và những người vận dụng thực tiễn, các kết quả này đều có hai hạn chế quan trọng.

Thứ nhất, cả hai cách tiếp cận đều chưa thể bỏ khuyết đầy đủ cho nhau. Khi rủi ro đầu tư lớn hơn có thể chuyển giá trị khỏi những người nắm giữ trái phiếu doanh nghiệp, nó đồng thời cũng hạn chế khả năng cắt giảm thuế thông qua huy động vốn vay của doanh nghiệp. Một lý thuyết tổng quát cần phải giải thích được cơ chế tác động giữa hai mô hình JM và MM để xác định lựa chọn cấu trúc vốn và rủi ro tối ưu.

Thứ hai, các lý thuyết này không đưa ra các giải pháp định lượng như giá trị và thời gian vay nợ hợp lý với một doanh nghiệp trong các điều kiện khác nhau. Khó khăn cơ bản trong phát triển các mô hình định lượng nằm ở vấn đề xác định giá trị vay nợ của doanh nghiệp với rủi ro tín dụng. Định giá một khoản nợ rủi ro là điều kiện tiên quyết để xác định giá trị và thời hạn vay nợ tối ưu. Nhưng nợ rủi ro là công cụ rất phức tạp. Giá trị của khoản nợ này phụ thuộc vào khối lượng phát hành, thời hạn vay nợ, điều kiện bán, các điều kiện vỡ nợ, chi phí vỡ nợ, thuế, thanh toán cổ tức, và cấu trúc lãi suất phi rủi ro. Giá trị này còn phụ thuộc vào lựa chọn chính sách quản trị rủi ro của doanh nghiệp, bản thân lựa chọn này lại liên quan tới số lượng và thời hạn của khoản nợ trong cấu trúc vốn của doanh nghiệp.

Dù các kết quả nghiên cứu của Merton (1974), Black và Cox (1976) là rất hứa hẹn nhưng các tiến bộ trong tìm kiếm phương pháp phân tích và định giá khoản nợ của doanh nghiệp với các tính năng thực tế vẫn còn nhiều hạn chế. Brennan và Schwartz (1978) xây dựng công thức giải quyết vấn đề định giá nợ và cấu trúc vốn trong một số điều kiện khá gần gũi với thực tế. Tuy nhiên, phương pháp này đòi hỏi kỹ thuật tính toán rất phức tạp và chỉ đưa ra lời giải trong một số ít trường hợp cụ thể.

Một số bước tiến quan trọng được ghi nhận trong thời gian gần đây. Kim, Ramaswamy, và Sundaresan (1993), Longstaff và Schwartz (1995) cung cấp phương pháp định giá trái phiếu với rủi ro tín dụng, mặc dù họ không tập trung vào lựa chọn cấu trúc vốn tối ưu. Leland (1994), Leland và Toft (1996) quan tâm tới cấu trúc vốn tĩnh tối ưu. Nhưng giả thiết về cấu trúc vốn tĩnh chính là hạn chế của họ. Doanh nghiệp có thể thực hiện tái cấu trúc nghĩa vụ tài chính theo thời gian.

Dựa trên các kết quả của Kane, Marcus và McDonald (1984), Fischer, Heinkel và Zechner (1989), Wiggins (1990), Goldstein, Ju và Leland (1997) đã phát triển giải pháp gần với thực tế hơn trong định giá khoản nợ của doanh nghiệp với điều kiện khoản nợ có thể được tái cấu trúc linh hoạt. Các công trình này vẫn tiếp tục giả thiết trong mô hình MM rằng dòng tiền của doanh nghiệp không thay đổi theo lựa chọn vay nợ. Quan điểm của mô hình JM cho rằng lựa chọn rủi ro của doanh nghiệp có thể phụ thuộc vào cấu trúc vốn bị bỏ qua trong phương pháp này.

Một dòng nghiên cứu khác, cũng sử dụng các kỹ thuật tính toán định giá, xem xét các phản hồi tiềm năng giữa quyết định đầu tư/sản xuất và cấu trúc vốn. Brennan và Schwartz (1984) giới thiệu một công thức tổng quát cho bài toán này, nhưng các kết quả tổng quát từ công thức này rất hạn chế. Trong điều kiện cụ thể hơn, Mello và Parson (1992) mở rộng mô hình của Brennan và Schwartz cho một công ty khai mỏ để so sánh quyết định sản xuất trong trường hợp có vay nợ và không có vay nợ. Mauer và Triantis (1994) phân tích tương tác giữa quyết định sản xuất và quyết định nguồn tài trợ khi các điều khoản nợ hạn chế khả năng tối đa giá trị doanh nghiệp. Các ràng buộc này, theo giả định, sẽ loại bỏ xung đột có thể có giữa cổ đông và những người nắm giữ trái phiếu của doanh nghiệp. (*Lược theo Saga*)