**Nguyễn Xuân Thành**

Lý thuyết ủy quyền - tác nghiệp

Chào mừng các bạn đón đọc đầu sách từ dự án sách cho thiết bị di động  
  
*Nguồn:* [*http://vnthuquan.net/*](http://vnthuquan.net/)  
Tạo ebook: Nguyễn Kim Vỹ.

**MỤC LỤC**

[Lý thuyết ủy quyền - tác nghiệp](" \l "bm2)

**Nguyễn Xuân Thành**

Lý thuyết ủy quyền - tác nghiệp

   
TÀI CHÍNH PHÁT TRIỂN  
Lý thuyết ủy quyền - tác nghiệp  
Những công trình đầu tiên về lý thuyết ủy quyền – tác nghiệp xuất phát từ Berle và  
Means [1932], Jensen và Meckling [1976]. Jensen và Meckling định nghĩa “mối quan  
hệ ủy quyền – tác nghiệp như là một hợp đồng theo đó một hay nhiều người (người  
chủ) thuê một người khác (người thừa hành) thay mặt họ thực hiện một số dịch vụ  
và được phép đưa ra những quyết định liên quan”. Thường thì người chủ phải trả  
thù lao cho người thừa hành để làm công việc đó. Việc giả định rằng có thể thiết kế  
hợp đồng hoàn chỉnh đã loại bỏ khả năng xảy ra mâu thuẫn giữa người chủ và  
người thừa hành, hay xung đột giữa những người có liên quan trong một tổ chức.  
Việc loại bỏ giả định này hàm ý rằng người thừa hành không phải lúc nào cũng hành  
động vì lợi ích cao nhất của người chủ. Do đó, người chủ phải theo dõi người thừa  
hành và phải tốn chi phí theo dõi. Khi biết phải có chi phí này thì người chủ sẽ trừ  
chúng vào khoản tiền công trả cho người thừa hành. Còn người thừa hành thấy khả  
năng tiền lương của mình bị giảm đi, anh ta sẽ chấp nhận gánh chịu chi phí ràng  
buộc (bonding cost) nhằm đảm bảo với phía chủ rằng anh ta sẽ cố gắng hạn chế  
những hành động có thể gây thiệt hại cho người chủ. Mâu thuẫn về lợi ích cũng tạo  
ra những mất mát phụ trội (residual loss) do phúc lợi không được tối đa hóa. Tổng  
chi phí theo dõi, ràng buộc và mất mát phụ trội được gọi là chi phí ủy quyền – tác  
nghiệp (agency cost) vì chúng xuất phát từ các mối quan hệ giữa người chủ và  
người thừa hành.  
Một dạng chi phí ủy quyền – tác nghiệp có nguồn gốc từ mâu thuẫn lợi ích giữa cổ  
đông và các nhà quản lý công ty do sự tách biệt giữa quản lý và sở hữu trong loại  
hình doanh nghiệp hiện đại. Chi phí này được gọi là chi phí ủy quyền - tác nghiệp  
của vốn cổ phần (agency costs of equity). Khi cổ đông bị giới hạn hoặc mất kiểm  
soát đối với người quản lý, thì phía quản lý sẽ có động cơ tham gia vào những hoạt  
động có lợi cho bản thân nhưng có thể phương hại đến quyền lợi của cổ đông. Ví  
dụ, người quản lý có thể sử dụng tài sản của công ty cho việc riêng. Có thể bằngnhiều hình thức như lương bổng hậu hĩnh, phát hành cổ phiếu và định giá chuyển  
giao cho chính mình. Jensen [1986] gợi ý rằng vấn đề này nghiêm trọng hơn trong  
các doanh nghiệp có ngân lưu vượt quá mức cần thiết để thực hiện tất cả những dự  
án có hiện giá ròng (NPV) dương. Ông gọi số ngân lưu dôi dư này là ngân lưu tự do  
và hậu quả của chi phí ủy quyền - tác nghiệp là chi phí sử tác nghiệp ngân lưu tự do  
(agency costs of free cash flow).  
Chi phí ủy quyền - tác nghiệp của vốn cổ phần cũng xuất phát trong tình huống mà  
các nhà quản lý thường xuyên thực hiện những chiến lược đầu tư khiến công ty phát  
triển cao hơn mức tối ưu, hoặc đi vào những lĩnh vực kinh doanh mà công ty không  
có lợi thế cạnh tranh. Vì làm như vậy nhà quản lý mới có thể tăng quyền hạn của  
mình bằng cách thâu tóm nhiều nguồn lực hơn, tăng thu nhập do mức lương và tiền  
thưởng thường được gắn với doanh số, hay giảm rủi ro mất việc.  
Một hình thức khác là chí phí tác ủy quyền - nghiệp của nợ (agency costs of debt),  
phát sinh từ sự mâu thuẫn lợi ích giữa cổ đông và chủ nợ. Trong tình huống vốn cổ  
phần của một công ty có vay nợ là một quyền chọn mua đối với tài sản của công ty,  
thì cổ đông có thể chiếm hữu tài sản của chủ nợ bằng cách gia tăng rủi ro đầu tư  
(Jensen and Meckling [1976]). Myers [1977] gợi ý xa hơn là sự hiện diện của nợ có  
thể khiến những dự án có NPV dương bị từ chối vì nếu chấp nhận những dự án này  
thì rủi ro phá sản sẽ giảm và giá trị sẽ chuyển từ cổ đông sang trái chủ. Do đó, các  
trái chủ có thể yêu cầu mức lãi suất tiên nghiệm (ex ante interests) cao hơn và  
cương quyết áp dụng những ràng buộc hạn chế vay vốn như khế ước vay nợ và sử  
dụng các công cụ giám sát.  
Có nhiều cơ chế để kiểm soát chi phí ủy quyền - tác nghiệp. Jensen và Meckling  
[1976] đề nghị sử dụng đòn bẩy nợ. Tăng tỉ suất nợ trên vốn cổ phần sẽ làm giảm  
sự lệ thuộc vào huy động vốn cổ phần, dẫn đến giảm mâu thuẫn giữa người quản lý  
và cổ đông. Jensen [1986] lập luận xa hơn rằng vay nợ buộc công ty phải chi tiền  
mặt dưới dạng những khoản trả lãi và vốn gốc định trước trong tương lai. Điều này  
sẽ ngăn chặn các nhà quản lý sử dụng ngân lưu tự do để đầu tư vào những dự án  
NPV âm, và do đó giảm chi phí ủy quyền – tác nghiệp của ngân lưu tự do. Tuy  
nhiên, vay nợ nhiều hơn lại dẫn đến chi phí ủy quyền - tác nghiệp của nợ bao hàm  
trong chi phí ràng buộc và chi phí phá sản (bonding costs and costs of bankruptcy).  
Điều này làm cho việc dùng đòn bẩy nợ như một công cụ kiểm soát chi phí ủy quyền  
– tác nghiệp bị hạn chế.  
Hợp đồng khuyến khích, được thiết kế để tập trung nỗ lực của người quản lý vào lợi  
ích của cổ đông, là một cách kiểm soát chi phí ủy quyền – tác nghiệp khác (Jensen  
và Meckling [1976], Fama [1980]). Thực tế, phổ biến nhất là hợp đồng khuyến khích  
dưới dạng sở hữu cổ phần và quyền chọn cổ phiếu. Rắc rối ở đây là hợp đồng  
khuyến khích tạo ra nhiều cơ hội kinh doanh vụ lợi (self-dealing) cho nhà quản lý khi  
những điều kiện ràng buộc trong các hợp đồng này tỏ ra lỏng lẻo. Ví dụ, khi các  
công ty không được quản lý tốt, giá cổ phiếu công ty giảm, dẫn đến tác động tiêu  
cực đối với giá trị quyền chọn cổ phiếu. Tuy nhiên, những tác động này có thể được  
ngụy trang tạm thời bởi xu hướng gia tăng trên thị trường chứng khoán, và trong một  
số trường hợp bởi việc công ty mua cổ phiếu của chính mình.  
Theo Jensen và Ruback [1983], mối đe dọa công ty bị thâu tóm một cách thù nghịch  
(hostile takeover) cũng có thể có tác dụng như một cơ chế kiểm soát chi phí ủy  
quyền – tác nghiệp. Thực tế ủng hộ cho nhận định này vì sau khi công ty bị thâu  
tóm, các nhà quản lý thường bị sa thải. Hạn chế của phương pháp này là rất tốn  
kém và đôi khi còn tạo thêm chi phí ủy quyền – tác nghiệp dưới dạng bên tiếp quản  
bỏ giá mua rất cao vì lợi ích của họ.  
Rozeff [1982] và Easterbrook [1984] cho rằng cổ tức có thể là công cụ giảm chi phí  
ủy quyền – tác nghiệp và có thể lý giải tính thiết thực của chính sách cổ tức. Theo  
họ, việc trả cổ tức làm tăng khả năng một công ty sẽ phải huy động vốn mới trên thị  
trường chứng khoán. Chứng khoán mới được phát hành, hoạt động của công ty sẽ  
được nhiều thành phần tham gia trên thị trường đánh giá như các ngân hang đầu tư,  
các cơ quan luật định, và cả những ai cung cấp số vốn mới này.  
Ngân hàng đầu tư cùng những công ty kiểm toán thường phân tích chi tiết tình hình  
tài chính của công ty trước khi số vốn mới được huy động từ bên ngoài. Các ủy ban  
chứng khoán luôn yêu cầu lưu trữ hồ sơ cáo bạch khi huy động thêm vốn cổ phần  
mới. Trong quá trình thực hiện chức năng của mình, các tổ chức này trở thành  
những công cụ giám sát rất tốt đối với hoạt động của các nhà quản lý. Các nhà đầu  
tư mới cũng quan sát hành vi quản lý trước khi bỏ tiền đầu tư. Do đó, những công ty  
thường xuyên có mặt trên thị trường vốn thì được giám sát kỹ hơn. Kết quả, ngườiquản lý của những công ty này sẽ hành động sốt sắng hơn vì lợi ích của cổ đông và  
giảm chi phí ủy quyền – tác nghiệp bằng những nỗ lực thu được mức giá tốt nhất  
cho cổ phiếu huy động vốn mới của công ty.  
Khi một công ty huy động từ bên trong, tỉ suất đòn bẩy nợ giảm. Rủi ro của công ty  
theo đó cũng giảm. Từ phần phân tích về chi phí ủy quyền - tác nghiệp của nợ, điều  
này có nghĩa là giá trị được chuyển giao từ cổ đông sang chủ nợ. Khả năng này  
giảm đi khi công ty trả nhiều cổ tức và có ít thu nhập giữ lại để huy động vốn nội bộ.  
Kết quả là cổ tức làm giảm chi phí ủy quyền - tác nghiệp của nợ ngay cả khi khoản  
trả cổ tức không đi kèm với việc huy động vốn mới.  
Reference  
Berle, Adolf, and Gardner Means, “The Modern Corporation and Private Property,” 1932,  
(Macmillan, New York).  
Easterbrook, Frank, “Two Agency-Cost Explanations of Dividends,” American Economic  
Review, September 1984, 650-659.  
Fama, Eugene, 1980, “Agency Problems and the Theory of the Firm,” Journal of Political  
Economy, April 1980, 288-307.  
Jensen, Michael, “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,”  
American Economic Review, 1986, 76, 323-329.  
Jensen, Michael, and R. Ruback, “The Market for Corporate Control: The Scientific  
Evidence,” Journal of Financial Economics, April 1983, 5-50.  
Jensen, Michael, and William Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency  
Costs and Ownership Structure,” Journal of Financial Economics, 1976, 3, 305-360.  
Myers, Stewart, “Determinants of Corporate Borrowing,” Journal of Financial Economics,  
1977, 5, 147-176.  
Rozeff, Michael , “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout  
Ratios,” Journal of Financial Research, Fall 1982, 249-259.

Lời cuối: Cám ơn bạn đã theo dõi hết cuốn truyện.  
Nguồn: http://vnthuquan.net  
Phát hành: Nguyễn Kim Vỹ.  
  
Nguồn: Thư viện kinh tế quốc gia  
Được bạn: Casa đưa lên  
vào ngày: 1 tháng 9 năm 2004