

Chương 5

THÔNG TIN VÀ KIỂM SOÁT

Câu hỏi:

Ý nghĩa và tầm quan trọng của tình trạng thông tin bất cân xứng là gì?

Sự lựa chọn bất lợi có ảnh hưởng gì đối với những thị trường tài chính mới nổi?

Làm thế nào các nhà đầu tư và các trung gian tài chính có thể giám sát được việc đầu tư của họ?

Tại sao các tập đoàn công ty lớn (conglomerate companies) được hình thành, và chúng gây ra những vấn đề gì?

Mô hình quản trị nội bộ công ty (corporate governance) “tốt nhất” là gì?

Giới thiệu

Sự ma sát và hành vi của thị trường

Kinh tế học tài chính, cũng như những môn học khác, đã trải qua các giai đoạn phát triển và thay đổi về góc nhìn sự việc. Thập niên 60 là cơn triều dâng của lý thuyết thị trường hiệu quả: Nhiều nhà kinh tế tài chính tin rằng các thị trường tài chính gần như hoàn toàn hiệu quả theo ý nghĩa là giá cổ phiếu và trái phiếu hàm chứa toàn bộ các thông tin công cộng và thậm chí hầu hết những thông tin cá nhân phù hợp. Nếu quả đúng như thế, thì theo các mô hình kinh tế học tân cổ điển, các thị trường tài chính sẽ phân bổ một cách tối ưu tiền tiết kiệm, và phương án chính sách công duy nhất là chính phủ đừng nên can thiệp vào quá trình phân bổ này.

Thế nhưng thập niên 70 và 80 lại chứng kiến sự thay đổi lớn về góc độ nhìn nhận. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy khá nhiều điểm khác thường trong mô thức (patterns) biến thiên mức cổ tức trên thị trường cổ phiếu (equity market), chẳng hạn như hiệu ứng xung lượng dương ngắn hạn (short-term positive momentum effects) và sự quay trở lại giá trị trung bình trong dài hạn, hiệu ứng “tháng giêng”, hiệu ứng ngày trong tuần, và những điểm sai lệch khác so với dự đoán về hành vi hợp lý trong một thị trường hoàn toàn hiệu quả. Người ta nhận thấy các thị trường tín dụng là một phương tiện kém hiệu quả để phân bổ các khoản vay; thay vì cho phép những người đi vay được trả giá để có được nguồn tiền vay không hạn chế, những người cho vay lại phân bổ nguồn tiền dựa vào sự kết hợp giữa giá và lượng một cách có giới hạn. *Việc phân bổ định mức tín dụng (credit rationing)* như thế sẽ không có hiệu quả trong một thể giới tân cổ điển không có ma sát.

Những nhà lý thuyết đi tìm nguyên nhân cho những hiện tượng này đã nhận thấy rằng lý thuyết kinh tế khó mà giải thích được ngay cả những sự kiện đơn giản. Nhiều nhà lý thuyết bắt đầu chuyển sang chú ý đến một số vấn đề cơ bản từng bị thờ ơ về dạng thức của các tổ chức và của thị trường tài chính. Ví dụ, tại sao lại phát sinh ra các hợp đồng nợ? Tại sao tài sản thế chấp lại quan trọng đến thế khi lập hợp đồng nợ trong thực tế? Tại sao phải có các ngân hàng? Trong một thị trường hoàn toàn hiệu quả về mặt thông tin, các ngân hàng gần như không cần thiết: Những người tiết kiệm và những người đi vay sẽ tìm đến với nhau thông qua thị trường chứng khoán mà không cần đến một tổ chức tốn kém để nhận tiền gửi và cho vay lại.

Những nghiên cứu gần đây trong lĩnh vực hợp đồng tài chính và ngân hàng đã tiến tới sự nhất trí mới rằng các thị trường tài chính không hề hiệu quả một cách trọn vẹn ngay cả tại những đất nước công nghiệp nhất. Tình trạng không hiệu quả về phân bổ đầy rẫy ngay cả trong một thế giới đang bước vào thế kỷ mới đã được điện toán hoá và có tính truyền thông cao. Điều này không có ý nói rằng các tổ chức và thị trường tài chính đang thực hiện nhiệm vụ của mình một cách yếu kém. Việc thừa nhận sự hiện diện của những điểm không hoàn hảo của thị trường cũng phần nào giống như thừa nhận rằng sự vận hành trong thế giới thực tế (không giống như vật lý lý thuyết trừu tượng) phải được tiến hành trong một thế giới có ma sát.

Để tìm hiểu xem thử sự ma sát của thị trường xuất phát từ đâu, thử tưởng tượng rằng bạn đã tiết kiệm được một phần thu nhập của mình và muốn đầu tư vào một doanh nghiệp nào đó đáng giá. Làm thế nào bạn tìm được đúng một doanh nghiệp như thế để đầu tư? Chắc chắn không phải mọi doanh nghiệp kê khai rằng họ có các cơ hội mang lại lợi nhuận cao và ít rủi ro đều thực sự đáng được đầu tư. Và ngay cả những nhà quản lý của các doanh nghiệp có các cơ hội lợi nhuận cao cũng có thể quyết định sử dụng tiền tiết kiệm của bạn, một khi số tiền này đã được đặt vào tay họ, cho một mục đích khác, như thu vén cho bản thân họ chẳng hạn.

Đó là một ví dụ về *vấn đề người uỷ quyền – người thừa hành (principal – agent problem)*: những khó khăn mà người uỷ quyền gặp phải khi cố gắng làm cho người thừa hành hoạt động vì quyền lợi của người uỷ quyền. Đây là một vấn đề về thông tin và kiểm soát. Nếu như người ta có thể quan sát được mọi tính cách và hành động của người thừa hành (giám đốc doanh nghiệp), và nếu như chi phí của việc soạn thảo và cưỡng chế thi hành hợp đồng trong hệ thống pháp luật (chi phí giao dịch) đủ thấp, thì người uỷ quyền (các nhà đầu tư) sẽ luôn luôn có thể chọn đúng doanh nghiệp để đầu tư, và sẽ ngăn chặn được sự lạm dụng đồng tiền của họ chỉ đơn giản bằng cách qui định một cách chi tiết và chính xác những gì người thừa hành phải làm và không được làm. Khi đó, những người uỷ quyền sẽ cưỡng chế thi hành những hợp đồng này để ngăn chặn mọi hành vi gian dối của người thừa hành.

Thế nhưng đó không phải là thế giới mà chúng ta đang sống. Những người uỷ quyền không có được mọi thông tin họ muốn về người thừa hành trước khi trao tiền cho người thừa hành tùy nghi sử dụng, và họ không thể quan sát xem những người thừa hành sử dụng nguồn lực tài chính của họ như thế nào và liệu những người thừa hành có làm tròn những điều cam kết hay không một cách không tổn kém. Trong thế giới thực, người ta phải bỏ nguồn lực để thu thập thông tin và cưỡng chế thi hành những hợp đồng ràng buộc người thừa hành.

Bằng cách xem xét kỹ lưỡng những vấn đề về thông tin và kiểm soát (trung đồng với sự ma sát trong hệ thống tài chính), người ta có thể tìm được cách giải thích cho nhiều câu hỏi lý thuyết quan trọng và những điểm bất thường về thực nghiệm có liên quan. Sự hiện diện của các hợp đồng nợ và của các ngân hàng thường được tìm hiểu thông qua vai trò của chúng đối với chi phí thu thập thông tin về người đi vay và kiểm soát hành vi của các doanh nghiệp và cá nhân nhận khoản vay. Những điểm bất thường trên thị trường cổ phiếu, chỉ ít trong một chừng mực nào đó, xem ra phản ánh những vấn đề phát sinh khi các nhà đầu tư cá nhân thiếu thông tin về các cơ hội lợi nhuận và rủi ro trên thị trường chứng khoán. Lấy ví dụ, khi các cá nhân uỷ thác việc ra quyết định cho các nhà quản lý quỹ đầu tư hay quỹ hưu trí mà không thể quan sát chặt chẽ xem thử các nhà quản lý tiền đại diện cho họ đang đầu tư bao nhiêu, như thế nào, và vì lý do gì, thì những người quản lý tiền có thể có động cơ đầu tư theo những cách thức cận tối ưu (không tối ưu nhất), và điều này có thể giải thích cho một số điểm bất thường của thị

trường.¹ Khi các nhà đầu tư không thể quan sát được năng lực thật sự của các nhà quản lý tiền, các nhà quản lý tiền có thể có hành vi bất chước (chạy theo chiến lược đầu tư của người khác) như một phương tiện để tránh sự trừng phạt của các nhà đầu tư, hay tham gia vào những chiến lược có tính phô trương giả tạo nhằm gây ấn tượng tốt (thay đổi thành phần bảng cân đối kế toán ngay trước ngày báo cáo) và những hành vi này có thể góp phần gây nên những hiệu ứng xung lượng (momentum effects), hiệu ứng trở lại giá trị trung bình, và hiệu ứng theo lịch trong sinh lợi vốn sở hữu.

Mexico không có thông tin tự do

Ở Mexico, thông tin là sức mạnh. Hãy thử tìm hiểu bất kỳ một thông tin nào đó, bất kể là chuyện trần gian thế tục hay những những vấn đề uyên thâm sâu thẳm. Mọi thứ từ các biển quảng cáo ở Mexico City cho tới chi tiết đời tư quá khứ của tổng thống đều được chính phủ và doanh nghiệp bảo vệ chặt chẽ. Câu nói phòng vệ đầu tiên của một thư ký Mexico là: “*No sabría decirle,*” – “Tôi chẳng biết gì để nói với quý vị.”

Điều này làm nản lòng bất cứ ai, từ các ngân hàng cho tới các đại lý lữ hành. John Donnelly, lãnh đạo của ngân hàng Chase Manhattan tại đây, nói rằng tình trạng thiếu thông tin tin dụng đáng tin cậy đã cản trở sự tăng trưởng cho vay mới hồi sinh từ sau vụ sụp đổ đồng peso năm 1994. Iris de Buendía, một đại lý của hãng lữ hành Viajes Wilfer nói, gần như người ta không thể có được câu trả lời thẳng thắn từ hãng hàng không Mexico về thời điểm khuyến mại giá vé. Cô nói trong tiếng thờ dài: “Mọi thứ ở đây luôn luôn là tuyệt mật.”

Tình trạng mơ hồ này có cội rễ sâu xa từ lịch sử Mexico. Gia đình Aztecs, những người thống lĩnh các thung lũng trung du của mảnh đất này từ thế kỷ 12 cho đến thế kỷ 15, từng làm cho các chư hầu kính sợ bằng hàng loạt những vị thần luôn thay đổi, khó hiểu và không thể dự đoán, nhưng đầy quyền lực. Người Tây Ban Nha tiếp theo có guồng máy quan lại to lớn và nhiều chi tiết nhưng lại hiếm có chung chi tiết với người dân mà họ cai trị. Trong 70 năm qua, Đảng Cách mạng thể chế (PRI) đã tích cực hoạt động để bảo đảm những thông tin bất lợi đừng đi nhầm địa chỉ.

Nhà sử học và tiểu thuyết gia Hector Aguilar Camín nói: “Ở Mexico, những người có thể lực thường có truyền thống bưng bít thông tin. Một phần quá trình dân chủ hoá đã giúp giải thoát thông tin.” Nhưng ông nói thêm: “Vẫn còn có xu hướng muốn nắm giữ thông tin vì những quyền lợi nào đó.”

Lịch sử, đặc biệt khi nó huỷ hoại thanh danh của những người đang sống, thường được dấu nhẹm. Khi các nhà nghiên cứu tìm cách xác nhận chi tiết của một tai nạn sấn bản thời thơ ấu liên quan đến nguyên tổng thống Carlos Salinas de Gortari, họ nhận thấy các phòng tư liệu báo chí đều thanh lọc hết bất kỳ những tài liệu tham khảo nào liên quan đến sự kiện này. Thậm chí tại cơ quan Lưu trữ Quốc gia, chúng cũng không có được một số phận may mắn hơn. Người phụ trách an ninh ở đây nói một tổ công chức chính phủ đã đến để dọn sạch các hồ sơ cá nhân của ông Salinas khi ông lên cầm quyền vào năm 1988.

Cuộc tranh luận về việc tiếp cận thông tin đã trở nên quyết liệt hơn cùng với sự phát triển của báo chí tự do, sự chống đối gia tăng của các đảng phái chính trị và sự tăng vọt số nhà đầu tư nước ngoài đến kinh doanh ở đây đang đòi hỏi phải đạt được tính minh bạch hơn nữa.

Cho đến giờ, những nhà làm luật cũng không được may mắn hơn khi cố gắng làm rõ những gì xảy ra trong vụ cứu trợ hệ thống ngân hàng sau năm 1994 dưới sự điều hành của tổng thống Ernesto Zedillo và nội các của ông. Các quan chức bộ Tài chính nói họ miễn cưỡng đưa ra

¹ Tìm đọc tài liệu của Lakonishok, Shleifer và Vishny (1992) giới thiệu về những đề tài xung quanh vấn đề người uỷ quyền – người thừa hành trong việc quản lý tiền.

những thông tin nhạy cảm cho Quốc hội, viện dẫn các luật bí mật ngân hàng của đất nước mà thật lạ thường, chẳng những bảo vệ số liệu tiền gửi mà cả số liệu về các khoản vay. Các nhà lập pháp ngỡ rằng Bộ đang cố gắng bảo vệ hàng trăm doanh nghiệp có quan hệ liên đới với nhau mà những khoản nợ tệ hại của họ phải kết thúc bằng việc mua lại bằng quỹ bảo hiểm tiền gửi của Mexico và cuối cùng những người nộp thuế phải gánh chịu.

Nguồn: *The Wall Street Journal*, 9-10-1998.

Sự chú trọng ngày càng tăng vào các thị trường tài chính mới nổi trong thập niên 90 đã mang đến những bằng chứng sống về sự thất bại rõ ràng về mặt phân bổ nghiêm trọng hơn nhiều so với mức người ta từng nhận thấy trong thế giới công nghiệp, và cho thấy rõ ràng những vấn đề thông tin và kiểm soát đã tiến một bước dài trong việc giải thích những đặc điểm khác thường và kết quả hoạt động không đồng đều của các thị trường tài chính mới nổi. Nói một cách cụ thể, những điểm ma sát này giải thích lý do tại sao các thị trường tài chính mới nổi, tuy có nguồn tài nguyên thiên nhiên và những cơ hội kinh tế hiển nhiên nhưng vẫn khó thu hút và huy động được nguồn tài chính để tài trợ cho hoạt động kinh tế. Sự chú trọng vào những vấn đề thông tin và kiểm soát cũng giúp giải thích vai trò thống lĩnh của ngân hàng tại các thị trường tài chính mới nổi và có thể giúp chúng ta tìm hiểu lý do tại sao các ngân hàng này thường gặp rắc rối thua lỗ. Vì tình trạng thua lỗ này hiện đã trở thành một vấn nạn chính sách công toàn cầu có tầm quan trọng hàng đầu, cho nên điều quan trọng là cần phải nghiên cứu cẩn thận những nguyên nhân cốt lõi của nó, mà phần lớn những nguyên nhân ấy bắt nguồn từ những vấn đề thông tin và kiểm soát.

Tác động của thông tin bất cân xứng đối với các thị trường tài chính

Vấn đề thông tin trọng tâm của các thị trường tài chính là *thông tin bất cân xứng*; nghĩa là những tình huống mà trong đó người sử dụng vốn biết rõ về triển vọng và những khó khăn của họ nhiều hơn so với người cung ứng vốn. Chẳng khó gì để thấy rằng điều này sẽ ngăn cản niềm tin của những người cung ứng vốn. Nhưng chi tiết về cách thức xử lý những vấn đề khó khăn về thông tin trên các thị trường tài chính thì ít được nhận biết hơn, và thể hiện bản chất của các hợp đồng và trung gian tài chính. Chúng ta đã tìm hiểu nhiều về việc các vấn đề thông tin có những ảnh hưởng cụ thể như thế nào đối với tình trạng của các thị trường và công cụ tài chính.

Thông tin sẽ ít có giá trị nếu không có những cơ chế kiểm soát đáng tin cậy được thiết kế nhằm sử dụng những thông tin đó.² Các cơ chế kiểm soát này bao gồm những hợp đồng và toà án phù hợp để cưỡng chế thi hành hợp đồng, các qui tắc quản trị nội bộ công ty, và các trung gian tài chính sẵn sàng hành động như những đơn vị giám sát công ty. Sự tăng cường kiểm soát có thể giúp làm giảm số lượng thông tin mà một nhà đầu tư hay một trung gian tài chính cần phải thu thập, hay làm giảm chi phí thu thập thông tin. Lấy ví dụ, một hợp đồng nợ có tài sản bảo đảm sẽ đòi hỏi ít thông tin hơn so với việc đầu tư cổ phiếu, và một khoản tiền gửi không kỳ hạn trong một ngân hàng được chính phủ bảo hiểm gần như không đòi hỏi thông tin gì cả. Các qui tắc quản lý công ty được soạn thảo hoàn chỉnh sẽ buộc các giám đốc công ty phải được cổ đông bỏ phiếu đồng ý một cách công bằng cho những vấn đề then chốt, mang lại cho các cổ đông sự kiểm soát nhiều hơn đối với các giám đốc công ty. Luật cáo bạch bắt buộc

² Tìm đọc các xem xét lý thuyết và thực nghiệm về vấn đề thông tin và kiểm soát trong ấn bản của Jensen và Meckling (1976), Myers (1977), Myers và Majluf (1984), Baskin (1988), Hubbard (1990), và Calomiris và Ramirez (1996).

làm cho việc thu thập thông tin về các quyết định của ban giám đốc trở nên dễ dàng hơn và ít tốn kém hơn, làm tăng khả năng các giám đốc công ty sẽ hành động vì quyền lợi của cổ đông.

Tư liệu mới về những vấn đề thông tin trên các thị trường tài chính nhấn mạnh bốn đặc điểm liên quan đến thông tin bất cân xứng đối với việc lập hợp đồng tài chính, đặc biệt phù hợp tại các thị trường tài chính mới nổi:

1. Thông tin bất cân xứng làm cho thị trường có xu hướng thiên về *nợ* và ít sử dụng vốn sở hữu đại chúng hơn. Quả thật, các hợp đồng nợ tồn tại chủ yếu là để khắc phục tình trạng thông tin bất cân xứng. Nợ tạo ra những nghĩa vụ đơn giản, cố định, mà dòng ngân lưu cam kết của nó sẽ không thay đổi bất kể công ty làm ăn khấm khá hay tệ hại ra sao. Trên nguyên tắc, các quyền đòi nợ (debt claims) có thể được cưỡng chế thi hành, cho dù chúng ta vẫn nhận thấy rằng điều này có khác biệt tùy theo cấu trúc luật pháp của từng quốc gia. Nhưng gần như ở đâu cũng thế, những người cho vay nợ có một vị thế mạnh hơn so với những người chủ vốn sở hữu đại chúng trong việc thụ hưởng sinh lợi của họ trong một thị trường có thông tin không hoàn hảo. Chẳng phải tình cờ mà các vấn đề vốn sở hữu đại chúng như một nguồn vốn mới cho các doanh nghiệp có tầm quan trọng cao nhất ở Mỹ, nơi mà thông tin tài chính tràn ngập và được truyền bá rộng rãi.
2. Tình trạng thông tin bất cân xứng làm cho các thị trường nợ có xu hướng thiên về các *ngân hàng* và ít sử dụng những chứng khoán như trái phiếu, cổ phiếu, và thương phiếu. Những người mua chứng khoán nợ cần cảm thấy rằng họ am hiểu thông tin hoặc có ai đó, chẳng hạn như một cơ quan đánh giá thứ hạng tín dụng, có thể cung cấp thông tin cho họ và chia sẻ các kết quả với công chúng đầu tư. Ngược lại, các ngân hàng tạo ra những thông tin riêng của họ và vì thế họ là những nhà cung ứng nợ chiếm ưu thế khi thông tin công cộng không đầy đủ. Chẳng phải ngẫu nhiên mà tại các thị trường tài chính mới nổi, các ngân hàng đóng vai trò to lớn hơn nhiều so với trên những thị trường phát triển hơn.
3. Tình trạng thông tin bất cân xứng làm cho nợ có xu hướng có *thời hạn ngắn* hoặc có xu hướng thiên về các quyền hợp đồng giúp người cho vay có thể đẩy nhanh việc thanh toán nếu một điều khoản hợp đồng bị vi phạm. Quyền chọn không tái tục một khoản nợ đến hạn, hay đẩy nhanh việc thanh toán khoản nợ, đem lại cho những người cho vay một tiếng nói liên tục đầy sức mạnh trong các giao dịch của con nợ sau khi hợp đồng nợ đã được ký kết, điều này có thể ngăn không cho con nợ hành động theo những cách thức làm hại đến quyền lợi của chủ nợ. Về phương diện này, nợ ngắn hạn thậm chí còn hữu hiệu hơn so với nợ dài hạn với quyền đẩy nhanh việc thanh toán; quyền đẩy nhanh việc thanh toán đòi hỏi phải có sự chấp thuận của toà án đối với quyền đòi nợ của chủ nợ, trong khi quyết định không gia hạn nợ thì không cần đến sự chấp thuận đó.³
4. Tình trạng thông tin bất cân xứng làm cho việc cho vay của ngân hàng có xu hướng thiên về những *khoản cho vay có tài sản bảo đảm* hơn so với cho vay không có tài sản bảo đảm. Theo nhiều cách, tài sản thế chấp thay thế cho những thông tin đáng tin cậy về người vay, dĩ nhiên, ta giả định rằng cơ cấu pháp lý hỗ trợ cho việc cho vay có thể

³ Tìm đọc thảo luận chi tiết hơn về những vấn đề động cơ khuyến khích mà có thể hạn chế tính hấp dẫn của nợ dài hạn trong ấn bản của Jensen và Meckling (1976) và Myers (1977).

chấp. Ngay cả ở Hoa Kỳ, gần 70 phần trăm các khoản vay ngân hàng công nghiệp và thương mại được thực hiện trên cơ sở có tài sản bảo đảm.⁴ Ở châu Âu, con số này thậm chí còn cao hơn; chúng ta đã thấy rằng phần lớn các bộ luật châu Âu mang lại sự bảo vệ lớn lao nhất cho những người cho vay có tài sản bảo đảm. Ở các thị trường tài chính mới nổi, việc làm cho hoạt động thế chấp trở nên khả thi về mặt pháp lý là một trong những bước cải tiến mạnh mẽ nhất mà một quốc gia có thể thực hiện hướng tới việc củng cố các thị trường tài chính. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy rằng tài sản thế chấp đi kèm một cách rõ ràng với những người vay yếu thế và những khoản cho vay yếu thế.⁵ Tài sản thế chấp giúp những người đi vay yếu thế và không được biết đến có thể thu được những khoản vay mà bình thường họ không thể có được nếu không có sự bảo đảm. Điều này làm cho những khoản vay có thể chấp trở nên đặc biệt phù hợp với các thị trường tài chính mới nổi, nơi mà tỷ lệ những người đi vay yếu thế và mức độ bất cân xứng thông tin thường cao hơn so với trên các thị trường phát triển.

Các thị trường tài chính mới nổi bộc lộ tất cả những đặc điểm trên đây với mức độ rõ rệt cao hơn nhiều so với các thị trường tài chính phát triển; nghĩa là, các thị trường tài chính mới nổi sử dụng *nợ* quá nhiều và thường có các thị trường cổ phiếu không phát triển. Trong lĩnh vực cho vay, các *ngân hàng* thường chiếm ưu thế và thị trường trái phiếu (bond market) kém phát triển. Về bản chất, *nợ* trên các thị trường tài chính mới nổi có xu hướng là *nợ ngắn hạn*, và sử dụng sử dụng *tài sản bảo đảm* một cách tự do. Việc tập trung vào thông tin và kiểm soát giúp chúng ta tìm hiểu lý do tại sao các thị trường tài chính mới nổi có những đặc điểm như vậy. Điều này lại giúp ta hiểu được lý do tại sao các thị trường này thường rơi vào khủng hoảng, vì việc sử dụng quá nhiều *nợ* có thể phóng đại ảnh hưởng của những cú sốc kinh tế, đặc biệt khi đó là *nợ ngắn hạn*.

Sàng lọc và giám sát

Ta cần phân biệt giữa hai loại nhiệm vụ liên quan đến thông tin: sàng lọc và giám sát.

Sàng lọc và sự lựa chọn bất lợi

Việc sàng lọc là cần thiết trước khi thực hiện quyết định đầu tư. Đây là nền tảng của việc ra quyết định khi người ta không thể dễ dàng quan sát được chất lượng đầu tư. Nếu người sử dụng vốn hiểu biết về chất lượng của mình nhiều hơn so với người cung ứng vốn, làm thế nào người cung ứng vốn có thể có được một chọn lựa phù hợp? Và sau khi đã chọn lựa rồi, làm thế nào người cung ứng vốn có thể ấn định một mức giá thích hợp? Việc sàng lọc và định giá phụ thuộc vào vấn đề *chọn lựa bất lợi*.

Lựa chọn bất lợi là một vấn đề hết sức tổng quát trong kinh tế học. Một ví dụ kinh điển là thị trường xe ô tô đã qua sử dụng, mà trong đó bao gồm một số xe khá tốt cùng với một số xe kém chất lượng; đây là ví dụ mà George Akerlof đã sử dụng trong một bài viết kinh điển về tình trạng bất cân xứng thông tin.⁶ Akerlof đưa ra câu hỏi tại sao một chiếc xe mới lại mất giá nhiều đến thế chỉ ngay sau khi lái ra khỏi cửa hàng trưng bày. Câu trả lời của ông là bởi vì người chủ sở hữu xe hiểu rõ chiếc xe của mình hơn ai khác, và chỉ những người nghi ngờ chất lượng xe của họ mới có thể là những người mang bán nó đi; vì thế bất kỳ ai mua một chiếc xe

⁴ Berger và Udell (1990).

⁵ Tài liệu đã dẫn.

⁶ Akerlof (1970); tìm đọc thêm tài liệu của Myers và Majluf (1984).

đã qua sử dụng, ngay cả một chiếc xe vẫn còn rất mới, đều phải giảm giá mua rất nhiều để tính đến xác suất chiếc xe có chất lượng kém từ một người bán am hiểu về chiếc xe nhiều hơn so với người mua.

Nói khái quát hơn, vấn đề chọn lựa bất lợi có hai ảnh hưởng: Nó có xu hướng *làm hạ giá* của ô tô đã qua sử dụng hay bất kỳ một hàng hoá nào khác mà người bán am hiểu nhiều hơn so với người mua, và trong một số trường hợp, nó có thể *làm đóng cửa thị trường* hoàn toàn. Ảnh hưởng giá bất lợi hình thành trực tiếp từ nhu cầu của người mua muốn bảo vệ mình trước những người bán am hiểu thông tin hơn. Ảnh hưởng đóng cửa thị trường có thể được lập mô hình thông qua tưởng tượng rằng chất lượng của bất kỳ một dòng hàng hoá nào cũng đều liên quan đến giá cả: Giá càng thấp thì xác suất hàng hoá chào bán là đồ tệ hại càng cao (tiền nào của ấy), vì người bán những mặt hàng chất lượng cao không muốn bán khi giá giảm. Trong những tình huống này, có thể sẽ không tồn tại một mức giá cân bằng thị trường nào.

Để minh họa sự lựa chọn bất lợi trên thị trường tín dụng, Akerlof sử dụng ví dụ về Ấn Độ, một thị trường tài chính mới nổi, nơi mà những người cho vay tiền trong làng cho vay với lãi suất cắt cổ 15, 25 hay thậm chí 50 phần trăm trong khi những ngân hàng lớn nhất tại các thành phố trung tâm Ấn Độ có lãi suất cơ bản vào khoảng 6, 8, hay 10 phần trăm mà thôi.⁷ Lý do của mức chênh lệch lớn này là những người cho vay tiền là người cho vay tiềm năng duy nhất am hiểu chất lượng của những người vay tiền trong làng, và thực sự những người cho vay này cũng không thể phân biệt giữa những mức độ rủi ro cao và thấp.

Trong chừng mực mà người cho vay tiền phải tiêu tốn nguồn lực để nhận biết những người cho vay có rủi ro thấp, họ phải bù đắp cho chi phí tìm hiểu thông tin này bằng cách tính những mức lãi suất cho vay cao hơn. Do đó, lãi suất cao không nhất thiết là chỉ báo của lợi nhuận độc quyền. Những người cho vay bên ngoài cộng đồng, không am hiểu thông tin, cố gắng cạnh tranh với những người cho vay có nhiều thông tin hơn, cuối cùng sẽ có một tỷ lệ người vay không đáng tin cậy nhiều hơn, và sẽ phải tính một mức lãi suất thậm chí cao hơn để bù đắp cho tỷ lệ thiệt hại kỳ vọng cao hơn.

Vấn đề chọn lựa bất lợi cũng là cách giải thích phổ biến nhất cho việc phân bổ định mức tín dụng. Ta hãy thay thế cho mức giá giảm của xe ô tô đã qua sử dụng trong ví dụ trên bằng mức lãi suất tăng lên mà người vay phải trả. Những người vay có rủi ro cao sẽ sẵn lòng trả lãi suất cao hơn so với những người vay có rủi ro thấp, cũng giống như người bán những chiếc xe tệ hại sẽ sẵn lòng chấp nhận mức giá thấp hơn so với người bán xe tốt. Như vậy, vì lãi suất tăng lên, cho nên tỷ lệ những người vay chất lượng kém được phục vụ sẽ tăng lên khi những người vay chất lượng cao rời bỏ thị trường. Biết được điều này, người cho vay nhận ra rằng ở một mức lãi suất đủ cao, sự gia tăng lãi suất thêm nữa sẽ làm cho lợi nhuận kỳ vọng của người cho vay giảm xuống (nghĩa là ứng với mức lãi suất đó, sự gia tăng vỡ nợ do lãi suất tăng sẽ nhiều hơn so với sự gia tăng thanh toán theo cam kết của những người không vỡ nợ). Như vậy, người cho vay sẽ quyết định giới hạn lãi suất ở một mức độ tối đa nào đó nhằm đảm bảo chất lượng bình quân cao trong tập hợp những người vay, cho dù tại mức lãi suất tối đa đó, cầu của người vay đối với các khoản vay vẫn vượt quá cung. Trong trường hợp đó, những người cho vay sẽ quyết định phân bổ định mức tín dụng, giới hạn số tiền mà bất kỳ người vay nào có thể vay mượn để giải quyết tình trạng dư cầu (cầu vượt quá cung). Thông tin bất cân xứng có nghĩa là người ta có thể tránh né những mức rủi ro cao, thay vì định giá chúng. Nó cũng có

⁷ Akerlof (1970), trang 498.

nghĩa là những người vay chất lượng cao phải trả một mức đền bù cao hơn do sự hiện diện của những người vay chất lượng kém.⁸

Vì thế sự chọn lựa bất lợi có hai ảnh hưởng tiêu cực đối với thị trường nợ: Nó làm cho nợ trở nên đắt đỏ hơn, và nó đóng cửa thị trường đối với những người vay trên một mức độ rủi ro nhất định. Điều này tương ứng với hai đặc điểm mà chúng ta đã biết rõ của các thị trường nợ thuộc các thị trường tài chính mới nổi: Lãi suất thực của họ thường cực kỳ cao, và thị trường bị đóng cửa một cách định kỳ đối với tất cả những người vay hoặc đối với tất cả ngoại trừ những người vay đã được biết rất rõ.

Những người vay chất lượng cao thường tìm cách tránh tình trạng phân bổ định mức tín dụng và mức đền bù rủi ro bằng cách cố gắng *phát ra tín hiệu* rằng chất lượng của họ cao hơn bình quân. Điều này dẫn đến sự tình nguyện cáo bạch thông tin cho người cho vay. Nó cũng kích thích việc sử dụng tài sản thế chấp: người vay nào sẵn sàng thế chấp tài sản ắt phải tự tin về khả năng trả nợ của mình. Việc thế chấp rất phổ biến tại các thị trường tài chính mới nổi một phần do đó là một công cụ phát tín hiệu hết sức thuyết phục. Quả thật, bản thân việc đòi hỏi thế chấp có thể giúp sàng lọc những người vay rủi ro cao, thường không sẵn lòng thế chấp tài sản.

Việc đầu tư vốn sở hữu vốn dĩ nhiên cần có nhiều thông tin hơn so với đầu tư nợ. Như lưu ý trên đây, nợ phát triển một phần lớn là để giúp cung ứng vốn cho những doanh nghiệp nào mà người ta không dễ dàng thông hiểu tình trạng và triển vọng. Những nhà đầu tư nợ (người cho vay) có thể nhìn vào một vài tỷ số tài chính và đòi hỏi thế chấp tài sản vật chất để bảo vệ mình trước rủi ro vỡ nợ. Ngược lại, những nhà đầu tư vốn sở hữu, sở hữu những tài sản còn lại của doanh nghiệp, và vì thế phải am hiểu toàn bộ những thị trường và cơ hội của doanh nghiệp. Đây là một nhiệm vụ khó khăn. Các nhà đầu tư vốn sở hữu và các tổ chức bảo lãnh phát hành đảm nhận một công việc sàng lọc phức tạp mà các công ty chào bán cổ phiếu cuối cùng phải gánh chịu chi phí. Để một doanh nghiệp tiếp cận được với thị trường cổ phiếu, thường phải có sự hỗ trợ đáng kể từ các tổ chức am hiểu thông tin (các nhà bảo lãnh phát hành và các nhà đầu tư) bày tỏ niềm tin của họ vào triển vọng của doanh nghiệp.

Hơn nữa, quyết định bán cổ phiếu của một công ty cho công chúng có thể được hiểu như là một tín hiệu ngoài dự kiến rằng công ty đang lo lắng về tương lai của mình. Nếu một công ty đang mang nợ nhiều dự kiến tình trạng sa sút trong kinh doanh kinh doanh, thì kết cục có thể sẽ là phá sản trừ khi công ty tăng cơ sở vốn sở hữu. Biết được điều này, các nhà đầu tư cần phải nghi ngờ trước những công ty đang nôn nóng muốn bán cổ phiếu, cũng giống như người mua ô tô cần nghi ngờ những người chủ đang nôn nóng muốn bán xe ô tô của họ. Đó là lý do tại sao giá cổ phiếu thường giảm khi công ty công bố phát hành cổ phiếu mới, và cũng là lý do tại sao ảnh hưởng đó đôi khi hết sức to lớn.⁹

Đây là một nghịch lý lạ kỳ. Groucho Marx từng nói rằng ông sẽ không muốn tham gia vào một câu lạc bộ nào mà muốn mời ông làm thành viên. Theo một cách tương tự, các nhà đầu tư có lẽ có quyền nói rằng họ sẽ không muốn mua cổ phiếu của một công ty nào đó đang muốn bán ra. Công ty am hiểu thông tin nhiều hơn so với nhà đầu tư, và một quyết định bán cổ phiếu có thể phát ra tín hiệu về những vấn đề khó khăn ẩn giấu. Đó là một trong những ví dụ rõ

⁸ Stiglitz và Weiss (1981).

⁹ Higgins (1998), trang 205-209.

ràng nhất của thế giới tài chính về thông tin bất cân xứng làm cản trở sự phát triển và thành quả hoạt động của thị trường. Phần lớn thời gian và tại nhiều quốc gia, điều đó có nghĩa là những nhà đầu tư bên ngoài sẽ tránh né cổ phiếu. Vấn đề thông tin cũng giải thích cho tình trạng những nhà đầu tư danh mục nước ngoài thường bất ngờ lia bỏ các thị trường tài chính mới nổi, và giải thích cho số lượng đơn vị phát hành vốn sở hữu ít ỏi tại các thị trường này, cũng như tình trạng kém phát triển của các thị trường cổ phiếu ở đó.

Các nhà đầu tư cổ phiếu và các nhà đầu tư trực tiếp nước ngoài có hành vi khá khác biệt nhau. Họ thực hiện những cam kết dài hạn dựa vào sự am hiểu sâu xa hơn về các cơ hội và rủi ro địa phương. Việc đầu tư của họ không có tính thanh khoản và họ không thể nhanh chóng đảo ngược các quyết định của mình được. Hơn thế, các nhà đầu tư cổ phiếu và các nhà đầu tư trực tiếp nước ngoài có xu hướng am hiểu thông tin, cho nên họ tiếp tục đầu tư ngay cả khi đứng trước nghịch cảnh, không giống như những nhà đầu tư đại chúng và ít thông tin hơn. Họ đỡ thất thường hơn vì họ thực hiện việc sàng lọc riêng trước khi đầu tư và vì họ nắm giữ sự kiểm soát trực tiếp hơn đối với các dự án đầu tư của họ, điều này giúp hạn chế mức độ tranh thủ lợi dụng của các giám đốc công ty sau khi họ đã mua cổ phiếu.

Sự giám sát của các nhà đầu tư

Công việc giám sát liên quan đến nhiệm vụ theo dõi “vận mệnh” của một dự án đầu tư sau khi dự án đã được tiến hành. Điều này chẳng phải được thực hiện chỉ để thỏa mãn tính tò mò. Các nhà đầu tư cần đảm bảo rằng công ty không hành động theo những cách thức phương hại đến quyền lợi của nhà đầu tư.

Tại các quốc gia công nghiệp và đặc biệt tại Hoa Kỳ, nơi mà ban giám đốc công ty thường tách biệt với các cổ đông phân tán rộng rãi, vấn đề giám sát cơ bản là làm thế nào bảo đảm rằng các giám đốc công ty hành động vì quyền lợi của cổ đông. Đây là một dạng của vấn đề người uỷ quyền – người thừa hành từng được nghiên cứu rộng rãi và được giải quyết tốt nhất bằng sự kết hợp giữa luật cáo bạch (để cổ đông có thể tìm hiểu xem ban giám đốc đang làm gì) và quyền của cổ đông được cưỡng chế thi hành hữu hiệu (để cổ đông có thể sa thải những giám đốc có hành vi sai quấy).

Tuy nhiên, tại hầu hết các thị trường tài chính mới nổi, các cá nhân và gia đình giàu có kiểm soát phần lớn các công ty và thường giám đốc điều hành là một thành viên trong gia đình. Trong bối cảnh này, các xung đột kiểm soát quan trọng không phải là giữa ban giám đốc và các cổ đông mà là giữa (1) các cổ đông nội bộ và bên ngoài và / hoặc (2) những người chủ vốn sở hữu và các chủ nợ. Sau khi xem xét việc bảo vệ các cổ đông thiểu số trong chương trước, ở đây chúng ta sẽ chuyển sang xem xét xung đột giữa vốn sở hữu và nợ. Suy cho cùng, nợ là hình thức tài trợ chủ yếu tại các quốc gia đang phát triển. Giả định rằng các cổ đông kiểm soát ban giám đốc và ban giám đốc hành động vì quyền lợi của các cổ đông, những người cho vay (ngân hàng) cần phải giám sát để bảo vệ chính mình bằng cách nào?

Các ngân hàng, cũng như các cổ đông thiểu số, cần đề phòng tình trạng chiếm đoạt tài sản công ty bởi ban giám đốc và / hoặc các cổ đông kiểm soát như đã mô tả trong chương trước. Như chúng ta đã thấy ở Nga, cộng hoà Séc, và một số quốc gia khác trong quá trình chuyển đổi từ nền kinh tế tập trung sang kinh tế thị trường, đây chỉ là những gì xảy ra với việc tư nhân hoá tự phát. Rủi ro là ở chỗ ngân hàng sẽ cho vay để tài trợ cho các tài sản, rồi những

tài sản này sau đó được chuyển ra khỏi doanh nghiệp, để lại những khoản nợ mất khả năng thanh toán.

Phần đóng khung sau đây mô tả công ty Alphatec ở Thái Lan sẽ cho ta một ví dụ sinh động về những sự việc sai trái. Trước tiên, các báo cáo tài chính của công ty Alphatec là nguy tạo. Doanh thu được xây dựng một cách giả tạo và sai lệch, và được phóng đại lên từ 6 đến 10 lần. Thay vì 1,6 tỷ USD lợi nhuận trong năm năm, công ty thật ra đã lỗ 700 triệu USD. Điều này nói lên nhu cầu của ngân hàng (cũng như các cổ đông bên ngoài) cần phải có những thông tin tài chính chính xác, được kiểm toán thỏa đáng.

Bài báo về công ty Alphatec cũng cho thấy nhu cầu phải kiểm soát hành vi của người vay. Nhìn từ góc độ người cho vay, hành động nguy hại nhất là chuyển một lượng lớn tài sản công ty từ Alphatec sang những công ty khác do ông Charn kiểm soát, bao gồm một số tài sản dính líu đến đầu cơ đất đai. Ví dụ kinh điển về việc chiếm đoạt tài sản này có lẽ là hợp pháp theo luật của Thái Lan, cho dù nó là một trường hợp lừa đảo rõ ràng đối với những người cung ứng vốn tại các quốc gia có thông luật (common law). Xem ra các ngân hàng cũng có đại diện, và có lẽ còn chi phối trong hội đồng quản trị, nhưng những người này hoặc không lưu ý đầy đủ hoặc thiếu phương tiện để ngăn chặn tình trạng chiếm đoạt tài sản.

Cuối cùng, bài báo nói rằng công ty Alphatec đang tiến lên phía trước với một trong những dự án mở rộng đầy hoài bão to lớn nhất của ngành khi nợ của công ty đang tăng vọt vượt ra ngoài tầm kiểm soát. Chủ tịch hội đồng quản trị công ty, bà Waree, nguyên thống đốc ngân hàng trung ương, nói bà đã cảnh báo ông Charn về rủi ro của việc mở rộng đó nhưng hội đồng quản trị đã không ngăn lại. Tại sao?

Kế toán sáng tạo và việc quản trị nội bộ công ty ở Thái Lan

Luôn luôn là một khoản vay khác, luôn luôn là một doanh vụ khác. Đó là cách thức ông Charn Uswachoke, thường được gọi là ông Chips, né tránh các ngân hàng đang bồn chồn lo lắng hồi tháng hai, khi một nhóm ngân hàng hỏi ông tại sao công ty Alphatec Electronics PCL vi phạm một số điều khoản nợ quốc tế. Mọi thứ sẽ được giải quyết ổn thỏa, công ty trụ cột của ngành điện tử Thái Lan cam kết. Ông Charn nói với các ngân hàng cho vay rằng nhà bảo lãnh phát hành Lehman Brothers Inc. chẳng bao lâu nữa sẽ vén màn công bố một vụ chào bán cổ phiếu lần đầu cho công chúng trên Thị trường Chứng khoán New York của một công ty Alphatec mới được cơ cấu lại. Để cứu vãn công ty bao bì bán dẫn đang sa lầy trong nợ nần này, nhà bảo lãnh phát hành Lehman đề nghị với các ngân hàng huy động thêm 1 tỷ USD nợ mới cho các doanh nghiệp của ông Charn.

Thế nhưng ngay cả khi các kế hoạch của Lehman Brothers Holdings Inc. được xúc tiến, Alphatec cũng đứng trước nhiều khó khăn. Một đợt kiểm toán độc lập của Price Waterhouse vào tháng bảy đã cho thấy rằng Alphatec, một thời là ngôi sao trên Thị trường Cổ phiếu Thái Lan, đã phóng đại lợi nhuận thêm ít nhất là 164 triệu USD từ năm 1994 đến tháng tư năm nay (1997), một thời kỳ mà báo cáo kiểm toán cho rằng công ty lẽ ra phải báo cáo “thua lỗ đáng kể”. Những người lao động trước đây và hiện nay của công ty, vốn quen thuộc với những con số thật sự của Alphatec, nói doanh thu đã được báo cáo tăng lên gấp 6 đến 10 lần so với mức thực tế. Đơn vị kiểm toán Price Waterhouse cũng nhận thấy rằng công ty Alphatec đã chuyển giao ít nhất 160 triệu USD nguồn tiền của công ty cho các công ty khác thuộc sự kiểm soát của ông Charn, mà không có sự phê duyệt của hội đồng quản trị... Và Price Waterhouse phát hiện ra rằng Alphatec duy trì hai hệ thống sổ sách kế toán rất khác biệt nhau.

Cách thức những hoạt động đáng ngờ này đã làm cho một công ty công nghệ cao hàng đầu của Thái Lan ngã quỵ như thế nào là câu chuyện về sự mục nát kinh tế ở Thái Lan ngày nay. Sự kiện nhiều công ty lớn của Hoa Kỳ trở thành nạn nhân của sự lừa đảo của Alphatec – từ Texas Instrument Inc. cho tới Bankers Trust New York Corp. và Lehman – cho thấy Thái Lan và Alphatec đã một thời quyến rũ người ta đến mức nào...

Một thời từng được đề cao như niềm hy vọng tràn trề nhất của Thái Lan để nhảy vào hàng ngũ đẳng cấp cao của các nhà sản xuất công nghệ thế giới, Alphatec bây giờ chững lại như một bài học đau thương về những mối nguy hiểm của hoạt động kinh doanh tại một đất nước mà trách nhiệm giải trình của ban giám đốc trong điều kiện tốt nhất cũng chỉ có tính chất vá vúi. Tình trạng thiếu vắng rõ rệt các biện pháp kiểm soát công ty ở Alphatec - sự trà trộn nguồn vốn giữa những công ty niêm yết và những công ty có cổ phần được nắm giữ trong phạm vi hẹp được điều hành bởi cùng một gia đình, việc sử dụng nhiều hệ thống sổ sách kế toán khác nhau và các phương pháp kế toán sai lệch, các hội đồng quản trị chỉ biết tán thành không cần suy nghĩ và được trả lương cao - phản ánh những vấn đề ở các công ty Thái Lan khác từng đưa nền kinh tế đất nước này đến bên bờ vực thẳm.

Trong suốt một thập niên êm đềm sau năm 1985, những khiếm khuyết như thế có thể được che đậy bằng tín dụng dễ dàng và giá cổ phiếu tăng vọt. Nhưng bây giờ, ngày phán xét đã đến. Paribas Asia Equity, một công ty môi giới chứng khoán khu vực, đã xây dựng lại các báo cáo thu nhập của 20 công ty Thái Lan theo các tiêu chuẩn kế toán nghiêm ngặt hơn. Kết quả là: khoảng 1,6 tỷ USD lợi nhuận báo cáo từ năm năm qua trở thành khoản thua lỗ lũy kế hơn 700 triệu USD.

Trong trường hợp Alphatec, sổ sách tài chính thoạt đầu vẫn được kiểm toán hàng quý bởi chi nhánh của KPMG Peat Marwick tại Thái Lan, công ty KPMG Peat Marwick Suthee Ltd., công ty này từ chối đưa ra bình luận. Thị trường Cổ phiếu Thái Lan hiện đang chất vấn các nhà kiểm toán của công ty về những điểm sai biệt vừa phát hiện được trong báo cáo kiểm toán của Price Waterhouse.

Vào tháng năm, Alphatec đã ngưng thanh toán khoản nợ 450 triệu USD của họ. Vậy mà cho tới gần đây, những người cho vay nói, công ty và ban quản trị đã ngăn cản những nỗ lực giải quyết tình trạng sa lầy tài chính, chỉ uỷ thác cho Price Waterhouse kiểm toán sau khi nhận được kết luận cuối cùng từ những người cho vay. Theo Leslie Merszei, cố vấn tài chính cao cấp của ông Charn lúc bấy giờ, sau khi kết luận của Price Waterhouse được phổ biến trong nội bộ, bảy bao đựng hồ sơ cắt vụn đã được phát hiện trong phòng tài chính của công ty Alphatec. Ông Merszei đã từ chức ở Alphatec vào ngày 1 tháng 8...

Khi nợ của Alphatec phình to vượt ra ngoài tầm kiểm soát vào mùa đông vừa rồi, ông Charn tung ra một trong những kế hoạch mở rộng đầy tham vọng trong ngành chip điện tử toàn cầu. Dựa vào những nỗ lực tái tài trợ do Lehman và những đơn vị khác phát động, ông xoay xở để tiếp tục xây dựng ba nhà máy trị giá 2,3 tỷ USD. Lần đầu tiên đối với Thái Lan, hai trong ba nhà máy này, cùng hợp tác với Texas Instruments, dự định thực hiện một số qui trình tiên tiến nhất trong điện tử vi mô: thực sự sản xuất vòng niêm silicon, vốn là phạm vi hoạt động của những công ty công nghệ cao hạng nặng như Intel Corp, AMD và Micron Technologies Inc.

Kế hoạch mở rộng là chiến lược then chốt cho mục tiêu của ông Charn nhằm đạt được vị trí vững chắc trên mọi nấc thang chế tạo chip điện tử đầy lợi nhuận. Theo thông lệ thực hành kinh doanh của Thái Lan, ông thành lập một số công ty mới để triển khai những dự án này, độc lập với công ty Alphatec đã niêm yết cổ phần đại chúng, và để cho các thành viên trong gia đình điều hành. Các công ty này được tài trợ bằng nợ vay từ các ngân hàng Thái và nước ngoài, mà ông Charn kỳ vọng sẽ hoàn trả bằng việc chào bán cổ phiếu trên thị trường cổ phiếu đang phát lên của Thái Lan.

Thế rồi khoảng một năm trước đây, giá cổ phiếu Thái Lan bắt đầu rơi mạnh trong một thời gian dài, làm cho việc chào bán cổ phiếu lần đầu trở nên gần như không thể thực hiện nổi. Ông Charn bị kẹt cứng.

Vậy mà những thông lệ thực hành tài chính đáng ngờ vẫn cứ tiếp tục. Theo lời ông Merszei, từ tháng 1 đến tháng 4 năm nay, hơn 80 triệu USD của công ty Alphatec được chuyển giao cho một công ty do ông Charn kiểm soát, đang xây dựng một khu công nghiệp cho các nhà máy bán dẫn mới, mà không có sự phê duyệt của hội đồng quản trị. Sau đó, theo báo cáo của Price Waterhouse, để dấu diếm tình trạng thua lỗ liên miên, Alphatec phóng đại thu nhập quý đầu thêm khoảng 20 triệu USD.

Không có bằng chứng gì cho thấy bất kỳ thành viên quản trị nào của Alphatec, ngoài ông Charn, biết về những điểm trái qui tắc kế toán của công ty. Nhưng, các nhà quan sát công nghiệp Thái nói, sự kiện đó cũng đang bộc lộ. Đứng đầu là Chủ tịch Warea Havanonda, 69 tuổi, giảng viên quản trị và nguyên trợ lý thống đốc ngân hàng trung ương Thái Lan, hội đồng quản trị chủ yếu bao gồm các nhà hoạt động ngân hàng, không ai trong số đó có kinh nghiệm về các công ty điện tử tiên tiến.

Bà Warea, người gặp Charn lần đầu khi ông còn là sinh viên của bà ở trường kinh doanh, nói “Tôi đã nhiều lần cảnh báo Charn là đừng mở rộng hoạt động nhanh quá. Ông ta nói ‘Chúng ta có một cơ hội; chúng ta phải nắm bắt nó.’ Ông ta muốn trở thành ông hoàng trong ngành điện tử.” Bà Warea phủ nhận việc Alphatec duy trì hai hệ thống sổ sách kế toán, nhưng thừa nhận rằng “việc báo cáo sai có phát sinh” khi số liệu sản xuất được hợp nhất bởi phòng tài chính của công ty Alphatec.

Thậm chí nếu một vài thành viên quản trị biết Alphatec cấp vốn cho các công ty khác thuộc sự kiểm soát của ông Charn, người ta cũng không rõ liệu họ có phản đối hay không. Một lý do là các ngân hàng chính đại diện trong hội đồng quản trị công ty cũng chính là những người yểm trợ cho các công ty khác của ông Charn; những mối quan ngại về xung đột quyền lợi của các thành viên hội đồng và trách nhiệm uỷ thác gần như không tồn tại ở Thái Lan, các giám đốc điều hành nói. Và việc sử dụng tiền của công ty sở hữu đại chúng để xúc tiến các công ty tư nhân là một thông lệ thực hành phổ biến ở Đông nam Á, nơi mà các tập đoàn công ty do gia đình điều hành tùy ý trộn lẫn nguồn vốn.

Những điểm trái qui tắc kế toán lộ rõ vào tháng năm. Sau vài tháng ra sức tái cơ cấu Alphatec để chào bán cổ phiếu lần đầu cho công chúng không có kết quả, Lehman Brothers thay đổi chiến lược và phát động một đề xuất bán 300 triệu USD trái phiếu lãi suất cao. Ngày 11 tháng 5, một nhóm luật sư New York và các ngân hàng đầu tư, đứng đầu là lãnh đạo công nghệ của Lehman, Jack Skydel, đến Bangkok để xem xét các con số cùng với nhân viên Alphatec.

Mười lăm phút trước cuộc họp, ông Charn thả một quả bom trước mặt ông Merszei: nợ của Alphatec tăng lên không chỉ 35 triệu USD, như ông Charn mới nêu lên gần đây, mà tăng thêm những 100 triệu USD. Phần lớn sự gia tăng này là do việc chuyển giao tài chính sang cho các công ty khác của ông Charn, ông Merszei nói ông Charn đã bảo như vậy.

Trong một lần gặp gỡ khác, ông Merszei và đồng nghiệp, Rebert Book, đã kéo riêng ông Skydel thuộc nhà bảo lãnh phát hành Lehman ra một chỗ. Ông Book, cố vấn tài chính cho ông Charn suốt một thời gian dài, kể lại: “Tôi bảo, ‘Công ty này không phải là một ứng viên cho bất kỳ một thị trường nợ hay thị trường cổ phiếu nào trên thế giới. Thông lệ thực hành tài chính ở đây không phù hợp với hệ thống giá trị phương Tây, hay bất kỳ một hệ thống giá trị nào. Tôi rất tiếc là ông đã đến đây.’ Các chuyên gia New York bay về nước ngay tối hôm đó.

Ông Merszei kêu gọi một lệnh hoãn trả nợ cho các khoản nợ của Alphatec, sau đó thận trọng tìm hiểu thêm. Cho dù các viên chức tài chính của Alphatec từ chối mở sổ sách cho ông xem,

nhưng với sự giúp đỡ của các viên chức khác, ông đã tập hợp được một bức tranh đáng báo động. Họ kết luận, chẳng có cách gì mà Alphatec, với các nhà máy hoạt động như thế, lại tạo ra được 493 triệu doanh thu như công ty đã báo cáo vào năm 1996, hay có được chút lợi nhuận nào. Họ tính toán, Alphatec ắt hẳn phải có những khoản thua lỗ lớn, ứng với doanh thu không đến 80 triệu vào năm 1996.

Ông Merszei và các chủ nợ của Alphatec nói, để làm cho số liệu doanh thu khai không không lộ đó có giá trị đối với nhân viên kiểm toán KPMG, phòng tài chính công ty đã lập sổ sách tính doanh thu là toàn bộ giá trị thị trường của từng con chip mà công ty vận chuyển cho khách hàng, thay vì lẽ ra chỉ là một tỷ lệ nhỏ của giá trị đó mà công ty Alphatec thật sự nhận được cho công việc đóng gói và thử nghiệm chất bán dẫn do những công ty khác sản xuất ra.

Sau đó, trong quá trình kiểm toán, Price Waterhouse đã phát hiện ra những hoá đơn giả mà Alphatec đã sử dụng để khai thông tin dụng thương mại tại các ngân hàng Bangkok. Chiêu lừa bịp này thật vụng về: Hai trong số các hoá đơn giả, được lập với biểu trưng (logo) của công ty nhưng lại in sai tên công ty là “Cypres Semiconductor Corp.” và “Phiilip International Inc.”

Vào giữa tháng 6, ông Merszei trình bày những phát hiện của mình trước hội đồng quản trị, và hội đồng chất vấn ông Charn về những phát hiện đó. Thoạt tiên, ông ta phủ nhận tất cả, tố cáo ông Merszei là câu kết với những người khác để đưa Alphatec vào chỗ vỡ nợ nhằm mua lại công ty với giá rẻ mạt. Bà Waree, chủ tịch Alphatec, nói hội đồng quản trị thúc ép ông Charn phải giải thích những gì đã xảy ra. “Ông ta thú nhận tiền đã được mang đi mua đất đai và cam kết sẽ hoàn trả lại.”

Nguồn: *The Wall Street Journal*, ngày 8 tháng 9 năm 1997.

Các cổ đông có thể hưởng lợi từ việc chấp nhận rủi ro bằng tổn thất của những người cho vay, vì các cổ đông được hưởng lợi ích của rủi ro gia tăng nếu việc kinh doanh thành công, trong khi những người cho vay phải gánh chịu thua lỗ nếu việc kinh doanh thất bại. Điều này đặc biệt đúng tại những thị trường tài chính mới nổi có luật phá sản yếu kém, nơi mà trong tình huống kết quả kinh doanh tồi tệ, người chủ vốn sở hữu thường lảng tránh và thương thảo bất tận, đồng thời không chi trả. Xu hướng gia tăng rủi ro bằng tổn thất của người cho vay là một hình thức của *rủi ro đạo đức* (moral hazard - đôi khi còn gọi là *vấn đề thay thế tài sản*).¹⁰ Như vậy, những người cho vay cần phải giám sát người vay để bảo đảm rằng họ không chấp nhận những rủi ro thái quá bằng tổn thất của người cho vay.

Kiểu rủi ro đạo đức này xuất hiện bất kỳ khi nào công ty vay mượn, và trở nên nghiêm trọng khi vốn sở hữu bị thu hẹp chỉ còn rất ít hoặc chẳng còn gì cả. Hoàn toàn có thể là ông Charn biết rằng Alphatec chẳng bao lâu nữa sẽ sụp đổ, nhưng vẫn tham gia vào kế hoạch phát triển không lồ như một canh bạc tuyệt vọng, hy vọng rằng ván bài sẽ thắng và sẽ đưa công ty ra khỏi hố sâu mà công ty đang sa vào. Khi vốn sở hữu không còn, các động cơ khuyến khích hoàn toàn bị thiên lệch. Khía cạnh xấu của những rủi ro to lớn (tình huống kết quả kinh doanh tồi tệ) không còn là yếu tố ngăn cản người ta chấp nhận rủi ro nữa, bởi vì nếu có thua lỗ thì những người cho vay phải gánh chịu hoàn toàn, trong khi nếu thành công thì có thể khôi phục được vốn sở hữu của công ty. Những “chiến lược phục hưng” này rất phổ biến trong các ngân hàng, nơi có đòn bẫy tài chính cao và có thể thay đổi tổ hợp tài sản một cách nhanh chóng và tự do hơn so với các công ty công nghiệp.

¹⁰ Tìm đọc chương 7 giải thích đầy đủ về rủi ro đạo đức và rủi ro thay thế tài sản khi vốn ngân hàng giảm sút hay bị tiêu tan. Chúng ta thấy rằng đây có thể là một nguồn rủi ro chết người không chỉ đối với các ngân hàng mà còn đối với tổng thể nền kinh tế.

Trong chừng mực nào đó, những người cho vay có thể tự bảo vệ trước rủi ro thái quá bằng cách cho vay ngắn hạn. Các chủ nợ ngắn hạn tương đối được bảo vệ trước tình trạng thay thế tài sản vì họ có thể thu hồi được tiền về trong tương lai gần khi nợ đến hạn, hay chỉ tái tục nợ với lãi suất cao hơn. Lẽ dĩ nhiên, điều này đòi hỏi chủ nợ phải là những người quan sát, giám sát hành vi của doanh nghiệp, và trừng phạt tình trạng rủi ro cao hơn khi họ nhận thấy điều đó.

Các điều khoản hạn chế trong các hợp đồng nợ cũng có thể giúp ích cho những người cho vay. Những điều khoản này buộc ban giám đốc công ty không được thực hiện một số việc nhất định mà có thể không công bằng đối với những người cho vay. Lấy ví dụ, các điều khoản này có thể giới hạn số tiền mà các giám đốc được phép chi trả dưới dạng cổ tức; điều này ngăn không cho chủ vốn sở hữu tước đoạt tài sản công ty bằng tổn thất của những người cho vay. Tương tự, nếu nợ là nợ không có tài sản bảo đảm, các giám đốc phải cam kết không được dùng bất kỳ tài sản nào để bảo đảm cho việc vay nợ mới (sẽ làm cho nợ mới trở thành nợ được ưu tiên chi trả hơn so với nợ cũ) trừ khi những người cho vay không có tài sản bảo đảm tham gia trong cùng một tài sản thế chấp; điều khoản này được gọi là *điều khoản phủ nhận thế chấp*. Cuối cùng, các điều khoản thường ngăn không cho giám đốc gia tăng nợ vượt trên một tỷ lệ nhất định của tài sản, hay ấn định một tỷ số thanh khoản tối thiểu cho các công ty vay mượn.

Nhưng các điều khoản sẽ không có tác dụng trừ khi chúng được giám sát và cưỡng chế thi hành. Những nhóm người cho vay lớn phải có một đại diện chức năng, nhận báo cáo thường xuyên và kiểm tra sự tuân thủ các điều khoản. Ngoài ra, những người cho vay phải có quyền truy đòi pháp lý nếu người vay không tuân thủ các điều khoản. Trên các thị trường tài chính phát triển, việc không tuân thủ một điều khoản cam kết là một biến cố vỡ nợ mà nếu không được cứu vãn có thể dẫn tới đẩy nhanh việc thanh toán, thu giữ tài sản thế chấp và phá sản. Nhưng trong nhiều khung pháp lý của các thị trường tài chính mới nổi, việc không tuân thủ các điều khoản cam kết không được cưỡng chế như một biến cố vỡ nợ, khiến người cho vay không có quyền truy đòi ngay cả khi họ có giám sát người vay.

Nếu người cho vay không thể giám sát người vay và cưỡng chế thi hành các điều khoản cam kết, họ cần phải tính những mức lãi suất cao hơn đáng kể để đền bù cho khả năng một số người vay, những người am hiểu về việc kinh doanh của mình hơn so với người cho vay, có những hành vi sai trái. Đó là lý do khiến cho việc đồng ý thực hiện cáo bạch, chấp nhận những điều khoản giới hạn và chấp nhận một mức độ giám sát nhất định cũng chính là vì quyền lợi của người vay. Nói cách khác, việc giảm tình trạng bất cân xứng thông tin là vì quyền lợi của mọi người. Cũng như vậy, thái độ sẵn lòng cáo bạch thông tin của người vay, đồng ý với các điều khoản cam kết, và cho phép người vay giám sát, là một tín hiệu cho thấy ý định tốt cũng như sự tự tin của người vay vào triển vọng của họ.

Vai trò của các ngân hàng

Giám sát thường là một quá trình hết sức tốn kém mà các cá nhân khó lòng tự mình thực hiện. Do đó, lẽ tự nhiên sẽ ra đời các tổ chức tài chính nhằm thực hiện vai trò này đại diện cho nhiều người cung ứng vốn. Một tài liệu có ảnh hưởng sâu xa trong kinh tế học tài chính đã hình dung ra một “trạng thái bản nhiên” (“state of nature”) trong đó các nhà đầu tư kết hợp lại với nhau và thành lập các ngân hàng để làm “các đại biểu giám sát” cho các hoạt động đầu tư của họ.¹¹

¹¹ Diamond (1984).

Quả thật, chúng ta từng thấy công cuộc tư nhân hoá của các nước Trung và Đông Âu mà các tổ chức tài chính đã ra đời một cách tự phát nhằm đảm nhận vai trò này, bất luận là ngân hàng hay trong một số trường hợp là các quỹ tương hỗ. Tuy nhiên, chúng ta cũng thấy rằng các trung gian tài chính cũng có thể có hành vi sai trái, bất kể họ là các ngân hàng (ở Nga) hay các quỹ đầu tư (ở Cộng hoà Séc). Vì thế, các tổ chức tài chính giải quyết vấn đề giám sát ở một mức độ, nhưng họ cũng tạo ra một vấn đề mới: làm thế nào để giám sát các tổ chức giám sát.

Các ngân hàng thống lĩnh các thị trường tài chính mới nổi vì trong bối cảnh thông tin không hoàn hảo, ngân hàng cũng hết sức phù hợp để thực hiện cả hai chức năng sàng lọc và giám sát. Ngân hàng thực hiện việc sàng lọc thông qua đầu tư vào thông tin. Nhân viên ngân hàng phụ trách hoạt động cho vay có thể liên hệ với nhiều công ty, tìm hiểu những thông tin riêng về công việc kinh doanh và triển vọng của họ, và ra quyết định dựa vào bản chất và chất lượng của những thông tin riêng đó. Những người vay cần vốn nói chung sẵn sàng cung cấp những thông tin riêng này để có thể nhận được khoản vay.

Khi các ngân hàng chấp nhận một người vay và đồng ý cho vay, họ thiết lập một mối quan hệ liên tục biểu thị qua việc thu thập thông tin thường xuyên. Sau đó, ngân hàng sẽ là người giám sát tự nhiên đối với các doanh nghiệp đang xem xét, sử dụng chính những nhân viên cho vay đó, và có thể giúp công ty vượt qua những thời kỳ khó khăn mà công ty có thể gặp phải, cho dù luôn luôn sẵn sàng thu hồi lại khoản vay nếu họ mất niềm tin vào khả năng hay sự sẵn lòng chi trả các nghĩa vụ nợ của công ty. Ngân hàng thu hồi chi phí sàng lọc người vay, chi phí giám sát và cưỡng chế thi hành hợp đồng thông qua tính lãi suất và phí ngân hàng để bù đắp cho những chi phí này, ngoài chi phí lãi suất mà ngân hàng trả cho nguồn tiền riêng của họ và phí đền bù rủi ro của khoản vay.

Trong những năm gần đây, các ngân hàng đã vươn lên như những nhà đầu tư cổ phiếu, cả trên các thị trường phát triển và các thị trường tài chính mới nổi. Do tình trạng thiếu vốn sở hữu trên các thị trường tài chính mới nổi, vai trò của họ ở đây đặc biệt quan trọng. Nếu những công ty tăng trưởng nhanh buộc phải dựa hoàn toàn vào nợ để phục vụ các nhu cầu tài chính bên ngoài, nguồn vốn sở hữu duy nhất sẽ là thu nhập giữ lại. Trong trường hợp đó, khả năng thu hút nguồn tiền bên ngoài của công ty sẽ bị ràng buộc bởi tỷ lệ đòn bẩy tài chính tối đa có thể đạt được (năng lực vay nợ) và bởi mức tăng trưởng của thu nhập giữ lại. Sự tăng trưởng nguồn vốn sở hữu tư nhân gần đây tại các thị trường tài chính mới nổi cho thấy rằng – bất chấp những thách thức khủng khiếp mà các nhà đầu tư vốn sở hữu bên ngoài ở các thị trường tài chính mới nổi phải đương đầu – có những lợi ích đáng kể xuất phát từ khả năng thu hút vốn sở hữu tư nhân. Trong thảo luận của chúng ta dưới đây về các nhà đầu tư có tổ chức, chúng ta sẽ xem xét các yếu tố có thể tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển các thị trường cổ phiếu đại chúng và tư nhân.¹²

¹² Xem phần thảo luận về hệ thống quyền đòi nợ của các ngân hàng Nhật Bản đối với vốn sở hữu và nợ tại các công ty – mà gần đây đã phát triển trong các lĩnh vực quan trọng – trong ấn bản của Hoshi, Kashyap, và Scharfstein (1990), Aoki và Patrick (1994), và Hoshi và Patrick (2000). Cách tiếp cận của người Đức có phần nào hơi khác so với một hệ thống sở hữu trực tiếp của ngân hàng đối với vốn sở hữu (như ở Nhật Bản). Trong quá khứ (trước Chiến tranh Thế giới I), các ngân hàng Đức bảo lãnh phát hành những số lượng lớn vốn sở hữu của các công ty khách hàng của họ, mà họ đánh giá là những khách hàng tin cậy. Như vậy, cho dù ngân hàng không phải là những cổ đông lớn một cách trực tiếp, nhưng họ duy trì một phần đóng góp lớn trong thành quả hoạt động của vốn sở hữu mà họ bảo lãnh phát hành thông qua vai trò của họ như những nhà quản lý tài khoản uỷ thác. Hệ thống quản trị nội bộ công ty như thế được duy trì trong thời kỳ sau Chiến tranh Thế giới II, cho dù việc chào bán vốn sở hữu hiếm hoi hơn nhiều so với thời kỳ trước Chiến tranh Thế giới I (tìm đọc ấn bản của Calomiris 1995).

Các ngân hàng đóng vai trò quan trọng của các chuyên gia xử lý thông tin và cưỡng chế thi hành hợp đồng, và vai trò đó được củng cố trong chừng mực mà họ có thể sử dụng lại các thông tin một cách hiệu quả, xây dựng các mối quan hệ lâu dài, và sử dụng một cách kết hợp giữa tài trợ bằng nợ và bằng vốn sở hữu tùy theo tình huống.

Đây chính là khung tiêu chuẩn giúp chúng ta giải thích tại sao các ngân hàng tồn tại, cách thức họ cơ cấu các hợp đồng ký kết với người vay, và tại sao có những giới hạn đối với khả năng giải quyết vấn đề thông tin bất cân xứng của ngân hàng trên thị trường cho vay. Tuy nhiên, cho đến giờ, phần tóm tắt của chúng ta về vai trò của ngân hàng chưa xem xét đến vấn đề bất cân xứng thông tin về phía bên kia của thị trường: Làm thế nào những người tiết kiệm có thể tin tưởng gửi tiền của họ vào ngân hàng nếu danh mục đầu tư của ngân hàng dựa vào những dự án đầu tư mà chỉ ngân hàng có thông tin riêng, và do đó, những người gửi tiền không thể dễ dàng xác nhận chất lượng của những thông tin đó? Làm thế nào người gửi tiền có thể chọn lựa giữa các ngân hàng, và điều gì ngăn không cho các ngân hàng chiếm đoạt tiền gửi?

Đây không phải là một vấn đề tầm thường. Chúng ta đã thấy rằng trên nhiều thị trường tài chính mới nổi, việc tự do hoá đã dẫn đến những ngân hàng lừa đảo hay những ngân hàng mà danh mục đầu tư của họ chủ yếu bao gồm những công ty mà chính những người chủ ngân hàng có quyền lợi trong đó, chứ không phải những công ty có khả năng trả nợ tốt nhất. Cần phải có những cơ chế bảo vệ người gửi tiền trước hành vi sai trái của những ngân hàng am hiểu thông tin hơn họ.

Khi xem xét những cơ chế giúp hạn chế những động cơ khiến các ngân hàng hành động sai trái, điều quan trọng là cần phân biệt giữa giám sát và kiểm soát dựa vào thị trường so với giám sát và kiểm soát bằng luật lệ. *Trật tự kỷ cương dựa vào thị trường* có nghĩa là dựa vào những người cung ứng vốn cho ngân hàng, chủ yếu là người gửi tiền. Lẽ dĩ nhiên, những người gửi tiền cá nhân riêng lẻ thì ít có khả năng giám sát các ngân hàng. Nhưng một số người gửi tiền là những tổ chức lớn, có tổ chức và am hiểu thông tin; một số trong đó là những ngân hàng khác. Những người gửi tiền lớn như thế sẽ thực hiện công việc tìm hiểu xem điều gì đang xảy ra trong nền kinh tế và tác động đến các sự kiện nếu có thể. Họ có thể ý thức được những vấn đề đang xảy ra ở các ngân hàng.

Một ngân hàng sẽ gặp khó khăn khi một số lớn người vay không thể thực hiện được nghĩa vụ trả nợ. Thường thì ngân hàng có thể giải quyết được vấn đề bằng cách cung ứng những khoản vay mới cho những khách hàng đang khó khăn để họ tránh né tình trạng vỡ nợ tức thời. Nhưng nếu vấn đề không chỉ là nhất thời, chẳng chóng thì chầy ngân hàng sẽ phải lo lắng về những khoản thiệt hại nợ vay đáng kể. Nếu những khoản thua lỗ tiềm năng đủ lớn, chúng có thể quét sạch vốn sở hữu của ngân hàng, để lại những nghĩa vụ nợ của chính ngân hàng (chủ yếu là tiền gửi) vượt quá giá trị thực của tài sản. Điều này ngụ ý rằng những người gửi tiền sẽ không nhận lại được toàn bộ tiền gửi của họ. Khi những lời đồn thổi kiểu này bắt đầu lan truyền, những người gửi tiền lớn và am hiểu thông tin sẽ nhanh chóng rút tiền ra. Những người gửi tiền nhỏ hơn thường nổi gót theo sau, cũng muốn đòi lại tiền của mình. Tình trạng rút tiền ồ ạt ở ngân hàng như thế có thể nhanh chóng rút kiệt những tài sản thanh khoản của ngân hàng và dẫn đến sự kết liễu. Hiện tượng rút tiền ồ ạt là một ví dụ minh họa mạnh mẽ cho tính tàn nhẫn của thị trường tài chính trong việc đánh lấy sự kiểm soát nguồn tiền từ bất kỳ người sử dụng nào mà xem ra đang phá huỷ giá trị.

Nỗi e sợ tình trạng rút tiền ồ ạt có xu hướng ngăn các ngân hàng không dám chấp nhận rủi ro thái quá, và đây chính là mấu chốt của trật tự kỷ cương (discipline) dựa vào thị trường. Nói một cách cụ thể, bản chất ngắn hạn của tiền gửi ngân hàng làm cho hiện tượng rút tiền ồ ạt trở thành một khả năng có thể xảy ra bất cứ lúc nào. Điều này thôi thúc các ngân hàng phải hoạt động một cách thận trọng, qua đó khắc phục được nỗi lo lắng của người gửi tiền về thông tin không đầy đủ.

Quả thật, người ta có thể lập luận rằng cơ cấu nghĩa vụ nợ của các ngân hàng được thiết kế chủ yếu như một phương tiện để mang lại trật tự kỷ cương cho các ngân hàng, mà điều này có lợi cho tất cả những người gửi tiền thông qua kiểm chế hành vi của ngân hàng. Trong khi rõ ràng đúng là có những cách giải thích khác cho cơ cấu nghĩa vụ nợ của ngân hàng xoay quanh nhu cầu thanh khoản và vai trò của các quyền đòi nợ của ngân hàng như một phương tiện thanh toán, điều quan trọng cần lưu ý là những trung gian tài chính khác tương tự như ngân hàng (ví dụ như các công ty tài chính, mà nghĩa vụ nợ của họ không được sử dụng như một phương tiện thanh toán) cũng tài trợ cho chính họ chủ yếu bằng nghĩa vụ nợ ngắn hạn, chủ yếu là thương phiếu.¹³

Tuy nhiên, một nhược điểm của trật tự kỷ cương dựa vào thị trường là những người gửi tiền ngày thơ không am hiểu thông tin có thể bị mất tiền khi các ngân hàng thất bại. Trước khi bảo hiểm tiền gửi được thành lập ở Hoa Kỳ, những người gửi tiền khôn khổ gánh chịu rủi ro thiệt hại tiền gửi của họ và phải đợi cho đến khi tài sản của ngân hàng được thanh lý để hoàn trả lại toàn bộ hay một phần. Nhưng mức thiệt hại bình quân thì nhỏ so với mức thiệt hại của các chủ nợ của công ty trong lịch sử hay so với những thua lỗ mà ta nhận thấy trong những vụ thất bại của ngân hàng ngày nay. Từ cuộc nội chiến ở Hoa Kỳ cho đến thời Đại khủng hoảng, tỷ lệ thất bại của ngân hàng và của các công ty phi ngân hàng cũng tương tự như nhau, nhưng giá trị thiệt hại của các ngân hàng thất bại bình quân vào khoảng 10 phần trăm trong khi thiệt hại của các công ty thất bại bình quân khoảng 90 phần trăm.¹⁴ Việc rút tiền một cách nhanh chóng làm các ngân hàng phá sản trước khi tình trạng thua lỗ có thể tiếp diễn hay các chiến lược phục hưng được thử nghiệm.

Vì hiện tượng rút tiền ồ ạt là một viễn cảnh đầy lo sợ đối với cả người gửi tiền lẫn ngân hàng, cho nên chính phủ các nước công nghiệp cũng như các nước đang phát triển gần như hết thảy đều quyết định phải bảo hiểm một phần hay toàn bộ tiền gửi ngân hàng trong thời đại ngày nay. Có lẽ quan trọng hơn nữa đối với lịch sử chính sách mạng lưới an toàn của chính phủ là áp lực mà các ngân hàng đặt ra cho sự bảo vệ của chính phủ. Ứng với vai trò có ảnh hưởng rộng rãi của các ngân hàng, đặc biệt tại các thị trường tài chính mới nổi, việc để cho các ngân hàng bị thất bại có thể rất khó khăn về mặt chính trị. Như nhận thấy ở Chile vào năm 1982, ngay cả khi chính phủ không chính thức công bố việc bảo hiểm tiền gửi, họ cũng có thể buộc phải thực hiện việc bảo hiểm khi cuộc khủng hoảng đủ lớn. Bảo hiểm tiền gửi làm giảm động cơ buộc người gửi tiền phải giám sát và kiểm soát hành vi của ngân hàng. Điều này có nghĩa là chính phủ phải đứng ra đảm nhận vai trò đó.

¹³ Tìm đọc lý thuyết trong tài liệu của Calomiris và Kahn (1991). Tìm đọc bằng chứng thực nghiệm về kỷ cương thị trường trong lịch sử trong tài liệu của Calomiris và Masdon (1997) và Calomiris và Wilson (1998). Tìm đọc những bằng chứng thực nghiệm ngày nay trong tài liệu của Berger, Davies, và Flannery (1998), Flannery (1998), Jagtiani, Kaufman và Lemieux (1999), Morgan và Stiroh (1999), và Peria và Schmukler (1998).

¹⁴ Kaufman (1994).

Trật tự kỷ cương bằng luật lệ có nghĩa là bản thân chính phủ phải sàng lọc và giám sát rủi ro ngân hàng thông qua các thủ tục cấp phép, qui định về vốn, và nhiều qui định thận trọng khác, và chính phủ giám sát ngân hàng thông qua các đợt thẩm tra định kỳ của các quan chức chính phủ. Đáng tiếc thay, như chúng ta sẽ thấy chi tiết hơn trong chương 7 và 8, qui định ngân hàng thường chỉ là một thứ thay thế tệ hại cho kỷ cương thị trường. Các tổ chức giám sát và điều tiết ngân hàng thường thiếu năng lực và thiếu động cơ khuyến khích họ phản ứng trước sự yếu kém của ngân hàng với sự nhanh nhẹn và đáng tin cậy của những người tham gia thị trường. Họ thường thông cảm với các ngân hàng một cách thái quá và cố gắng tránh sự đổ đầu bằng cách thích ứng với hoàn cảnh. Kết quả là không có hiện tượng rút tiền ồ ạt nữa, nhưng tổng chi phí của sự thất bại của ngân hàng lại cao hơn nhiều so với trong quá khứ.

Một phương pháp gần đây về qui định vốn ngân hàng hướng tới giải quyết những thiếu sót của qui định vốn ngân hàng thông qua đưa yếu tố kỷ cương thị trường vào qui trình luật pháp. Về bản chất, ý tưởng chính là tạo ra một lớp nhà đầu tư có tổ chức làm công việc giám sát ngân hàng. Các ngân hàng sẽ được yêu cầu phải phát hành một lượng *nợ thứ cấp* (subordinated debt - một hình thức nợ được đánh dấu riêng là kém ưu tiên chi trả hơn so với tiền gửi và hoàn toàn không được chính phủ bảo vệ) cho các nhà đầu tư có tổ chức, có thể là với một mức trần lãi suất nhằm bảo đảm rủi ro đủ thấp đối với ngân hàng. Các nhà đầu tư có tổ chức khi đó sẽ thực hiện vai trò giám sát đại diện cho cơ quan giám sát của chính phủ, và họ sẽ được đền bù cho vai trò này thông qua lãi suất.¹⁵ Các cơ quan giám sát của chính phủ nhờ vậy có thể yêu cầu các ngân hàng phải đáp ứng các tiêu chuẩn thị trường đối với việc quản lý rủi ro, và sử dụng tín hiệu thị trường về rủi ro của ngân hàng (chênh lệch lãi suất quan sát được) như một công cụ luật pháp để nhận diện những ngân hàng yếu kém. Argentina đã áp dụng qui định về nợ thứ cấp như vậy, bắt đầu có hiệu lực từ năm 1998. Một cách đúng đắn, ta nên hiểu rằng nợ thứ cấp không phải là thay thế cho sự giám sát của chính phủ – thật vậy, nó phụ thuộc vào sự cưỡng chế thi hành theo pháp luật về qui định nợ thứ cấp để trở nên có hiệu lực – mà đúng hơn, đó là một nguồn giám sát và thông tin bổ sung.

Các nhà đầu tư có tổ chức

Khi các thị trường tài chính phát triển, các ngân hàng có xu hướng đóng một vai trò nhỏ bé hơn và thị trường chứng khoán trở nên ngày càng quan trọng. Sự tăng trưởng của thị trường chứng khoán thúc đẩy sự phát triển của các *nhà đầu tư có tổ chức* (hay các tổ chức đầu tư) để thực hiện chức năng sàng lọc và giám sát đại diện cho các khách hàng cá nhân của họ ít am hiểu thông tin hơn. Những nhà đầu tư có tổ chức này bao gồm các công ty bảo hiểm, các quỹ hưu bổng, các quỹ tương hỗ, và ngày càng tăng trong những năm gần đây là các quỹ tư nhân (private equity funds). Mặc dù các tổ chức này thường đầu tư vào các *thỏa thuận phát hành tư nhân* (private placements - hay thỏa thuận phát hành riêng, nghĩa là những chứng khoán không được mua bán rộng rãi cho công chúng), ngay cả hoạt động này cũng phụ thuộc vào sự hiện diện của một thị trường năng động của các chứng khoán đại chúng để làm chuẩn mực cho giá cả và các điều khoản.

Vai trò của các tổ chức tài chính có thể được nhìn nhận trên cả thị trường sơ cấp, nơi các nhà bảo lãnh phát hành chào bán cổ phiếu lần đầu, cũng như trên thị trường thứ cấp, nơi cổ phiếu được mua bán trên cơ sở liên tục. Trên thị trường thứ cấp, việc giao dịch năng động của những người tham gia đầu tư khối lượng lớn giúp gia tăng tính thanh khoản của thị trường.

¹⁵ Calomiris (1997).

Trên các thị trường cổ phiếu sơ cấp, các nhà đầu tư có tổ chức thậm chí còn quan trọng hơn trong việc giảm chi phí tiếp thị quảng bá chứng khoán:

Những tổ chức này, mà trước hết giúp khơi dậy sự háo hức đối với cổ phiếu thường, sau đó thu hút sự chú ý của công chúng đối với những cổ phiếu “tăng trưởng” và tạo ra sự ưa chuộng đối với những thành quả tức thời. Đổi mới và đầy sáng tạo, các nhà quản lý tiền của các tổ chức dám mạo hiểm tham gia trong những lĩnh vực mà những nhà đầu tư già nua hơn và thận trọng hơn ngần ngại bước vào, chiếm giữ vị thế đầu tư vào cổ phiếu của những công ty mới phát hành lần đầu, thiết lập quỹ tự bảo hiểm rủi ro, sáng chế ra các loại chứng khoán mới.¹⁶

Ảnh hưởng của các nhà đầu tư có tổ chức đối với mức phí và mức chênh lệch giá mà các ngân hàng đầu tư thu từ các công ty chào bán cổ phiếu – cho ta một số đo sơ bộ về những chi phí mà các công ty phải trả cho các ngân hàng đầu tư để giúp họ khắc phục vấn đề chọn lựa bất lợi khi chào bán cổ phiếu cho người ngoài – có thể được đo lường khái quát bằng cách so sánh mức chênh lệch giá công ty phải trả trước khi các nhà đầu tư có tổ chức trở thành những người tham gia quan trọng trên thị trường cổ phiếu (năm 1950) và mức chênh lệch bảo lãnh phát hành họ phải trả sau khi các nhà đầu tư tổ chức này đã trở nên hết sức năng động trên thị trường cổ phiếu (vào cuối thập niên 60). Một nghiên cứu đã phát hiện rằng, sau khi kiểm soát những đặc điểm khác ảnh hưởng đến chi phí phát hành vốn sở hữu, chi phí bảo lãnh phát hành đối với những công ty nhỏ, mới phát hành lần đầu giảm từ khoảng 15 phần trăm giá trị chào bán chỉ còn 9 phần trăm giá trị chào bán.¹⁷

Diễn tiến phát triển song hành giữa tỷ trọng tài sản tài chính của các nhà đầu tư có tổ chức tăng dần và chi phí huy động vốn sở hữu giảm dần trên các thị trường đại chúng vẫn tiếp tục trong ba thập niên vừa qua, và trải dài từ Hoa Kỳ sang các quốc gia khác. Các nhà đầu tư có tổ chức, đặc biệt là các quỹ hưu bổng, cũng đã trở nên quan trọng trong việc thúc đẩy sự tăng trưởng của các thị trường cổ phiếu tư nhân, vì các quỹ hưu bổng thường nằm trong số những nhà đầu tư lớn nhất vào các thị trường này. Tại các thị trường tài chính mới nổi như Chile – nước dẫn đầu trong việc tư nhân hoá hệ thống hưu bổng trong thập niên 80 và 90 – việc thành lập một lớp nhà đầu tư có tổ chức mới, có qui mô lớn, đã mở ra những cơ hội mới cho các công ty địa phương được tiếp cận các thị trường nợ và vốn sở hữu đại chúng. Chúng ta sẽ xem xét kinh nghiệm của Chile và các thị trường tài chính mới nổi khác với việc tư nhân hoá hệ thống hưu bổng, và ảnh hưởng của nó đối với các thị trường chứng khoán trong chương 9.

Có ba lý do khiến các nhà đầu tư có tổ chức trở nên quan trọng như vậy trong việc thúc đẩy hoạt động huy động vốn sở hữu tư nhân, giảm chi phí chào bán vốn sở hữu đại chúng, và nhờ vậy mở rộng sự tiếp cận với các thị trường này. Trước tiên, vì các nhà đầu tư có tổ chức mua với số lượng lớn, nên họ tiết kiệm được trên chi phí bán. Trước khi các ngân hàng đầu tư có thể bán với khối lượng lớn cho các tổ chức đầu tư, họ phải bán toàn bộ cổ phiếu trên thị trường bán lẻ. Điều này liên quan đến việc truyền thông với các nhà đầu tư thông qua những mạng lưới khổng lồ, nhiều lớp và phân quyền gồm các nhà giao dịch và môi giới chứng khoán. Chẳng khó gì để nhận ra lý do tại sao chi phí truyền đạt thông tin một cách đáng tin cậy sẽ thấp hơn khi một tỷ lệ lớn cổ phiếu được bán sỉ cho các nhà đầu tư lớn.

¹⁶ Friend, Blum và Crockett (1970). Tìm đọc tổng quan về sự phát triển song hành của thị trường cổ phiếu và các nhà đầu tư có tổ chức mới trong thập niên 60 trong tài liệu của Ủy ban Chứng khoán và Thị trường (1971), Friend, Longstreet, Mendelson, Miller và Hess (1967) và Calomiris và Raff (1995).

¹⁷ Calomiris và Raff (1995), trang 147.

Thứ hai, các nhà đầu tư có tổ chức duy trì sự tiếp xúc với các ngân hàng đầu tư qua nhiều đợt phát hành liên tiếp. Như vậy, những tổ chức này có thể làm việc với nhau trong một doanh vụ bất kỳ, biết rằng phía bên kia sẽ có lợi khi giữ gìn tiếng thơm là thật thà và lương thiện. Các mô hình chuyển giao thông tin trên các thị trường này đã lập luận rằng tốt nhất là nên xem các nhà đầu tư có tổ chức và các ngân hàng đầu tư như những người làm việc cùng với nhau, chia sẻ thông tin trước khi chứng khoán được đưa ra thị trường để cải thiện tính chính xác trong việc định giá và hạ thấp rủi ro không bán được chứng khoán trên thị trường.¹⁸ Việc tham gia của các nhà đầu tư có tổ chức vào một doanh nghiệp nhất định cũng có tính liên tục. Các nhà đầu tư quỹ hưu bổng ngày nay có thể đầu tư vào một công ty từ lúc mới ra đời cho đến khi kết thúc – có quyền lợi sở hữu trong quỹ vốn sở hữu tư nhân mà tài trợ cho công ty và cũng mua cổ phần của đợt chào bán cổ phiếu lần đầu cho công chúng và các đợt chào bán vốn sở hữu tiếp theo.

Thứ ba, qui mô lớn của cổ phiếu do các nhà đầu tư có tổ chức nắm giữ cũng cho phép họ đóng một vai trò mới trong việc quản trị nội bộ công ty. Những quỹ hưu bổng lớn (ví dụ như quỹ của người lao động bang California) đôi khi đảm nhận một vai trò tích cực trong việc phê bình ban giám đốc và ảnh hưởng đến các chính sách của những công ty mà họ đầu tư. Khả năng tập trung những mảng lớn vốn sở hữu của một công ty vào tay một vài nhà đầu tư có tổ chức lớn giúp bảo vệ người mua trước sự lạm dụng của ban giám đốc *sau khi sự việc xảy ra*, điều này cũng làm cho việc chào bán vốn sở hữu trở nên hấp dẫn hơn.

Quản trị nội bộ công ty (corporate governance)¹⁹

Nhu cầu giám sát ban giám đốc công ty đặt ra những vấn đề lớn về sự quản trị nội bộ công ty một cách thỏa đáng: Ai kiểm soát hành vi của các doanh nghiệp, và cho mục đích gì? Đây là một vấn đề sâu sắc và cơ bản ở mọi quốc gia công nghiệp cũng như đang phát triển. Nhưng nó có tầm quan trọng lớn lao tại các thị trường tài chính mới nổi vì nhiều nhà quan sát nhận thấy có mối liên hệ giữa quản trị nội bộ công ty yếu kém và sự thua lỗ lớn của ngân hàng. Cụ thể như cuộc khủng hoảng tài chính năm 1997-1998 xem ra đã bộc lộ những dự án đầu tư tệ hại của các công ty (đầu tư quá nhiều ứng với một mức sinh lợi quá thấp), mà điều đó lại có thể phản ánh những điểm yếu kém trong việc quản trị nội bộ công ty trên khắp Đông Á.

Các tập đoàn kinh doanh và tập đoàn công ty

Một vấn đề trung tâm xuyên suốt mọi phương pháp quản lý giám sát công ty là khoảng cách kiểm soát thích hợp: Có phải cách tổ chức doanh nghiệp tốt nhất là gộp các doanh nghiệp thành một gia đình dưới sự kiểm soát chung, thường là thông qua một công ty cổ phần mẹ, hay tốt hơn từng hoạt động kinh doanh nên được tổ chức thành từng công ty riêng biệt, độc lập? Tại các nền kinh tế phát triển và đang phát triển trên khắp thế giới, người ta tìm thấy nhiều ví dụ về việc tổ chức thành tập đoàn. Điều này mang lại những lợi ích gì? Dưới đây liệt kê một vài triển vọng lợi ích:

1. **Sự thỏa mãn cá nhân.** Một số người có cái tôi lớn và đạt được sự thỏa mãn to lớn khi xây dựng được một đế chế. Các ví dụ về việc xây dựng đế chế bởi một tính cách mạnh mẽ tràn ngập ở cả thế giới phát triển và thế giới đang phát triển. Trong chừng mực mà

¹⁸ Ví dụ, tìm đọc tài liệu của Beatty và Ritter (1986), Benveniste và Spindt (1989), và Benveniste và Wilhelm (1990).

¹⁹ Trong một số trường hợp được dịch là “quản lý, giám sát công ty”. (ghi chú của người hiệu đính.)

những cá nhân như vậy có thể điều khiển đủ nguồn lực để hỗ trợ cho những kế hoạch to tát của họ, sự hài lòng cá nhân có thể là một áp lực quan trọng trong việc xây dựng các tập đoàn công ty.

2. **Thế lực chính trị.** Bất kể nơi nào có sự áp chế tài chính, những ưu tiên về vốn và chính trị sẽ được chính phủ phân bổ với một mức độ nào đó. Trong bối cảnh như vậy, những người tham gia thị trường lớn nhất có thể có quyền đòi nợ mạnh nhất, và việc kết hợp các công ty thành tập đoàn có thể tối đa hoá quyền đòi nợ của họ thông qua gia tăng thế lực chính trị.²⁰
3. **Tung hỏa mù.** Cơ cấu tập đoàn thường rất phức tạp và khó hiểu. Việc thanh toán giữa các công ty có thể khá khác biệt so với việc thanh toán nội bộ tập đoàn. Điều này có thể phù hợp với mong muốn của chủ sở hữu, có thể muốn tránh cáo bạch thông tin, tối thiểu hoá tiền thuế phải đóng, và giám sát bên ngoài.
4. **Đa dạng hoá.** Các tập đoàn công ty thường được biện minh như một hình thức đa dạng hoá. Ai cũng biết những lợi ích về mặt giảm chi phí nhờ đa dạng hoá, cho dù điều đó thường được thực hiện ở cấp độ nhà đầu tư hơn chứ không phải ở cấp độ công ty.
5. **Các thị trường vốn nội bộ.** Liên quan đến đa dạng hoá là sự thuận tiện khi có một số công ty nội bộ hoạt động có lãi, mà ngân lưu tự do của những công ty ấy có thể cung ứng vốn cho những hoạt động kinh doanh khác, những hoạt động hứa hẹn tràn trề hy vọng. Nếu những công ty liên quan với nhau am hiểu thông tin của nhau nhiều hơn so với người ngoài, thì việc thành lập các thị trường vốn nội bộ có thể là một phương tiện khắc phục chi phí huy động vốn bên ngoài liên quan đến thông tin bất cân xứng. Mặt khác, các thị trường vốn nội bộ có thể được sử dụng để tài trợ cho những dự án không hiệu quả mà ban giám đốc ưa thích, mà bằng không thật khó lòng huy động vốn được. Dưới đây chúng ta sẽ xem xét hai khía cạnh tích cực và tiêu cực của các thị trường vốn nội bộ.

Ở Hoa Kỳ và ở châu Âu với mức độ ít hơn, các tập đoàn công ty rất được ưa chuộng trong thập niên 60, nhưng mang nhiều tai tiếng trong những năm 70 và 80. Sự hâm mộ thoạt đầu bắt nguồn từ sự bùng nổ các vụ sáp nhập trong những năm sôi nổi 1964-1969. Trong thời kỳ này, nhiều công ty cổ phần mẹ thực hiện hơn chục (trong một số trường hợp lên đến hàng trăm) vụ tiếp quản công ty thông qua việc mua lại cổ phiếu chi phối (stock-for-stock acquisition)²¹, xác nhận “tính hiệp lực” từ hoạt động này. Các công ty cổ phần mẹ chủ yếu là các trung tâm tài chính chứ không phải là trung tâm kiểm soát hoạt động, buộc mỗi công ty con có trách nhiệm thực hiện theo kế hoạch, và “quản lý bằng loại trừ” khi một số công ty con không thực hiện được kế hoạch.

Tuy nhiên, đến thập niên 70, người ta bắt đầu nhận thấy rõ ràng là nhiều công ty như vậy hoạt động yếu kém. Kết quả hoạt động trung bình của những công ty nằm trong cơ cấu tập đoàn thấp hơn so với thành quả hoạt động của những công ty tương tự không thuộc một tập đoàn nào cả, và giá trị cổ phiếu của tập đoàn thấp hơn so với tổng giá trị ước lượng của các công ty thành viên tập đoàn nếu tính riêng lẻ. Điều này trở nên đặc biệt rõ ràng khi quá trình

²⁰ Tìm đọc bằng chứng về tầm quan trọng kinh tế của ảnh hưởng này ở Indonesia trong tài liệu của Fisman (1998).

²¹ Ghi chú của người hiệu đính: Có ba hình thức tái cấu trúc công ty chính: Loại A là sáp nhập (merger), loại B là mua lại cổ phiếu chi phối (stock-for-stock acquisition), còn loại C là mua lại tài sản (stock-for-assets acquisition).

tiếp quản và gạt bỏ các công ty làm cho những tập đoàn không hiệu quả bị tháo gỡ vào thập niên 80.²²

Các nghiên cứu học thuật đã đề xuất hai lý do giải thích vì sao các tập đoàn có xu hướng không hiệu quả. Trước tiên và rõ ràng nhất là vấn đề năng lực: Ban giám đốc công ty mẹ thật khó mà có đủ năng lực trong hàng tá dòng hoạt động kinh doanh khác nhau để chỉ đạo hoạt động của các công ty con. Vì thế, ban giám đốc thường chỉ hoạt động một cách đối phó, cố gắng kiểm soát các vấn đề sau khi nó đã xảy ra, chứ không phải đón trước những vấn đề khả dĩ bằng những chiến lược chu đáo. Nói vắn tắt, công ty mẹ gặp khó khăn trong việc gia tăng giá trị cho các công ty con. Bây giờ người ta đã thừa nhận sự khôn ngoan về mặt quản lý là: các công ty không nên cố gắng vượt trội trong mọi lĩnh vực, mà nên nhận diện và xây dựng một khả năng cốt lõi mà thôi.

Lý do thứ hai, cho dù kém rõ rệt hơn, có lẽ thậm chí còn quan trọng hơn vì nó cho thấy cách thức sự quản lý của công ty mẹ có thể thực sự làm xuống cấp thành quả hoạt động của các công ty con. Đây là một nhận định về mặt tài chính: Công ty mẹ hành động như một kiểu ngân hàng, thu giữ tiền mặt dư thừa từ một số công ty con và cung ứng tiền mặt cho những công ty con khác. Như đã lưu ý trên đây, việc dựa vào thị trường tài chính nội bộ này là thật là tiện lợi cho các nhà quản lý công ty mẹ.

Bản chất của thị trường vốn nội bộ là thường xuyên rút tiền từ những công ty tạo ra tiền và chuyển sang cho những công ty con cần tiền. Điều này đôi khi được biện minh là việc vắt sữa từ những con bò sữa để nuôi dưỡng những “ngôi sao” tương lai (một cách sử dụng hiệu quả thị trường vốn nội bộ để giảm nhẹ chi phí huy động vốn bên ngoài cho các “ngôi sao”). Thế nhưng không phải đương nhiên là nguồn vốn nội bộ luôn được sử dụng để thúc đẩy việc tái phân phối tiền một cách hiệu quả. Giá trị tài chính bằng giá trị hiện tại chiết khấu của ngân lưu; vì thế cái gọi là những con bò có thể nằm trong những công ty con đáng giá nhất trong khi những thứ tương là ngôi sao có thể lại là kẻ huỷ hoại giá trị. Các thị trường vốn nội bộ có thể dễ dàng dẫn đến huỷ diệt giá trị.

Quả thật, những người phê phán thị trường tài chính nội bộ lập luận rằng ban giám đốc tập đoàn thường thực hiện các quyết định phân bổ vốn mang tính chất chính trị hơn là tài chính. Người ta có thể lập luận, xu hướng đó tồn tại cố hữu trong bản chất con người. Gần như tất cả mọi người đều có một xu hướng tự nhiên là trợ giúp cho những người đang vật lộn với khó khăn; làm khác đi xem ra thật là tàn nhẫn. Điều này cũng bộc lộ rõ rệt trong các mục tiêu xã hội của chính phủ, là đánh thuế những người giàu để hỗ trợ người nghèo. Nhưng đây không phải là hành vi của các thị trường tài chính bên ngoài, vốn có xu hướng nhẫn tâm và theo học thuyết Darwin. Thật vậy, các thị trường vốn bên ngoài thường từ chối cấp vốn cho những công ty chật vật và vung phí tiền bạc vào những công ty có triển vọng tốt nhất.

Sự nhẫn tâm của các thị trường vốn là lý do tại sao chúng mang lại sự ngờ vực sâu sắc giữa nhiều người, trên hết là tại các thị trường tài chính mới nổi. Tuy nhiên, sự nhẫn tâm rõ rệt này lại là hệ quả đơn giản của việc tối đa hoá giá trị doanh nghiệp. Những người phê phán thị trường vốn nội bộ lập luận rằng nếu chúng ta hỗ trợ việc tối đa hoá giá trị như mục tiêu của các

²² Những đóng góp quan trọng cho tư liệu nghiên cứu về thành quả hoạt động của tập đoàn bao gồm Auerbach (1988), Lang, Stulz, và Walking (1989), Mitchell và Lehn (1990), Shleifer và Vishny (1990), Servaes (1991), Healy, Palepu, và Ruback (1992), Kaplan và Weisbach (1992), và Lang và Stulz (1994). Tìm đọc một quan điểm không chính thống trong tư liệu của Maksimovic và Phillips (1999).

doanh nghiệp, thì chúng ta nên để cho các thị trường vốn bên ngoài thực hiện công việc của chúng và đừng cho phép hoạt động chính trị của các thị trường vốn nội bộ làm biến dạng việc phân bổ vốn.

Diễn đạt quan điểm này theo cách khác, mỗi doanh nghiệp riêng biệt tạo ra giá trị chỉ khi nào suất sinh lợi nội bộ của doanh nghiệp đó vượt quá chi phí sử dụng vốn, mà đây lại là một hàm số theo mức độ rủi ro của doanh nghiệp. Việc tạo ra giá trị được bảo đảm một cách hợp lý bằng một thị trường vốn bên ngoài, thị trường này cung ứng vốn cho từng công ty riêng biệt với một mức giá phản ánh rủi ro của công ty đó. Nhưng các thị trường vốn nội bộ có thể trợ cấp cho những công ty có rủi ro nhiều hơn. Đây cũng chính là sai lầm mà chính phủ các nước thường mắc phải khi họ can thiệp vào việc trợ cấp cho những ngành công nghiệp đang gặp khó khăn. Việc trợ cấp như thế thường dẫn đến sự phân bổ sai nguồn vốn, đặc biệt nếu cứ tiếp diễn trong một thời gian dài.

Lẽ dĩ nhiên, chẳng phải mọi tập đoàn đều lạm dụng các thị trường vốn nội bộ. Một số công ty sử dụng thị trường vốn nội bộ nhằm làm giảm chi phí tài trợ cho các “ngôi sao” mà nếu không, họ phải chịu chi phí cao của nguồn vốn bên ngoài. Một câu chuyện thành công nổi tiếng về thị trường vốn nội bộ là Công ty General Electric (GE), chẳng những là một trong những công ty có thành quả hoạt động tốt nhất ở Hoa Kỳ mà còn là một trong số ít những tập đoàn còn sống sót: tập đoàn này vẫn còn bao gồm khoảng 30 doanh nghiệp riêng biệt, ấy là đã ít hơn rất nhiều so với con số gần 500 doanh nghiệp thành viên vào đầu thập niên 80. Giám đốc điều hành của GE, ông Jack Welch lúc bấy giờ tuyên bố rằng ông chỉ hỗ trợ những công ty con nào chiếm vị trí số một hoặc số hai trong ngành kinh doanh của mình; tất cả những doanh nghiệp khác phải bị bán đi hoặc đóng cửa. Cho dù nguyên tắc này thật đơn giản và có vẻ thô lỗ, nó có tác dụng phân phối vốn đến những nơi có khả năng tạo ra giá trị và từ chối cấp vốn đến những nơi có nguy cơ phá hủy giá trị, dẫn đến hàng trăm vụ giải thể. Kết quả là những thành quả hoạt động đầy ấn tượng.

Hình thức tổ chức tập đoàn rất phổ biến trong thế giới đang phát triển. Tương đối ít có nghiên cứu về thành quả tương đối của các tập đoàn tại các quốc gia đang phát triển. Một nghiên cứu cho thấy rằng những tập đoàn như vậy đôi khi hoạt động tốt hơn những công ty độc lập trong cùng một quốc gia, một phần do những thiếu sót của hệ thống pháp lý, những thiếu sót của nguồn tài chính bên ngoài, và tình trạng không hiệu quả của các dịch vụ do chính phủ kiểm soát. Vì những điểm không hoàn hảo của thị trường vốn thường rất sâu sắc tại các thị trường vốn mới nổi, vai trò của thị trường vốn nội bộ tại những nước này có thể trở nên hữu ích trong việc giảm chi phí cho những công ty con làm ăn có lãi, mà bằng không họ phải chịu chi phí huy động vốn bên ngoài cao.

Nhưng vai trò của các tập đoàn công nghiệp tại các quốc gia đang phát triển có thể còn vượt xa hơn việc tạo ra những thị trường vốn nội bộ hữu ích. Các tập đoàn công nghiệp có thể được hình thành để giúp các công ty thu được những dịch vụ đáng tin cậy từ những công ty thành viên khác mà không phải lệ thuộc vào sự cưỡng chế thi hành luật pháp đối với các hợp đồng ký kết giữa các doanh nghiệp khác nhau hay lệ thuộc vào sự cung ứng của chính phủ cho những nhu cầu thiết yếu (như mạng lưới truyền thông và giao thông chẳng hạn). Nhìn từ góc độ này, qui mô lớn và sự đa dạng hoạt động của các tập đoàn kinh doanh phản ánh mong muốn tạo ra đủ qui mô và phạm vi lĩnh vực hoạt động để các thành viên tập đoàn có thể tránh được những thuộc tính tệ hại nhất của môi trường thể chế kinh tế và môi trường pháp lý nơi họ đang hoạt động thông qua tạo ra một nền kinh tế nhỏ của riêng họ. Đôi khi các tập đoàn tọa lạc tại

những vùng kém phát triển và xây dựng đường sá và các dịch vụ thiết yếu khác tại những vùng này, để họ thực sự duy trì được sự độc lập vật chất so với phần còn lại của nền kinh tế, giúp họ tận dụng lợi ích của các hoạt động đầu tư cơ sở hạ tầng.²³

Có những lý do khác khiến các tập đoàn có thể hoạt động tương đối tốt tại các nước đang phát triển. Các nước đang phát triển có nhiều cơ hội nhưng lại thiếu hụt tài năng quản lý; như vậy, những nhà sáng lập kinh doanh giỏi có thể cần phải mở rộng hoạt động trong nhiều doanh nghiệp mà bằng không những doanh nghiệp đó phải gánh chịu tình trạng thiếu kỹ năng quản lý. Hoặc là, các tập đoàn có thể hoạt động tốt hơn vì họ có những quan hệ chính trị mà làm lợi cho các công ty trong tập đoàn của họ.

Dù có những ưu điểm này, nhiều tập đoàn lớn tại các thị trường mới nổi cũng thể hiện những hoạt động khác thường cũng giống như các tập đoàn lớn tại các thị trường phát triển. Các *chaebols* của Hàn Quốc, các *grupos* của Mexico, và các tập đoàn ở Indonesia chẳng hạn, gần đây bị phê phán về thành quả hoạt động kém cỏi và về sự bảo hộ mà chính phủ dành cho những công ty không hiệu quả của họ. Một đặc điểm chung của hoạt động tư nhân hoá tại Trung và Đông Âu là sự xé nhỏ những tập đoàn doanh nghiệp nhà nước khổng lồ thành những đơn vị nhỏ hơn, dễ quản lý hơn. Cân đối lại, chúng ta tin rằng những cân nhắc về quản trị nội bộ sẽ đưa các quốc gia đang phát triển đến chỗ dần dần từ bỏ các hình thức tập đoàn, đặc biệt khi những cải tiến trong hệ thống pháp lý và các thị trường vốn, và sự cạnh tranh mới trong việc cung ứng các dịch vụ giao thông, truyền thông, và những dịch vụ khác sẽ làm giảm nhu cầu chính đáng về các tập đoàn.

Các mục tiêu của quản trị nội bộ công ty

Trong phần tiếp theo, chúng ta sẽ xem xét bốn mô hình quản trị nội bộ công ty, nhưng trước tiên, chúng ta sẽ xem thử một hệ thống quản trị nội bộ nên thỏa mãn những tiêu chí gì. Trước hết chúng ta phải quyết định xem *mục tiêu* chung của một doanh nghiệp tư nhân là gì, rồi chọn hệ thống quản trị nội bộ phù hợp nhất để đạt được mục tiêu đó. Nhưng mục tiêu thích hợp là gì? Trong chương 3, chúng ta đã lập luận rằng phúc lợi kinh tế dài hạn của các nước không chỉ phụ thuộc vào sự tăng trưởng GDP trên đầu người, mà còn phụ thuộc vào sự tăng trưởng hiệu quả, hay sự tăng trưởng tạo ra giá trị. Tăng trưởng chỉ dựa vào các yếu tố đầu vào gia tăng không thôi sẽ không thể bền vững được. Tăng trưởng kinh tế bền vững hình thành từ năng suất gia tăng, nghĩa là cải thiện hiệu quả sử dụng các yếu tố đầu vào. Điều này có được thông qua cho phép các doanh nghiệp tối đa hoá những điểm cốt yếu của họ. Sự phù hợp giữa mục tiêu xã hội của tăng trưởng bền vững và mơ ước cá nhân tối đa hoá của cải riêng của các nhà kinh doanh chính là lý lẽ biện minh của kinh tế thị trường.

Ở Hoa Kỳ có sự nhất trí rộng rãi rằng mục tiêu của các doanh nghiệp tư nhân là tối đa hoá giá trị cổ đông. Điều này cũng ngày càng được nhất trí ở châu Âu, cho dù một phần quan trọng trong tư duy châu Âu còn bổ sung thêm cho mục tiêu này một mối quan tâm đến phúc lợi của người lao động. Ví dụ như Đức luật hóa các mục tiêu của người lao động trong hệ thống quản trị nội bộ của các công ty thông qua chính sách *Mitbestimmung*; theo đó, công đoàn có một số ghế trong hội đồng quản trị của những công ty lớn.

²³ Fisman và Khanna (1999).

Ta hãy tạm dừng một chút để xem xét tính phức tạp và sự rắc rối mà mục tiêu bổ sung này có vẻ đã gây ra. Việc tối đa hoá giá trị cổ đông thật đơn giản, rõ ràng, và chẳng có gì mập mờ; giá trị cổ đông được đo bằng giá cổ phiếu, mà giá cổ phiếu được tối đa hoá bằng cách tạo ra càng nhiều lợi nhuận càng tốt cho các cổ đông. Tối đa hoá phúc lợi người lao động dường như có nghĩa là chi trả cho người lao động hết toàn bộ ngân lưu tự do của công ty, rõ ràng phương hại đến các cổ đông. Về mặt lô-gíc, người ta không thể tối đa hoá hai hàm mục tiêu đối kháng nhau; phải có sự đánh đổi nhất định giữa hai hàm mục tiêu này thì mới có thể đạt được một mục tiêu xác định.

Nếu nhấn mạnh vào điểm này, những người bảo vệ chính sách *Mitbestimmung* có lẽ sẽ nói rằng phúc lợi người lao động không nhất thiết được tối đa hoá, mà cần phải được tính đến một cách nghiêm ngặt. Như vậy, mục tiêu của công ty có thể là: Tối đa hoá giá trị cổ đông phụ thuộc vào điều kiện là người lao động và công đoàn phải được đối xử một cách rộng rãi. Vậy thì phải rộng rãi như thế nào? Làm thế nào chúng ta biết mục tiêu của công ty có đạt được hay không? Qua từng năm, liệu công đoàn có thay đổi quan điểm của họ về những gì tạo thành sự đối xử đủ rộng rãi? Chẳng lẽ họ sẽ thay đổi?

Hơn thế nữa, nhìn vào thành quả kinh tế của Đức vào cuối thế kỷ 20, người ta nhận thấy rằng chi phí nhân công của Đức đã trở nên cao nhất trên thế giới và các công ty công nghiệp chế tạo của Đức dường như miễn cưỡng đầu tư tại nước nhà trong suốt thập niên 80 và 90. Thật vậy, Hoa Kỳ là nước hưởng lợi quan trọng của tình thế tiến thoái lưỡng nan này, khi một số lớn công ty Đức xây dựng các nhà máy công nghiệp ở khu vực miền nam Hoa Kỳ không gia nhập công đoàn, đặc biệt là Bắc và Nam Carolina, ngay cả khi những vùng miền đông nước Đức đang gánh chịu tình trạng thất nghiệp lên đến 20, 30 phần trăm. Hành vi của các công ty Đức cho thấy rằng tối đa hoá giá trị cổ đông thực sự là mục tiêu của công ty họ, phụ thuộc vào điều kiện ràng buộc tốn kém mà chính sách *Mitbestimmung* áp đặt cho hoạt động của họ bên trong nước Đức.

Mục tiêu của công ty tại các quốc gia đang phát triển cũng có thể đỡ mơ hồ hơn so với vẻ bề ngoài. Chính phủ đóng một vai trò chi phối tại nhiều nền kinh tế đang phát triển, và các mục tiêu của chính phủ như toàn dụng lao động, phát triển cộng đồng và khu vực, và chăm sóc những người được hưởng chính sách ưu tiên, thường tìm cách len lỏi vào các bài tuyên ngôn về sứ mệnh công ty trong khu vực tư nhân. Những người phát ngôn như thủ tướng Malaysia Mohamad Mahatir đã cố gắng trình bày một “con đường châu Á” dựa trên “những giá trị châu Á” về việc chia sẻ và hợp tác cộng đồng.

Thế nhưng tuyệt đại đa số các doanh nghiệp ở châu Á và trong khắp thế giới đang phát triển thuộc sở hữu gia đình, và người ta phải tự hỏi liệu các gia đình có thực sự muốn theo đuổi mục tiêu xã hội rộng rãi bằng nguồn lực của riêng họ, hay là họ muốn tối đa hoá của cải riêng, phụ thuộc vào nhu cầu cần phải đáp ứng trước chính phủ đang thúc ép họ theo một chiều hướng liên quan đến chính trị. Chúng ta nghĩ rằng tự bản thân điều này là bằng chứng cho thấy một doanh nghiệp thuộc sở hữu gia đình thường tìm cách tối đa hoá của cải riêng họ như một mục tiêu cơ bản. Lẽ tự nhiên, doanh nghiệp muốn hoà hợp với người lao động, khách hàng, và cộng đồng, nhưng mọi doanh nghiệp đều như thế. Không có một doanh nghiệp nào ở bất kỳ nơi đâu có thể tối đa hoá của cải cổ đông trong dài hạn nếu không có được sự hoà hợp như vậy.

Khi xem xét những doanh nghiệp không thuộc sở hữu gia đình, thật khó mà hình dung được tại sao các cổ đông trong những công ty đại chúng lại được yêu cầu phải chịu một gánh

nặng nào đó để đạt được những mục tiêu khác với mục tiêu tối đa hoá giá trị. Quả thật, nếu như thế, tự bản thân điều đó sẽ không khuyến khích sự hình thành những công ty thuộc sở hữu đại chúng, và sẽ dẫn đến những điều kiện ràng buộc không đáng mong đợi đối với qui mô của công ty, cách thức công ty có thể huy động vốn, và cơ hội cho sự đa dạng hoá trong nền kinh tế.

Ngoài ra, như chúng ta đã lập luận, việc tối đa hoá giá trị công ty cũng tương thích với các mục tiêu xã hội. Trong dài hạn, sự cạnh tranh chỉ chuyên tâm vào một mục đích duy nhất nhằm tạo ra lợi nhuận sẽ dẫn đến mức tăng trưởng bền vững, tạo ra giá trị cao nhất trong tổng thể nền kinh tế mà nếu không có nó, hầu hết các mục tiêu chính phủ đều khó mà đạt được.

Việc làm rõ mục tiêu của công ty có ý nghĩa quan trọng để chọn lựa một hệ thống quản trị nội bộ thích hợp. Nếu tối đa hoá giá trị là mục tiêu công ty, thì hệ thống quản trị nội bộ nên được chọn sao cho việc tối đa hoá giá trị trở nên khả thi nhất. Con người phản ứng rất nhanh nhạy trước các động cơ khuyến khích họ, cho nên nhiệm vụ quản trị nội bộ công ty trở thành nhiệm vụ tạo ra những động cơ khuyến khích tối đa hoá giá trị của doanh nghiệp. Tuy nhiên, ràng buộc chính của một cơ chế quản trị nội bộ hữu hiệu vẫn là vấn đề thông tin và kiểm soát – tìm cách bố trí các động cơ khuyến khích quản lý cùng với mục tiêu tạo ra giá trị cổ đông trong một thế giới mà có lẽ khó lòng đo lường được các thành tựu quản lý, và khen thưởng hay trừng phạt các giám đốc công ty một cách tương xứng với kết quả hoạt động của họ.

Các mô hình quản trị nội bộ công ty

Ta hãy xem xét bốn mô hình chính để quản trị nội bộ các công ty trên thế giới:

1. Kiểm soát và sở hữu nhà nước.
2. Kiểm soát và sở hữu gia đình.
3. Các hệ thống kiểm lấy ngân hàng làm trung tâm.
4. Kiểm soát bằng các cổ đông phân tán.

Mỗi hệ thống đều có những người ủng hộ, và mỗi hệ thống đều có lúc này hay lúc khác được đề cao là hệ thống tốt nhất. Theo quan điểm của chúng ta, một số trong những cơ chế này, xét bình quân, là tốt hơn cơ chế khác – ví dụ, sự kiểm soát của chính phủ nói chung không phải là một phương pháp quản trị nội bộ hữu hiệu – nhưng điều quan trọng là thừa nhận rằng mỗi hệ thống có những điểm mạnh và điểm yếu, thay đổi về độ lớn theo những tình huống cụ thể. Không có một phương pháp quản lý nào tối ưu cho tất cả mọi tình huống.

Trước khi xem xét lần lượt bốn phương án, ta cần ước lượng xem thử mỗi hệ thống được áp dụng rộng rãi đến mức nào. Một nghiên cứu mới đây tìm hiểu chi tiết cơ cấu kiểm soát của 10 công ty lớn nhất tại mỗi nước trong số 27 nước, phần lớn là các quốc gia công nghiệp, nhưng bao hàm cả Hong Kong, Singapore, Hàn Quốc, Israel, Argentina, và Mexico.²⁴ Với định nghĩa sự kiểm soát là sự sở hữu 20 phần trăm hay nhiều hơn, các tác giả đã báo cáo rằng có 36 phần trăm các công ty lớn trên thế giới trong mẫu này được kiểm soát bởi các cổ đông phân tán, 30 phần trăm thuộc kiểm soát của gia đình, 18 phần trăm là kiểm soát nhà nước, 5 phần trăm thuộc kiểm soát của ngân hàng, và 10 phần trăm còn lại thuộc các chủng loại lẫn lộn khác. Ngoài ra, ở Argentina, Hy Lạp, Áo, Hong Kong, Bồ Đào Nha, Israel, và Bỉ, theo định nghĩa này, gần như không có công ty nào trong mẫu nghiên cứu này có cổ phiếu được nắm giữ bởi

²⁴ La Porta, Lopez-de-Silanes, và Shleifer (1999).

những cổ đông phân tán rộng rãi. Tỷ lệ phần trăm những công ty lớn thuộc kiểm soát của gia đình trong mẫu này là 50 phần trăm ở Israel, 65 phần trăm ở Argentina, 70 phần trăm ở Hong Kong, và 100 phần trăm ở Mexico.

Nghiên cứu này cũng nhận thấy rằng các cổ đông phân tán chỉ phổ biến ở nhóm các nước có quyền phủ quyết giám đốc như đã thảo luận trong chương 4; những nước này có xu hướng là những nước có thông luật (common law), và các cổ đông phân tán kiểm soát 48 phần trăm các công ty lớn. Trong nhóm nước khác, chủ yếu là những quốc gia có dân luật (civil law), các cổ đông phân tán chỉ kiểm soát 27 phần trăm các công ty lớn, một khác biệt lớn về mặt thống kê.

Sở hữu nhà nước. Một kết quả đáng ngạc nhiên của nghiên cứu trên đây là: sở hữu nhà nước vẫn còn phổ biến (18 phần trăm), thậm chí sau khi đã có làn sóng tư nhân hoá như mô tả trong chương 3. Tuy nhiên, theo kiểm định về hệ thống quản lý nào đẩy mạnh nhất mục tiêu tối đa hoá giá trị công ty, sở hữu nhà nước có thể thực sự bị loại: Sở hữu nhà nước tạo ra nhiều động cơ để theo đuổi nhiều mục tiêu khác với tối đa hoá giá trị. Các giám đốc, những người điều hành các doanh nghiệp sở hữu nhà nước có thể theo đuổi quyền lực, ảnh hưởng, sự an toàn, hay những mục tiêu khác, nhưng ít có hoặc không có động cơ thôi thúc họ tối đa hoá giá trị của doanh nghiệp. Ngay cả khi chính phủ chủ tâm cố gắng tạo ra những động cơ như vậy trong bối cảnh sở hữu nhà nước, họ thường không thể cưỡng lại sự can thiệp và ảnh hưởng đến hành vi của doanh nghiệp trong việc theo đuổi một hay nhiều mục tiêu chính trị khác.

Ta có thể tưởng tượng những tình huống cực đoan như chiến tranh, suy thoái, hay khủng hoảng, khi đó chính phủ cần đảm trách một vai trò rất mạnh mẽ, bao gồm cả khả năng quản lý sản xuất, để giải quyết tình trạng khẩn cấp. Kinh nghiệm cho thấy rằng trong những tình huống khẩn cấp thật sự, dân chúng thường rất ủng hộ hành động quyết liệt của chính phủ. Nhưng sau khi giải quyết xong tình trạng khẩn cấp, chính phủ một lần nữa phải tách biệt ra khỏi việc quản lý quá trình sản xuất, và để cho việc tối đa hoá giá trị và hoạt động kinh doanh tư nhân quay trở về vị trí trung tâm của nền kinh tế.

Điều đó khiến ta còn lại ba mô hình: kiểm soát và sở hữu gia đình, quản lý với trung tâm là ngân hàng, và kiểm soát bằng các cổ đông phân tán. Mỗi mô hình đều có những điểm mạnh và điểm yếu.

Kiểm soát và sở hữu gia đình. Theo nhiều cách, kiểm soát và sở hữu gia đình tiêu biểu cho chủ nghĩa tư bản trong điều kiện tốt nhất của nó. Sự đồng nhất giữa của cải gia đình và giá trị công ty gần như hoàn hảo, cho nên động cơ khuyến khích sự tối đa hoá giá trị là cao nhất. Không có triển vọng xảy ra sự xung đột cơ bản giữa sở hữu và quản lý, mà cũng không có bất kỳ vấn đề thông tin bất cân xứng giữa chủ sở hữu và các giám đốc, vì sự sở hữu và hoạt động quản lý không tách biệt. Sở hữu gia đình rõ ràng là lẽ lối quản lý công ty trên khắp thế giới đang phát triển, và là mô hình quan trọng ở mọi quốc gia.

Nhược điểm cơ bản của sở hữu gia đình là mức độ vốn sở hữu bị hạn chế. Điều này có nghĩa là tăng trưởng chủ yếu được tài trợ bằng thu nhập giữ lại và nợ, thường là với mức độ vay mượn ngân hàng cao, cho nên rủi ro tài chính kết hợp với rủi ro hoạt động. Như vậy, sở hữu gia đình có thể dẫn đến đòn bẩy tài chính cao (và hệ quả là rủi ro nguy kịch tài chính cao) và sự cung ứng vốn không đủ cho tăng trưởng. Quả thật, điều này đôi khi buộc gia đình phải nhường lại quyền kiểm soát khi nhu cầu vốn tăng nhanh hơn khả năng đầu tư thêm vốn sở hữu

của gia đình. Điều này có thể tránh được bằng cách duy trì tỷ lệ tăng trưởng không cao hơn suất sinh lợi trên vốn sở hữu, để cho vốn sở hữu tăng trưởng một cách tự nhiên theo một nhịp độ bắt kịp với doanh số. Nhưng thông thường ở các thị trường tài chính mới nổi, các cơ hội tăng trưởng thường lớn hơn, cho nên các công ty sở hữu gia đình có xu hướng áp dụng chiến lược đòn bẩy tài chính cao, nhiều rủi ro. Khi các thủ tục phá sản được đổi mới trên khắp thế giới đang phát triển, nhiều doanh nghiệp sở hữu gia đình từng dựa dẫm thái quá vào việc vay mượn ngân hàng để hỗ trợ cho sự tăng trưởng của họ sẽ mất quyền kiểm soát thông qua phá sản.

Ngoài ra, kiểm soát gia đình vốn dĩ khó mà duy trì trong dài hạn. Theo bản chất, các gia đình thay đổi theo thời gian. Nhà sáng lập doanh nghiệp ban đầu qua đời hay về hưu và con cái họ kế nghiệp. Những người này có thể có mà cũng có thể không có được tài năng kinh doanh như cha ông họ, và họ cũng có thể không thuận thảo với nhau. Khi một thế hệ này truyền sang một thế hệ khác, các vấn đề khó khăn có thể xuất hiện vì lô-gíc của các mối quan hệ gia đình khác với lô-gíc của các mối quan hệ kinh doanh. Điều này thường dẫn gia đình đến chỗ xem xét bán doanh nghiệp cho một công ty khác.

Kiểm soát với ngân hàng làm trung tâm. Một cơ chế kiểm soát khác có tính chất lâu dài hơn là kiểm soát xoay quanh ngân hàng. Tuy nhiên, cơ chế kiểm soát này kém phổ biến hơn so với mức người ta vẫn thường giả định. Nhiều người gắn liền cơ chế quản lý theo ngân hàng với Nhật Bản và Đức, nhưng nghiên cứu trên đây cho thấy rằng chỉ có 15 phần trăm các công ty lớn của Đức là thuộc sự kiểm soát của ngân hàng (tỷ lệ này tương ứng với Bồ Đào Nha và Thụy Điển, và thua Bỉ với tỷ lệ 30 phần trăm), nhưng *không* một công ty nào trong các công ty Nhật Bản trong mẫu có thể được xếp vào loại sở hữu ngân hàng dựa vào sở hữu cổ phiếu của họ. Dĩ nhiên, những “ngân hàng chính” ảnh hưởng đến các công ty Nhật Bản theo những cách thức phi chính thức mà không thể hiện qua sở hữu cổ phiếu, nhưng những ràng buộc phi chính thức đó có thể thay đổi và thậm chí có thể biến mất theo thời gian.

Trong thời đại ngày nay, cơ chế quản lý với trung tâm là ngân hàng phát sinh chủ yếu tại các thị trường tài chính mới nổi, nơi một thời kỳ hoạt động ngân hàng tự do (hay chí ít hoạt động ngân hàng rất mờ) đã xuất hiện trước một làn sóng tư nhân hoá, như ở Chile trong thời kỳ 1974-1979; Mexico, 1989-1994; và Nga, 1991-1995. Những tiền đề này giúp các nhà kinh doanh có thể mua ngân hàng, đôi khi bằng tiền mà họ vay mượn từ chính ngân hàng, rồi sử dụng thêm các khoản vay ngân hàng nữa để mua những công ty tư nhân hoá khác. Hệ quả là một tập hợp công ty có hoạt động giống như một tập đoàn. Ngân hàng kiểm soát sẽ lưu chuyển tiền giữa các công ty thành viên khác nhau. Các công ty không phải lo lắng về việc vay mượn những số tiền rất lớn vì họ tin chắc rằng một ngân hàng gián tiếp hay trực tiếp sở hữu một phần cổ phiếu của họ thì sẽ không bao giờ buộc họ phải đi đến tình trạng bị thanh lý.

Trên lý thuyết, như đã lưu ý trên đây trong chương này, các ngân hàng mang lại một giải pháp tự nhiên cho vấn đề thông tin bất cân xứng, bao gồm cả việc sàng lọc và giám sát. Nhưng họ thực hiện vai trò này tốt đẹp đến mức nào trên thực tế tại các thị trường tài chính mới nổi? Về việc sàng lọc, các khoản vay dành cho các công ty thuộc sự kiểm soát nội bộ có thể được cân nhắc theo sự ảnh hưởng nhiều hơn là theo khả năng sinh lợi. Về việc giám sát và kiểm soát, làn sóng thua lỗ ngân hàng tràn lan và thất bại của ngân hàng trên thế giới trong thập niên cuối cùng của thế kỷ 20 (được xem xét trong chương 7 và 8) cho thấy rằng phần lớn hay thật ra là đại đa số các ngân hàng trên các thị trường tài chính mới nổi đã không thể phát hiện được các vấn đề khó khăn và không thể thay đổi được hành vi của doanh nghiệp.

Có nhiều nghiên cứu tại các quốc gia đang chuyển đổi cho thấy rằng các ngân hàng không có kỹ năng hay động cơ thôi thúc họ giám sát các công ty một cách hữu hiệu.²⁵ Nếu ngân hàng là trung tâm của một đế chế công nghiệp, gần như không có động cơ gì thôi thúc họ khẹp vào kỷ luật những thành viên khác trong nhóm. Ngay cả nếu họ ít nhiều có khoảng cách, họ có thể khó mà thu thập thông tin và cưỡng chế thi hành hợp đồng nếu hệ thống pháp lý, các chuẩn mực kế toán và cáo bạch không đầy đủ.

Ngoài ra, hệ thống ngân hàng tại nhiều thị trường tài chính mới nổi vẫn còn bao gồm một tỷ lệ đáng kể các ngân hàng thuộc sở hữu nhà nước. Các ngân hàng quốc doanh có xu hướng giám sát yếu kém cũng giống như các giám đốc do chính phủ bổ nhiệm, do sự mơ hồ về mục tiêu và thiếu vắng những biện pháp trừng phạt khi họ hoạt động kém cỏi. Ví dụ, một nghiên cứu về việc quản trị nội bộ công ty Ấn Độ đã tường thuật rằng:

một uỷ ban được thành lập để xem xét tình trạng của khu vực tài chính, Uỷ ban Narasimhan, thú nhận rằng các khoản vay đã không được giám sát trong nhiều thập niên. Lý do đầu tiên của sự giám sát yếu kém đối với các doanh nghiệp Ấn Độ là do các tổ chức tài chính chi phối (gần như độc quyền là các ngân hàng quốc doanh) đã không xem công việc giám sát như mục tiêu cơ bản của họ. Thật vậy, cho đến năm 1991, mục tiêu của chính sách chính phủ là tối đa hoá các khoản vay dành cho khu vực công nghiệp với niềm tin rằng điều này sẽ dẫn đến sự phát triển công nghiệp.²⁶

Những người ủng hộ cơ chế quản lý xoay quanh ngân hàng lập luận rằng các ngân hàng với sự kiểm soát người vay sẽ có một tầm nhìn lâu dài, rằng họ tiêu biểu cho “nguồn vốn kiên nhẫn” vẫn hỗ trợ doanh nghiệp trong suốt những thời kỳ khó khăn. Họ không đòi hỏi kết quả thu nhập trong ngắn hạn, nhưng sẽ bằng lòng chờ đợi cho đến khi đạt được mục tiêu dài hạn. Sự tham gia trực tiếp của họ như một người chủ sở hữu một phần trong công việc quản lý công ty mang lại sự giám sát xuất sắc và trao cho ngân hàng sự tiếp cận tối đa với thông tin riêng, bao gồm các chiến lược trong dài hạn.

Nhưng một cách lý giải khác trước lập luận về vốn kiên nhẫn là ban giám đốc không chịu những áp lực tạo ra bởi các thị trường vốn là hoặc phải tăng giá trị cổ đông hoặc bị sa thải. Việc thiếu áp lực có thể dẫn đến những suất sinh lợi thấp chẳng những trong ngắn hạn mà cả trong dài hạn. Sự kiểm soát của ngân hàng sẽ ngăn không cho doanh nghiệp xem xét tìm kiếm các dịch vụ ngân hàng tốt nhất và có thể dẫn đến những mức lãi suất quá cao.

Hơn nữa, những công ty phụ thuộc vào ngân hàng có thể phải gánh chịu khi chính ngân hàng gặp khó khăn.²⁷ Điều này có thể giúp giải thích sự suy thoái kéo dài cả thập niên của Nhật Bản vào những năm 90 khi có những khoản thua lỗ ngân hàng khổng lồ không giải quyết nổi. Trong vụ sụp đổ thị trường cổ phiếu kéo dài vào những năm 1990-1993, giá trị thị trường của những công ty phụ thuộc vào ngân hàng ở Nhật giảm sút mạnh hơn nhiều so với những công ty không phụ thuộc vào ngân hàng.²⁸

Kiểm soát nội bộ nhiều hơn: Cơ hội hay thủ đoạn?

²⁵ Ví dụ, tìm đọc năm nghiên cứu trong Phần II của Aoki và Kim (1995).

²⁶ Khanna và Palepu (1999).

²⁷ Tìm đọc một ví dụ về Hoa Kỳ trong tài liệu của Slovia, Suska và Polonchek (1993).

²⁸ Kang và Stulz (1997).

Tập đoàn công ty khổng lồ của Argentina, Perez Companc, có một thỏa thuận với các cổ đông bên ngoài. Gia đình điều hành công ty, nắm giữ 29 phần trăm cổ phiếu có quyền bỏ phiếu, muốn đổi cổ phần công ty hiện tại của những người bên ngoài bằng cổ phần mới trong một công ty cổ phần mẹ. Những người bên ngoài sẽ nhận được quyền bỏ phiếu bị pha loãng, và phiếu bầu kiểm soát của gia đình sẽ tăng lên đến 67 phần trăm của đơn vị mới. Tại sao lại có ai đó bên ngoài công ty chấp nhận một thỏa thuận như vậy?

Lời rao hàng cho thỏa thuận này là như sau. Công ty nhận thấy các cơ hội tăng trưởng đòi hỏi công ty phải huy động thêm vốn sở hữu, nhưng công ty cũng e sợ những đơn vị thù địch muốn thôn tính công ty. Nếu số phiếu kiểm soát của công ty tăng lên đến 67 phần trăm và công ty có các cổ phần đại chúng với ít quyền bỏ phiếu hơn, thì công ty có thể bán cổ phần mới mà không phải lo sợ bị thôn tính, và như vậy có thể giúp công ty tăng trưởng nhanh hơn.

Nhưng người ta có thể miễn chấp khi các cổ đông tự hỏi rằng liệu họ có nhận được lợi ích gì từ một chương trình như vậy không. Quyền bỏ phiếu của họ sẽ giảm mạnh, và không rõ liệu quyền lợi kinh tế của họ có bị pha loãng bởi những kế hoạch mở rộng không cụ thể được tài trợ bằng vốn sở hữu hay chẳng. Và người ta cũng không rõ liệu việc giảm xác suất bị thôn tính có phải là vì quyền lợi của các cổ đông bên ngoài hay không. Một báo cáo từ ABN AMRO cho rằng “công ty chưa cung cấp một kế hoạch thuyết phục hay giải thích đầy đủ về chiến lược đằng sau nhu cầu bơm tiền này.” Từ tháng 11 năm 1999 đến tháng 1 năm 2000, sau khi công bố đề nghị của ban giám đốc về việc tái cơ cấu, giá cổ phần công ty Perez Companc giảm hơn 20 phần trăm so với chỉ số cổ phiếu Merval.

Kết quả có khoảng 98 phần trăm cổ đông bên ngoài đồng ý trao đổi. Số lượng đông đảo này phần nào phản ánh mối lo âu rằng các cổ phần cũ sẽ khó bán được khi cổ phần mới đã được phát hành. Ta vẫn còn phải chờ xem liệu vị thế mới được củng cố của công ty Perez Companc, và khả năng huy động vốn sở hữu cũng như ngăn chặn những mối đe dọa bị thôn tính này có phải là vì quyền lợi của các cổ đông bên ngoài hay không.

Nguồn: *Financial Times*, 24-1-2000, và *Latin Finance*, tháng 3-2000.

Kiểm soát bằng cổ đông phân tán. Hình thức quản lý công ty này là mô hình Anglo-Saxon hiện đại một cách rõ rệt. Nó tràn ngập tình trạng bất cân xứng thông tin, và vì thế đòi hỏi phải có những yêu cầu cáo bạch quyết liệt và nhiều thông tin công cộng sẵn có. Việc gia nhập vào thị trường đại chúng thường là một quá trình lâu dài và gian khổ. Các công ty thường phải xây dựng hồ sơ sổ sách kế toán và lịch sử vay mượn ngân hàng trước khi có thể được chấp nhận tham gia các thị trường đại chúng. Trước tiên, các công ty phải đi qua giai đoạn tài trợ vốn sở hữu tư nhân và tài trợ “tầng lưng” trước khi họ có thể xây dựng được một hồ sơ thành quả hoạt động đủ tiêu chuẩn tham gia thị trường đại chúng. Vì thế, vấn đề chọn lựa bất lợi làm hạn chế một cách nghiêm ngặt những công ty nào có đủ tiêu chuẩn để được phép huy động vốn sở hữu đại chúng, cho dù – như đã lưu ý trên đây – các tổ chức như quỹ vốn sở hữu tư nhân, ngân hàng đầu tư, quỹ hưu bổng, quỹ tương hỗ, và quỹ tự bảo hiểm rủi ro có thể giúp giảm nhẹ những chi phí này.

Ngay cả đối với những công ty tương đối dày dặn kinh nghiệm, đủ tiêu chuẩn tham gia thị trường cổ phiếu đại chúng và ở vào vị thế hưởng lợi nhờ sự tiếp cận rộng rãi với nguồn vốn mà những thị trường này mang lại, cũng có những chi phí giám sát dài hạn gắn liền với việc chào bán cổ phiếu cho công chúng. Vì sự tách biệt giữa ban giám đốc công ty và các cổ đông

rất lớn, có một rủi ro nhiều hơn là ban giám đốc sẽ hành động sai trái mà một lớp cổ đông cá nhân phân tán khó giám sát được.²⁹

Ngay cả khi các thị trường vốn có tính chất hữu hiệu trong việc phát hiện ra những vấn đề trực trặc và khép ban giám đốc vào kỷ luật, đây cũng chẳng phải là một quá trình không tốn chi phí. Khi các cổ đông tập trung xem xét một vấn đề trực trặc trong nội bộ công ty, họ trở nên thù địch chống đối với những giám đốc nào xem ra là những người phá huỷ giá trị công ty. Sự sẵn sàng đảm nhận việc quản lý là cần thiết để tối đa hoá giá trị, nhưng làm điều đó thông qua những kỹ thuật gây tàn phá như những trận chiến uỷ nhiệm và các cuộc tranh giành tiếp quản sẽ tốn kém những chi phí thực tế. Hơn nữa, sự thay đổi nhanh chóng ý kiến của cổ đông về ban giám đốc có thể chẳng phải luôn luôn dựa trên sự am hiểu chính xác tình huống, cho nên sự quản trị nội bộ trên cơ chế thị trường đôi khi xem ra chỉ có tính chất ngắn hạn và thất thường. Chẳng có gì ngạc nhiên, đây là một lập luận ưa chuộng của một giám đốc bị chất vấn.

Việc kiểm soát thị trường vốn sinh ra mối quan ngại về mặt quản lý về việc xác định giá trị thị trường cổ phiếu của doanh nghiệp, hoàn toàn phù hợp với quan điểm tối đa hoá giá trị trong dài hạn. Nhưng một số nhà phê bình cho rằng thị trường chứng khoán rất hay thay đổi và vì thế, họ lo ngại về giá chứng khoán như một tiêu điểm của sự lưu ý về quản lý. Căn cứ theo quan điểm này, các cổ đông không kiên nhẫn mà cũng chẳng được trang bị những thông tin nội bộ, cho nên ban giám đốc cuối cùng sẽ có những hành vi cận tối ưu thông qua quan tâm quá nhiều, và có lẽ sẽ thao túng những nhận thức ngắn hạn mà có thể ảnh hưởng đến giá trị cổ phiếu. Cho dù có một phần sự thật trong lập luận trên, nhưng ta cũng không nên nói quá về quan điểm này; miễn là giá cổ phiếu là một số đo chính xác giá trị công ty (thậm chí có thể chấp nhận một độ trễ một hay hai năm trong sự công nhận của thị trường về tình trạng thực sự của công ty), các giám đốc sẽ đứng trước những động cơ mạnh mẽ thôi thúc họ tối đa hoá giá trị cơ bản dài hạn.

Sự kiểm soát của thị trường vốn chỉ có tác dụng nếu nó được hỗ trợ mạnh bởi các cơ cấu thông tin và pháp lý. Vì lý do đó, mô hình này vẫn khó thực hiện được ngày nay tại các thị trường tài chính mới nổi. Nhưng kỷ lục thành quả đạt được của công ty một khi đã có thể tiến tới sự sở hữu đại chúng, cho thấy rằng có những lợi ích tiềm năng của việc làm cho hình thức tổ chức này trở nên khả thi tại các thị trường tài chính mới nổi.

Kinh nghiệm toàn cầu về tái cơ cấu mang lại một ví dụ tốt về những lợi ích từ sở hữu đại chúng phân tán. Vì một vài lý do, bao gồm sự toàn cầu hóa và sự phát triển nhanh chóng trong điện toán và truyền thông, các công ty trên khắp thế giới cần *tái cơ cấu* trong thập niên 80 và 90.³⁰ Nghĩa là, họ cần tập trung lại vào những năng lực cốt lõi, bán hay đóng cửa những hoạt động kinh doanh thua lỗ, giảm các tầng lớp quản lý trung gian dư thừa, và nói chung là tinh giản nhằm trở nên cạnh tranh hơn. Nhu cầu này rất mãnh liệt tại tất cả các nước trên thế giới, được công nhận lần đầu tiên tại Hoa Kỳ, nơi mà thị trường vốn buộc phải tái cơ cấu thông qua các vụ thôn tính tiếp quản của hàng trăm công ty quan trọng trong thập niên 80.³¹ Chỉ trong thập niên 90, phần lớn các công ty châu Âu mới thừa nhận nhu cầu tái cơ cấu. Phần lớn

²⁹ Tìm đọc điều tra sâu rộng về những vấn đề phát sinh khi việc sở hữu tách biệt với hoạt động điều hành trong tài liệu của Shleifer và Vishny (1996).

³⁰ Tìm đọc một bài tổng quan và diễn giải đặc biệt về tái cơ cấu trong tài liệu của Jensen (1993).

³¹ Tìm đọc tài liệu của Auerbach (1988), Lang, Stulz, và Walking (1989), Mitchell và Lehn (1990), Shleifer và Vishny (1990), Servaes (1991), Kealty, Palepu, và Ruback (1992), Kaplan và Weisbach (1992), và Lang và Stulz (1994). Tìm đọc một quan điểm phi chính thống trong tài liệu của Maksimovic và Phillips (1999).

những công ty Nhật Bản từng được người ta vô cùng thần phục, với hệ thống kiểm soát xoay quanh ngân hàng, xem ra vẫn bất động và không muốn đổi diện với nhu cầu này. Hệ quả là họ đánh mất sức cạnh tranh đáng kể trong những năm 90.

Nói tóm lại, sở hữu gia đình có lẽ là mô hình tốt nhất bao lâu mà nó vẫn còn tiếp diễn được, nhưng sự tăng trưởng và dòng thời gian trôi qua có thể xói mòn tính hữu hiệu của nó. Sự quản lý xoay quanh ngân hàng xem ra có tác dụng tốt vào những thời kỳ ổn định nhưng có lẽ không thể thích ứng trước sự thay đổi. Sự kiểm soát dựa vào thị trường thông qua các cổ đông phân tán là hệ thống quản trị nội bộ linh hoạt và phản ứng nhanh nhạy nhất, và có vẻ như sẽ mang lại thành công bền vững nhất bất chấp khả năng bị chọc thủng và tràn đầy những vấn đề khó khăn về thông tin và kiểm soát, làm cho nó phụ thuộc nhiều vào cả những luật lệ tốt cũng như những thông tin tốt.

Một điều tra sâu rộng và quan trọng về quản trị nội bộ công ty đã kết luận rằng thật khó nói một cách dứt khoát liệu sự kiểm soát gia đình, kiểm soát xoay quanh ngân hàng, hay kiểm soát bằng cổ đông phân tán sẽ tiêu biểu cho một hệ thống chung tốt hơn, vì mỗi cơ chế đều có những ưu và nhược điểm.³² Trong chừng mực mà sở hữu đại chúng được dựa vào như một phương tiện kiểm soát, những gì xem ra quan trọng nhất là (1) sự hiện diện của ít nhất một cổ đông lớn, có đủ phần vốn góp để lưu ý đến và (2) sự bảo vệ của luật pháp đối với các cổ đông. Vì những điều kiện này thỏa mãn tại đại đa số các quốc gia công nghiệp, việc quản trị nội bộ đại chúng tại tất cả các nước này tương đối tốt một cách hợp lý so với sự quản trị nội bộ tại các thị trường tài chính mới nổi, nơi mà thông tin và sự bảo vệ pháp lý đối với cổ đông bên ngoài thường thiếu thốn rất nhiều.

Các thể chế thông tin

Các thị trường chứng khoán không thể vận hành trôi chảy trừ khi các nhà đầu tư đại chúng xa xôi có thể tiếp cận với thông tin về các đơn vị phát hành chứng khoán. Nếu không có nền tảng cơ bản này, các nhà đầu tư sẽ chỉ dám mạo hiểm một phần nhỏ tiền tiết kiệm của họ, hy vọng “trúng số”, hoặc đầu tư trong những tình huống mà họ có được những thông tin riêng về các bên liên quan, mang lại cho họ sự tự tin để rời xa vốn liếng của mình. Hơn nữa, như đã lưu ý trên đây, người ta không thể trông đợi các công ty chia sẻ thông tin một cách tự nguyện về tình hình thực tế của họ; tất nhiên họ lo sợ các đối thủ cạnh tranh sẽ tranh thủ lợi dụng bất kể những gì họ cáo bạch. Do đó, một nhu cầu cơ bản của các thị trường chứng khoán là cần phải có sự cáo bạch thông tin đầy đủ và đồng nhất được qui định bằng luật pháp.

Luật cáo bạch

Các qui tắc cáo bạch là một phần trong nền tảng pháp lý cơ bản của các thị trường tài chính. Mục đích của luật cáo bạch là làm cho các đơn vị phát hành chứng khoán chịu trách nhiệm hình sự đối với việc gian dối thông qua không công bố những sự kiện quan trọng cho việc định giá chứng khoán của họ. Khi không có những biện pháp trừng phạt đáng tin cậy đối với việc không cáo bạch những sự kiện quan trọng, các nhà đầu tư sẽ thận trọng đề phòng trước công ty phát hành và do đó sẽ ít mua chứng khoán hơn. Đây là một cấu phần không cần thiết trong mức giảm giá do tình trạng lựa chọn bất lợi gây ra (giảm giá do hàng hoá tệ hại) đối với những chứng khoán thảo luận trên đây. Những công ty gian dối, che giấu các sự kiện quan trọng, và

³² Shleifer và Vishny (1996).

những công ty không che dấu các sự kiện quan trọng đã trừng phạt những công ty tốt thông qua làm giảm mức giá chứng khoán, và giúp ích cho những công ty tồi tệ thông qua làm cho các công ty xấu không bị tách ra khỏi những công ty tốt trong con mắt quan sát của nhà đầu tư. Khi đó, hiển nhiên luật cáo bạch không phải chủ yếu là nhằm làm lợi cho nhà đầu tư (những người mà xét bình quân nhận được một khoản sinh lợi kỳ vọng tương ứng với rủi ro, bao gồm cả rủi ro bị gian lận), mà đúng hơn là giúp cho những công ty tốt phát ra tín hiệu đáng tin cậy, rằng họ chính là người tốt. Khi luật không mang lại sự trừng phạt đối với hành vi cáo bạch gian dối, nó sẽ làm cho chi phí sử dụng vốn đối với các công ty tốt trở nên cao một cách không cần thiết.

Ở Hoa Kỳ, Luật chứng khoán năm 1933 lần đầu tiên qui định rằng bất kỳ công ty nào bán chứng khoán, trước tiên phải công bố một bản cáo bạch đầy đủ và hợp lý gồm những số liệu tài chính có kiểm toán và tất cả các rủi ro vật chất. Bản cáo bạch được đăng ký với Ủy ban Chứng khoán và Thị trường (SEC), và cho tới khi nào SEC phê duyệt bản cáo bạch, thì công ty mới được phép bán chứng khoán mới ra thị trường. Theo thời gian, yêu cầu cáo bạch khi phát hành chứng khoán mới đã thay đổi, trở thành một qui định rằng mọi thông tin quan trọng phải được cáo bạch tức thời và liên tục, bất kể chứng khoán mới có đang còn treo lại hay không. Các hồ sơ định kỳ hàng năm và hàng quý của tất cả các công ty đại chúng báo cáo cho SEC đều phong phú đồ sộ, hàm chứa nhiều thông tin, và sẵn sàng trên Internet cho mọi người có thể truy cập.

Hầu hết các nền lập pháp châu Âu đều có những bộ luật ít nhiều tương tự như nhau, cho dù luật của Anh tiến xa hơn những nước khác trong việc đảm bảo sự cáo bạch hoàn chỉnh và kịp thời. Tuy nhiên, ít có quốc gia đang phát triển nào có những bộ luật tương thích, và ở những nước có luật đi chững nữa, luật cũng thường không được cưỡng chế thi hành. Chính phủ ở các thị trường tài chính mới nổi có xu hướng thiên vị các công ty sản xuất; tiếng nói của các nhà đầu tư hiếm khi được lắng nghe, và trong bất kỳ trường hợp nào, tiếng nói này thường là tiếng nói của người nước ngoài hơn là của người bản xứ.

Bất kể luật cáo bạch như thế nào, việc sản xuất thông tin không xảy ra một cách tình cờ, mà là sản phẩm của một nỗ lực có chủ định. Nỗ lực này lớn hơn nhiều so với mức phát huy của các cá nhân riêng lẻ, và do đó đòi hỏi phải có các *thể chế*. Bất kỳ nơi nào thị trường chứng khoán hoạt động trôi chảy, cũng có một bối cảnh thể chế hỗ trợ thị trường thông qua tạo ra những thông tin cần thiết.

Kế toán độc lập

Các hãng kế toán có lẽ là thể chế quan trọng và cơ bản nhất về thông tin trên các thị trường tài chính. Trừ khi các kết quả tài chính được cáo bạch đầy đủ căn cứ theo một hệ thống qui tắc được am hiểu thông suốt, và đã được kiểm toán và xác nhận bằng các nhà kế toán bên ngoài, các con số sẽ khó hiểu và đáng ngờ, và công việc của các nhà phân tích cổ phiếu và tín dụng sẽ trở nên mất tác dụng.

Việc kiểm toán đòi hỏi phải có những tiêu chuẩn chi tiết. Đa số các nước đều có một hệ thống luật quốc gia, qui định các tiêu chuẩn này hay trao quyền cho một nhóm đủ tư cách để ấn định tiêu chuẩn. Một số các tiêu chuẩn này dựa vào các nguyên tắc kế toán đã được chấp nhận chung của Hoa Kỳ (GAAP), và những tiêu chuẩn khác dựa vào các bản tuyên bố khác nhau của Ủy ban Tiêu chuẩn Kế toán Quốc tế (IASB). Trong nhiều trường hợp, những tiêu chuẩn cơ bản này được sửa đổi, đôi khi để phù hợp với điều kiện địa phương (ví dụ như các điều chỉnh

về lạm phát ở Brazil). Chúng ta có thể tìm được một tài liệu mô tả chi tiết các tiêu chuẩn kế toán chính thức theo từng quốc gia trong *Information Guides* do Price Waterhouse Coopers xuất bản.

Cho dù các tiêu chuẩn công bố là một điều kiện cần thiết cho một hệ thống kế toán thỏa đáng, nhưng bản thân chúng không phải là một điều kiện đủ. Phần lớn còn phụ thuộc vào chất lượng của nghề kế toán địa phương, mà điều này thì chịu ảnh hưởng của tính nghiêm ngặt trong việc cưỡng chế thi hành các luật lệ của chính phủ. Thị trường kế toán có xu hướng bị chi phối bởi những công ty hợp danh kế toán quốc tế lớn. Chủ nghĩa toàn cầu năng động này xuất phát từ nhu cầu của khách hàng của họ: Công việc kiểm toán một số lớn các công ty đa quốc gia lớn của châu Âu hay Hoa Kỳ đòi hỏi sự có mặt gần như tại mọi nước trên thế giới, vì các công ty đa quốc gia khách hàng hoạt động trên khắp thế giới. Các hãng kế toán lớn hình thành các liên minh với các hợp danh kiểm toán tại mỗi nước, và lôi kéo các hợp danh này vào hoạt động của hãng.

Việc soạn thảo những tiêu chuẩn kế toán tốt và ngay cả sự hiện diện của các hãng kế toán nổi tiếng cũng không đủ để khắc phục nền văn hoá tư duy mà trong đó sự thật trong các con số xem ra không quan trọng bằng sự bí mật. Ví dụ như ở Nga, một nghiên cứu đã tường thuật rằng “không có các qui định (bao gồm Luật Công ty) nào qui định các yêu cầu cáo bạch chi tiết. Trong số 5000 doanh nghiệp được tư nhân hoá, chỉ có khoảng 100 doanh nghiệp công bố báo cáo tài chính. Tuy nhiên, các bảng cân đối kế toán của họ bao gồm ba dòng tài sản và hai dòng về nghĩa vụ nợ, không có thêm phần thuyết minh cuối báo cáo, thật là vô nghĩa.”³³

Một nghiên cứu năm 1998 của Hội nghị Liên hiệp quốc về Thương mại và Phát triển (UNCTAD) đã xem xét lại các thông lệ thực hành kế toán tại năm nước Đông Á sau cuộc khủng hoảng châu Á (Hàn Quốc, Thái Lan, Indonesia, Malaysia, và Philippines) và kết luận rằng việc không tuân theo các tiêu chuẩn kế toán đã góp phần đáng kể cho độ lớn của cuộc khủng hoảng và con đường khủng hoảng mở ra. Đặc biệt là, do người sử dụng các tiêu chuẩn kế toán bị lạc lối bởi tình hình thực tế của công ty trong thời kỳ trước khủng hoảng, các nhà đầu tư đã không thể thực hiện những hành động thận trọng và khép vào kỷ cương luật lệ mà lẽ ra đã có thể ngăn chặn được sự quản lý sai về tài chính của công ty. Việc rút vốn đột ngột ra khỏi các nước này vào năm 1997 đã phần nào phản ánh sự thay đổi mạnh mẽ niềm tin về thành quả hoạt động và tình hình của các công ty châu Á một khi người ta nhận thấy rõ ràng sổ sách kế toán là những chỉ báo không đáng tin cậy cho tình hình thực tế của họ.

Nghiên cứu của UNCTAD nhận thấy rằng năm quốc gia Đông Á đã không tuân thủ các tiêu chuẩn của IASC trong các loại giao dịch của các bên liên quan, nợ ngoại tệ, các công cụ tài chính phái sinh, và các nghĩa vụ nợ phát sinh bất ngờ. Chỉ một phần ba các công ty trong mẫu cáo bạch thông tin về vay và cho vay của các bên có liên quan. Chỉ có 19 phần trăm cáo bạch các khoản lời và lỗ do chuyển sang ngoại tệ theo một cách thức nhất quán với các qui tắc của IASC. Hơn 80 phần trăm những công ty có sử dụng các công cụ tài chính phái sinh đã không cáo bạch giá trị lãi và thua lỗ liên quan đến các công cụ phái sinh, hay các điều khoản, điều kiện và chính sách về những công cụ này. Gần như một nửa số công ty không báo cáo giá trị các nghĩa vụ nợ phát sinh bất ngờ của họ. Khoản dự phòng rủi ro nợ vay và nợ xấu không được phản ánh chính xác trong sổ sách của ngân hàng.³⁴

³³ Akamatsu (1995) trong ấn bản của Aoki và Kim (1995), trang 142.

³⁴ Vishwanath và Kaufmann (1999).

Chất lượng của các tiêu chuẩn kế toán và cáo bạch là loại thông tin duy nhất mà người ta có thể đánh giá dựa vào điều tra trên cơ sở từng quốc gia. Kết quả đánh giá này được trình bày lại trong phần Phụ lục, trong đó báo cáo kết quả theo từng quốc gia và các nhóm nước căn cứ theo nguồn gốc truyền thống pháp luật của các nước. Những nước có truyền thống Anh hay Scandinavia đạt điểm cao nhất về kết quả hoạt động kế toán, tiếp theo là những nước có nguồn gốc luật pháp của Đức, cuối cùng là những nước có nguồn gốc luật pháp của Pháp với một khoảng cách xa hơn. Các nghiên cứu về những yếu tố thể chế ảnh hưởng đến các thị trường cổ phiếu (được thảo luận vào cuối chương 4) cũng bao gồm số đo chất lượng kế toán này trong danh mục các yếu tố thể chế có ảnh hưởng và nhận thấy rằng nó có sức mạnh dự đoán đáng kể đối với qui mô của thị trường cổ phiếu.

Các cơ quan xếp hạng tín dụng

Các cơ quan xếp hạng tín dụng có vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy sự vận hành trôi chảy của các thị trường nợ thương mại. Nói chung có hai loại: các cơ quan xếp hạng chứng khoán đại chúng và đặt nền tảng sự xem xét của họ trên những thông tin công cộng, được bổ sung bằng việc gặp gỡ các công ty; và các cơ quan xếp hạng các công ty tư nhân dựa trên bất luận những thông tin riêng nào họ có thể tích lũy được, bao gồm các báo cáo sơ bộ từ những nhà cung ứng tín dụng thương mại (những người bán chịu cho công ty), liên quan đến mức độ thanh toán nhanh chóng như thế nào của công ty. Việc này chung qui là sự chia sẻ thông tin giữa những người cung ứng tín dụng thương mại, vừa là nguồn số liệu sơ bộ vừa là những người sử dụng chính các báo cáo này. Ở Hoa Kỳ, Moody's Investor Services và Standard and Poor's Corporation là hai ví dụ về những cơ quan xếp hạng tín dụng thuộc loại thứ nhất, và Dun and Bradstreet là ví dụ về loại thứ hai.

Những công ty lớn này cũng cố gắng trở nên ngày càng có qui mô toàn cầu, xếp hạng các loại trái phiếu quốc tế được phát hành bởi một số đồng chính phủ các thị trường tài chính mới nổi và các công ty tư nhân trong thời kỳ các dòng vốn lưu chuyển cao vào đầu thập niên 90. Lẽ dĩ nhiên, điều này đòi hỏi họ không những đánh giá triển vọng của công ty phát hành, mà còn phải đánh giá cả rủi ro quốc gia của chính đất nước đó; nói chung, một công ty không thể được xếp hạng cao hơn so với thứ hạng tín dụng của chính phủ. Ngoài ra, như các cuộc khủng hoảng và sụp đổ liên tiếp cho thấy, rủi ro cơ bản của trái phiếu từ các thị trường tài chính mới nổi không dính líu đến công ty phát hành nhiều cho bằng sự liên quan đến đất nước; nếu đất nước rơi vào khủng hoảng tài chính, hiếm có công ty nào thoát khỏi liên lụy.

Các cơ quan rủi ro tín dụng nhà nước của Argentina

Vào thập niên 90, ngân hàng trung ương Argentina (BCRA) có gắng đẩy mạnh phát triển tính minh bạch trong hệ thống ngân hàng thông qua yêu cầu các ngân hàng phải có được sự xếp hạng tư nhân, và thông qua xây dựng cơ sở dữ liệu theo dõi thông tin tài chính cơ bản, và các nghĩa vụ cho vay của tất cả những người vay ngân hàng. Yêu cầu xếp hạng là phát kiến kém thành công hơn trong hai phát kiến của ngành ngân hàng, vì nó nhanh chóng dẫn đến sự hình thành nhiều cơ quan xếp hạng tín dụng mới, bao gồm một số cơ quan muốn dành cho các công ty thứ hạng cao ứng với mức phí hào phóng và không quá nhiều thẩm tra xem xét.

Cơ sở dữ liệu mới về khách hàng đi vay ngân hàng thì thành công hơn, nhưng làm phát sinh một vấn đề: người ta nên chia sẻ bao nhiêu thông tin về những người vay ngân hàng? Rõ ràng, có những lợi ích của việc tạo ra thông tin và truyền đạt thông tin một cách rộng rãi. Nhiều thông tin hơn sẽ giúp thuận lợi hơn cho việc thẩm tra ngân hàng của chính quyền, và sự minh bạch hơn về rủi ro sẽ hạ thấp chi phí sử dụng vốn đối với những ngân hàng chất lượng cao

thông qua mang lại một phương thức đáng tin cậy để tách biệt những ngân hàng đang trực trặc với những ngân hàng tốt. BCRA hy vọng rằng theo thời gian, các cơ quan này có thể hỗ trợ cho sự tăng trưởng của trái phiếu công cộng chào bán. Nhưng người ta cũng phải cẩn thận không khuyến khích tình trạng ăn theo những đầu tư của ngân hàng trong thông tin tư nhân. Nếu mọi thông tin mà ngân hàng thu thập được về khách hàng của họ đều được công bố rộng rãi, thì các ngân hàng cạnh tranh có thể giành lấy những khách hàng tốt nhất của nhau mà không phải tốn nhiều công sức tự mình sàng lọc khách hàng.

Suy nghĩ về sự đánh đổi này, BCRA thành lập hai cơ quan song song, *Central de Riesgo* và *Central de Información Crediticia*, để thu thập và phân phối thông tin giữa gần như mọi cá nhân hay công ty vay mượn từ một ngân hàng Argentina. Cơ quan thứ nhất xử lý các công ty lớn và cơ quan thứ hai bao trùm bất kỳ công ty hay cá nhân nào vay mượn hơn 50 đô-la.

Trước tháng 9 năm 1991, dữ liệu chỉ bao gồm tên của người vay, giá trị khoản vay từ mỗi ngân hàng, thứ hạng nội bộ theo đánh giá của ngân hàng (theo thước đo tiêu chuẩn từ 1 đến 5) về uy tín tín dụng của người vay, và việc khoản vay có được thế chấp hay không. Tuy nhiên, từ tháng 9 năm 1997, cơ sở dữ liệu được mở rộng hơn, bao hàm những thông tin chi tiết từ các báo cáo tài chính của công ty và dữ liệu cá nhân về những người vay cá nhân như tuổi tác, tình trạng hôn nhân, thu nhập, và của cải. Thông tin mới từ cơ quan thuế liên bang và văn phòng tín dụng tỉnh thành cũng được bổ sung. Những công ty có thứ hạng tín dụng kém (3-5) vẫn nằm trong cơ sở dữ liệu trong 24 tháng, ngay cả nếu họ đã thôi không còn là những người vay nữa.

Sự tiếp cận đầy đủ với thông tin khách hàng lưu trữ trong cơ sở dữ liệu chỉ được dành cho các ngân hàng Argentina, và chỉ khi họ yêu cầu thông tin về một doanh nghiệp cụ thể. Thông qua giới hạn sự công bố thông tin về khách hàng vay nợ trong phạm vi những danh sách nhỏ những khách hàng mà ngân hàng có yêu cầu nêu tên cụ thể, BCRA hy vọng hạn chế tình trạng ăn theo (xài chùa) chi phí thông tin ngân hàng, đồng thời vẫn đạt được những lợi thế của tình trạng minh bạch hơn, và cũng giúp các ngân hàng kiểm soát rủi ro tín dụng (chia sẻ thông tin có thể ngăn chặn tình trạng thế chấp hai lần cùng một tài sản chẳng hạn).

Bất chấp những giới hạn đặt ra cho việc tiếp cận thông tin, người ta vẫn còn một số quan ngại về việc liệu sự chia sẻ thông tin có làm yếu đi động cơ thúc các ngân hàng xây dựng các mối quan hệ. Câu trả lời phần nào chuyển sang vấn đề liệu đóng góp quan trọng nhất của ngân hàng cho một mối quan hệ tín dụng có phải là sự sàng lọc dựa trên thông tin kế toán. Nếu đúng là thế, thì sự phản đối tình trạng ăn theo sẽ có giá trị. Nhưng trong chừng mực mà những thông tin khác về người vay, việc giám sát và công nghệ cưỡng chế của ngân hàng, là cái tạo ra mối quan hệ giữa ngân hàng và người vay, thì có lẽ không có nguyên cơ gì để lo ngại về tình trạng ăn theo. Thời gian sẽ trả lời liệu kinh nghiệm này có thành công hay không. Nếu thành công, nó có lẽ sẽ được các nước khác noi theo.

Nhưng chính xác ra thì việc phân tích rủi ro quốc gia đòi hỏi những gì? Người ta đo lường những gì? Một nghiên cứu nhận thấy rằng các biến số tốt nhất để giải thích sự khác biệt chéo giữa các nước về thứ hạng tín dụng là giá trị nợ đang lưu hành, GDP trên đầu người, tăng trưởng GDP, lạm phát, và lịch sử trả nợ.³⁵ Tất cả các biến số này đều có ý nghĩa - là chỉ báo cho khả năng hay sự sẵn lòng chi trả nợ quốc tế của quốc gia - nhưng số đo của những biến số này hoặc không thể quan sát được hoặc không thay đổi từ tháng này sang tháng khác đủ để làm cho chúng trở nên hữu ích cho việc dự đoán những thay đổi bất ngờ của rủi ro quốc gia. Việc dự đoán những thay đổi bất ngờ khá khó khăn, đặc biệt khi những thông tin phù hợp được giữ lại trong những thời gian dài (như trong trường hợp của các nước Đông Á, theo nghiên cứu của UNCTAD, hoặc trong trường hợp nắm giữ dự trữ nước ngoài của Mexico, từng được chính

³⁵ Cantor và Packer (1996).

phủ báo cáo sai trong suốt cuộc khủng hoảng). Các cơ quan xếp hạng không dự báo trước được sự sụp đổ của Đông Á năm 1997-1998, và nhìn qua hình 1.13 trong chương 1, chúng ta sẽ xác nhận được rằng các cơ quan tín dụng cũng như thị trường trái phiếu đều đánh giá rất cao về những nước như Malaysia vào cuối năm 1996.

Trong phạm vi những nước này, công việc xếp hạng có thể ít nhiều đơn giản hơn, nghĩa là, xếp các công ty địa phương vào loại có uy tín tín dụng cao nhất, loại kế tiếp và vân vân. Các ngân hàng quốc tế đã sử dụng một số mô hình chấm điểm tín dụng để mang lại câu trả lời đáng tin cậy về mặt thống kê cho câu hỏi này. Một số dựa vào việc phân tích kinh điển về các biến cố vỡ nợ hay phá sản, sử dụng phép phân tích biệt thức (như trong mô hình “Zeta” của Edward Altman) hay các phép hồi qui logit hay probit như trong các mô hình gần đây hơn. Bất kỳ khi nào có một mức giá cổ phiếu đáng tin cậy, hoá ra rằng mối quan hệ giữa tổng giá trị thị trường của công ty và giá trị vốn gốc của nợ có sức mạnh dự đoán đáng kể về tình trạng vỡ nợ hay phá sản (như trong mô hình của công ty KMV của San Francisco). Lẽ dĩ nhiên, tất cả các phương pháp này đều phụ thuộc vào những thông tin thị trường cổ phiếu và kế toán tốt, mà thường không có sẵn tại các thị trường tài chính mới nổi.

Các nhà phân tích cổ phiếu

Bất kỳ ở đâu có một thị trường cổ phiếu, ở đó có những công ty môi giới chứng khoán, và công ty môi giới chứng khoán thường tuyển dụng các nhà phân tích cổ phiếu để mang lại cho họ ý tưởng và lời khuyên dành cho khách hàng. Lẽ dĩ nhiên, ai cũng biết, do sự liên kết này, các nhà phân tích cổ phiếu của bên bán thường thiên lệch theo hướng lạc quan. Phần nào đáng tin cậy hơn là những nhà phân tích của bên mua trong các công ty quản lý quỹ tương hỗ và các nhà đầu tư có tổ chức khác, nhưng các kiến nghị của họ thường không có sẵn đối với công chúng.

Tuy nhiên, các nhà phân tích cổ phiếu đóng một vai trò đáng kể trong một thị trường cổ phiếu lành mạnh. Họ kiên trì săn đuổi ban giám đốc và truy tìm chi tiết của những cơ hội và rủi ro phức tạp trong những công ty mà họ theo dõi. Họ nghiên cứu các báo cáo tài chính với mức độ chi tiết mà những cá nhân riêng lẻ không được đào tạo tường tận và không có kinh nghiệm dày dặn thường không thể làm được. Công việc của họ là truyền thông, và họ nhanh chóng làm cho các kiến nghị của họ được mọi người biết đến.

Báo chí tài chính

Cuối cùng, ta phải nhấn mạnh vào vai trò của báo chí tài chính. Có một thị trường lớn cho báo chí tài chính và kinh doanh và các dịch vụ trực tuyến. Những người đầu tư một lượng lớn tiền bạc muốn cập nhật tin tức hàng ngày về thu nhập và triển vọng của hàng trăm công ty vì tính kịp thời của thông tin cũng quan trọng như tính chính xác của thông tin. Kết quả là, mọi thị trường cổ phiếu quan trọng đều có một mạng lưới báo chí năng động vây quanh nó.

Ngoài ra, sự nghiệp của các phóng viên thường được xây dựng bằng những câu chuyện sốt dẻo mà những người khác không thể phát hiện hay nhận biết được, cho nên các phóng viên có một bầu nhiệt huyết sôi sục để tìm kiếm những thông tin tiêu cực mà các nhà phân tích cổ phiếu bên bán có thể không nôn nóng muốn bộc lộ. Tất cả các thị trường tài chính đều có một nguồn cung vô bờ những vụ giật gân và gian lận, và công việc phơi bày những vụ việc này là nguồn quan tâm bất tận của những người cầm bút cũng như người đọc.

PHỤ LỤC : CHẤT LƯỢNG CỦA CÁC TIÊU CHUẨN KẾ TOÁN VÀ CÁO BẠCH

Bảng sau đây được trình bày lại từ bảng 7 trong ấn bản của La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer và Vishny (1996). Bảng này trình bày thứ hạng của từng quốc gia về chất lượng các tiêu chuẩn kế toán. Theo các tác giả, chỉ số này “được xây dựng thông qua xem xét và xếp hạng các báo cáo hàng năm vào năm 1990 của các công ty dựa trên sự bao hàm hay bỏ sót 90 khoản mục. Các khoản mục này rơi vào bảy chủng loại (thông tin chung, báo cáo thu nhập, bảng cân đối kế toán, báo cáo lưu chuyển tiền tệ, các tiêu chuẩn kế toán, số liệu cổ phiếu, và các khoản mục đặc biệt). Ở từng quốc gia, có ít nhất ba công ty được nghiên cứu. Các công ty này đại diện cho một bộ phận tiêu biểu của các nhóm ngành khác nhau, trong đó các công ty công nghiệp chiếm 70 phần trăm, trong khi các công ty tài chính tiêu biểu cho 30 phần trăm còn lại.”

<i>Quốc gia</i>	<i>Thứ hạng về tiêu chuẩn kế toán</i>
Bình quân các nước có nguồn gốc luật pháp từ Anh	69.62
Úc	75
Canada	74
Hong Kong	69
Ấn Độ	57
Ireland	N/A
Israel	64
Kenya	N/A
Malaysia	76
New Zealand	70
Nigeria	59
Pakistan	N/A
Singapore	78
Nam Phi	70
Sri Lanka	N/A
Thái Lan	64
Anh	78
Hoa Kỳ	71
Zimbabwe	N/A
Bình quân các nước có nguồn gốc luật pháp từ Pháp	51.17
Argentina	45
Bỉ	61
Brazil	54
Chile	52
Colombia	50
Ecuador	N/A
Ái Cập	24
Pháp	69
Hy Lạp	55
Indonesia	N/A
Ý	62
Jordan	N/A

Mexico	60
Hà Lan	64
Peru	38
Philippines	65
Bồ Đào Nha	36
Tây Ban Nha	64
Thổ Nhĩ Kỳ	51
Uruguay	31
Venezuela	40
Bình quân các nước có nguồn gốc luật pháp từ Đức	62.67
Áo	54
Đức	62
Nhữngật Bản	65
Hàn Quốc	62
Thụy Sĩ	68
Đài Loan	65
Bình quân các nước có nguồn gốc luật pháp từ Scandinavia	74.00
Đan Mạch	62
Phần Lan	77
Na Uy	74
Thụy Điển	83
Tổng bình quân	60.39
<hr/>	
N/A: Không có số liệu.	