

**BENJAMIN GRAHAM  
DAVID L. DODD**

“Một tấm bản đồ chỉ đường trong đầu tư mà tôi đã, đang và sẽ sử dụng.”

- Warren Buffett

# **SECURITY ANALYSIS**

**PHÂN TÍCH  
CHỨNG KHOÁN**

Nguyễn Thụy Khánh Chương dịch | Hoàng Minh Tân hiệu đính

## **BENJAMIN GRAHAM**

là hình mẫu huyền thoại ở Phố Wall và được nhìn nhận rộng rãi như là cha đẻ của phân tích chứng khoán hiện đại. Là người sáng lập đầu tư giá trị, sáng lập và cựu chủ tịch quỹ đầu tư Graham-Newman, Graham dạy ở Khoa sau Đại học của Đại học Columbia từ năm 1928 đến năm 1957.

## **DAVID L. DODD**

là đồng nghiệp của Benjamin Graham ở Đại học Columbia trong vai trò trợ giảng.

# **PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN**



## SECURITY ANALYSIS

Copyright © 2009, 1988, 1962, 1951, 1940, 1934

by The McGraw-Hill Companies, Inc.

Vietnamese edition copyright ©2018 by Alpha Books Co.

All rights reserved.

## PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN

Bản quyền tiếng Việt © Công ty Cổ phần Sách Alpha, 2018

Không phần nào trong xuất bản phẩm này được phép sao chép

hay phát hành dưới bất kỳ hình thức hoặc phương tiện nào

mà không có sự cho phép trước bằng văn bản của Công ty Cổ phần Sách Alpha.

Chúng tôi luôn mong muốn nhận được những ý kiến đóng góp của quý vị độc giả  
để sách ngày càng hoàn thiện hơn.

Góp ý về sách, liên hệ về bản thảo và bản dịch: publication@alphabooks.vn

Liên hệ hợp tác về nội dung số: ebook@alphabooks.vn

Liên hệ hợp tác xuất bản & truyền thông trên sách: project@alphabooks.vn

Liên hệ dịch vụ tư vấn, đại diện & giao dịch bản quyền: copyright@alphabooks.vn

## Biên mục trên xuất bản phẩm của Thư viện Quốc gia Việt Nam

Graham, Benjamin

Phân tích chứng khoán / Benjamin Graham, David L. Dodd ; Nguyễn Thúy Khanh  
Chương dịch ; Hoàng Minh Tân h.d.. - H. : Lao động ; Công ty Sách Alpha, 2020. -  
828tr. ; 24cm

Tên sách tiếng Anh: Security analysis

ISBN 9786043010121

1. Chứng khoán 2. Phân tích 3. Đánh giá

332.632042 - dc23

LDF0162p-CIP

BUSINESS

# PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN

Nguyễn Thụy Khánh Chương *dịch*

Hoàng Minh Tân *hiệu đính*

(Tái bản lần thứ 2)

**BENJAMIN GRAHAM  
DAVID L. DODD**



NHÀ XUẤT BẢN  
LAO ĐỘNG

*Cuốn sách được lựa chọn cho*  
**CHƯƠNG TRÌNH LÃNH ĐẠO TRẺ ABG**  
<https://www.facebook.com/ABG.Program/>

*Đơn vị bảo trợ truyền thông*  
**CÔNG TY CỔ PHẦN TRUYỀN THÔNG TRẠM ĐỌC**  
<https://www.facebook.com/tramdocvn/>  
website: tramdoc.vn



---

---

BENJAMIN GRAHAM và DAVID DODD đã thay đổi mãi mãi hệ thống lý thuyết và thực hành đầu tư vào năm 1934 khi xuất bản cuốn *Phân tích chứng khoán*. Nước Mỹ và phần còn lại của thế giới đang đắm chìm trong cuộc Đại khủng hoảng, giai đoạn biến đổi đột ngột vô tiền khoáng hậu của tài chính thế giới. Năm 1940, hai tác giả đáp lại thay đổi này bằng phiên bản hiệu chỉnh toàn diện. Phiên bản thứ hai của cuốn *Phân tích chứng khoán* được nhiều nhà đầu tư xem như tuyên ngôn tối cao từ hai triết gia đầu tư có ảnh hưởng lớn nhất trong thời đại chúng ta.

Trên toàn thế giới, *Phân tích chứng khoán* vẫn được đánh giá là một trong những bộ sách giáo khoa kinh điển về phân tích cổ phiếu và trái phiếu. Nó cũng được xem là cuốn Kinh thánh cho đầu tư giá trị. Để đánh dấu kỷ niệm 75 năm ngày ra đời, nhà xuất bản McGraw-Hill trọng vọng xuất bản phiên bản thứ 6 của cuốn sách này.

Vẫn với nội dung như phiên bản năm 1940, phiên bản mới còn bổ sung các tiểu luận sinh động và thực tế do những cây viết xuất sắc soạn thảo. Đội ngũ này bao gồm các nhà đầu tư giá trị hàng đầu, một chuyên gia học thuật tài năng và các cây bút tài chính hàng đầu thế giới. Đây là cuốn kinh thánh đương đại về đầu tư giá trị.

Phiên bản thứ 6 mang trên mình thiết kế mới với màu sắc của phiên bản năm 1940. Cuốn sách này được in và biên tập bởi R. R. Donnelley ở Crawfordsville, Indiana.

---

---

*“Rất nhiều cái được lưu trữ giờ đã bị lãng quên,  
và rất nhiều thứ đã bị lãng quên đang được tôn trọng.”*

HORACE TRONG TÁC PHẨM ARS POETICA.

# LỜI NÓI ĐẦU

WARREN E. BUFFETT

---

---

T<sub>rong</sub> thư viện đầy ắp sách của mình, có 4 cuốn tôi đặc biệt trân trọng và chúng đều được viết cách đây 50 năm. Dù đã được viết rất lâu, đến giờ đọc lại, chúng vẫn mang lại cho tôi những giá trị to lớn. Các trang giấy có thể cũ đi, nhưng sự thông thái trong những tác phẩm đó mãi trường tồn cùng thời gian.

Hai trong số 4 cuốn sách này là *The Wealth of Nations* (tạm dịch: Sự phồn thịnh của các quốc gia) (1776) của Adam Smith và cuốn *The Intelligent Investor* (tạm dịch: Nhà đầu tư thông minh) (1949) của Benjamin Graham. Cuốn thứ ba là phiên bản gốc của cuốn sách bạn đang cầm trong tay, *Phân tích chứng khoán* của Graham và Dodd. Tôi đã đọc cuốn sách này trong thời gian còn ở Đại học Columbia vào năm 1950-1951, khi tôi may mắn nhận được sự chỉ bảo của Ben Graham và David Dodd. Cuốn sách và hai người thầy này đã thay đổi cuộc đời tôi.

Về mặt lợi ích thực tế, những nội dung tôi được học đã trở thành nền tảng cho tất cả những quyết định đầu tư và kinh doanh sau này. Trước khi gặp Ben và Dave, tôi đã có khoảng thời gian thú vị với thị trường chứng khoán. Trước khi mua cổ phiếu đầu tiên năm 11 tuổi, tôi phải dành thời gian tiết kiệm đủ số tiền 115 đô-la và đã đọc mọi cuốn sách liên quan đến thị trường chứng khoán ở Thư viện Công cộng Omaha. Tôi thấy rất nhiều cuốn hấp dẫn và thú vị, nhưng không cuốn nào thực sự hữu ích.

Cuộc phiêu lưu tìm kiếm trí tuệ của tôi kết thúc khi gặp Ben và Dave, đầu tiên là qua các bài viết, sau đó là gặp gỡ trực tiếp. Họ vẽ ra một bản đồ đầu tư mà tôi đã theo đuổi 57 năm qua và không cần phải tìm bất cứ tấm bản đồ chỉ đường nào nữa trong đầu tư.

Bên cạnh các ý tưởng Ben và Dave chỉ dạy, họ còn là những người bạn, khích lệ và tin tưởng tôi. Họ quan tâm mà không mong báo đáp từ một sinh viên trẻ, đó đơn thuần là sự giúp đỡ một chiều không toan tính. Đây cũng là điểm tôi ngưỡng mộ nhất ở hai ông. Họ không chỉ bẩm sinh đầy thông thái và trí tuệ, mà còn là những người rộng rãi và tốt bụng.

Những kẻ hay làm việc xấu chắc hẳn sẽ bối rối bởi hai người đàn ông này. Ben và Dave đã giảng dạy hàng nghìn đối thủ tiềm năng, trẻ tuổi như tôi. Đó là những người sẽ tìm mua các cổ phiếu giá hời hoặc tham gia vào giao dịch chênh lệch giá, đồng thời trực tiếp cạnh tranh với công ty đầu tư Graham-Newman của Ben. Hơn nữa, Ben và Dave còn sử dụng các ví dụ đầu tư thực tế trong lớp học và các bài viết của mình, và thực tế đã làm thay đổi công việc của chúng tôi. Cách hành xử và các ý tưởng của họ gây ấn tượng sâu sắc trong tôi và rất nhiều bạn học cùng lớp khác. Chúng tôi được dạy không chỉ đầu tư thông minh mà còn phải sống thông minh.

Bản sao cuốn *Phân tích chứng khoán* trong thư viện cá nhân mà tôi từng sử dụng khi còn theo học ở Đại học Columbia là phiên bản năm 1940. Chắc chắn, tôi đã đọc nó ít nhất 4 lần và hiển nhiên nó rất đặc biệt.

Nhưng hãy để tôi để cập tiếp tựa sách thứ tư, cái còn quý giá hơn. Năm 2000, Barbara Dodd Anderson, con gái duy nhất của Dave, trao cho tôi phiên bản năm 1934 của cuốn *Phân tích chứng khoán* với hàng trăm ghi chú ở lề sách. Chúng là nét chữ của Dave khi ông đang chuẩn bị xuất bản phiên bản hiệu chỉnh 1940. Không món quà nào có ý nghĩa hơn thế với tôi.

# **MỤC LỤC**

---

Lời nói đầu .....	7
Lời tựa cho Phiên bản thứ 6 .....	13
Lời tựa cho Phiên bản thứ 2 .....	41
Lời tựa cho Phiên bản đầu tiên .....	43
Giới thiệu Phiên bản thứ 6 .....	47
Dẫn nhập vào Phiên bản thứ 2 .....	66

## **PHẦN I. KHẢO SÁT VÀ CÁCH TIẾP CẬN**

<b>CHƯƠNG 1.</b> Phạm vi và hạn chế của phân tích chứng khoán – khái niệm giá trị nội tại .....	104
<b>CHƯƠNG 2.</b> Các yếu tố căn bản trong vấn đề của phân tích – định lượng và định tính .....	119
<b>CHƯƠNG 3.</b> Các nguồn thông tin .....	135
<b>CHƯƠNG 4.</b> Những khác biệt giữa đầu tư và đầu cơ .....	147
<b>CHƯƠNG 5.</b> Phân loại chứng khoán .....	160

## **PHẦN II. CÁC LỰA CHỌN ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ CỐ ĐỊNH**

Giới thiệu Phần II .....	170
<b>CHƯƠNG 6.</b> Chọn lựa chứng khoán đầu tư giá trị cố định .....	187

<b>CHƯƠNG 7.</b> Chọn chứng khoán đầu tư giá trị cố định: nguyên tắc thứ hai và thứ ba .....	203
<b>CHƯƠNG 8.</b> Các tiêu chuẩn cụ thể cho đầu tư trái phiếu .....	219
<b>CHƯƠNG 10.</b> Các tiêu chuẩn cụ thể cho đầu tư trái phiếu (tiếp).....	231
<b>CHƯƠNG 11.</b> Kỹ thuật chọn cổ phiếu ưu đãi để đầu tư .....	242
<b>CHƯƠNG 12.</b> Trái phiếu thu nhập và chứng khoán bảo lãnh .....	255
<b>CHƯƠNG 13.</b> Chứng khoán bảo lãnh (tiếp) .....	269
<b>CHƯƠNG 14.</b> Giao kèo có tính bảo vệ và các đền bù cho người giữ chứng khoán ưu tiên .....	287
<b>CHƯƠNG 15.</b> Giao kèo bảo đảm (tiếp) .....	303
<b>CHƯƠNG 16.</b> Giám sát các khoản đầu tư.....	316

### **PHẦN III. CHỨNG KHOÁN ƯU TIÊN CAO VỚI ĐẶC TÍNH ĐẦU CƠ**

Giới thiệu Phần III .....	328
<b>CHƯƠNG 17.</b> Chứng khoán đặc quyền .....	351
<b>CHƯƠNG 18.</b> Đặc tính kỹ thuật của chứng khoán ưu tiên cao đặc quyền.....	363
<b>CHƯƠNG 19.</b> Khía cạnh kỹ thuật của chứng khoán chuyển đổi .....	379
<b>CHƯƠNG 20.</b> Chứng khoán ưu tiên cao có tính an toàn đáng ngờ .....	390

### **PHẦN IV. LÝ THUYẾT ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG – YẾU TỐ CỔ TỨC**

Giới thiệu Phần IV .....	406
<b>CHƯƠNG 21.</b> Lý thuyết đầu tư cổ phiếu phổ thông .....	415
<b>CHƯƠNG 22.</b> Các tiêu chuẩn mới trong đầu tư cổ phiếu .....	436
<b>CHƯƠNG 23.</b> Yếu tố cổ tức trong phân tích cổ phiếu phổ thông .....	448

## **PHẦN V. PHÂN TÍCH TÀI KHOẢN THU NHẬP – YẾU TỐ THU NHẬP TRONG ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG**

Giới thiệu Phần V.....	468
<b>CHƯƠNG 24.</b> Phân tích tài khoản thu nhập.....	481
<b>CHƯƠNG 25.</b> Thua lỗ bất thường và những hạng mục đặc biệt khác trong tài khoản thu nhập .....	498
<b>CHƯƠNG 26.</b> Các thủ thuật sai lệch trong tài khoản doanh thu thu nhập của công ty con .....	510
<b>CHƯƠNG 27.</b> Mối liên hệ giữa khấu hao và những chi phí tương tự .....	530
<b>CHƯƠNG 28.</b> Tầm quan trọng của lịch sử thu nhập .....	551
<b>CHƯƠNG 29.</b> Các lý do cụ thể để nghi ngờ hay từ chối số liệu quá khứ .....	567
<b>CHƯƠNG 30.</b> Hệ số giá – thu nhập cổ phiếu phổ thông điều chỉnh theo thay đổi cơ cấu vốn hóa .....	576
<b>CHƯƠNG 31.</b> Cấu trúc vốn hóa.....	589
<b>CHƯƠNG 32.</b> Cổ phiếu giá thấp phân tích nguồn thu nhập.....	603

## **PHẦN VI. PHÂN TÍCH BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN – Ý NGHĨA CỦA GIÁ TRỊ TÀI SẢN**

Giới thiệu Phần VI.....	618
<b>CHƯƠNG 33.</b> Phân tích bảng cân đối kế toán – tầm quan trọng của giá trị sổ sách .....	629
<b>CHƯƠNG 34.</b> Tầm quan trọng của giá trị tài sản ngắn hạn .....	641
<b>CHƯƠNG 35.</b> Ý nghĩa của giá trị thanh lý – quan hệ giữa cổ đông và ban giám đốc.....	659
<b>CHƯƠNG 36.</b> Phân tích bảng cân đối kế toán (kết luận) .....	676

## **PHẦN VII. CÁC KHÍA CẠNH BỔ SUNG CỦA PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN – NHỮNG SAI BIỆT GIỮA GIÁ CẢ VÀ GIÁ TRỊ**

Giới thiệu Phần VII.....	702
<b>CHƯƠNG 37.</b> Chi phí huy động vốn và quản lý .....	716
<b>CHƯƠNG 38.</b> Vài khía cạnh của mô hình kim tự tháp doanh nghiệp .....	729
<b>CHƯƠNG 39.</b> Phân tích so sánh các công ty cùng ngành.....	740
<b>CHƯƠNG 40.</b> Sai biệt giữa giá và giá trị .....	757
<b>CHƯƠNG 41.</b> Sai biệt giữa giá và giá trị (tiếp).....	780
<b>CHƯƠNG 42.</b> Phân tích thị trường và phân tích chứng khoán .....	790

## **PHẦN VIII. ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ TOÀN CẦU**

Chu du cùng Graham và Dodd .....	808
Về phiên bản này.....	818
Lời cảm ơn .....	820
Về các tác giả tham gia đóng góp .....	821

## *Lời tựa cho Phiên bản thứ 6*

# SỰ THÔNG THÁI TRƯỜNG TỒN CỦA GRAHAM VÀ DODD

SETH A. KLARMAN

---

---

75 năm sau ngày Benjamin Graham và David Dodd viết cuốn *Phân tích chứng khoán*, những nhà đầu tư giá trị thời nay vẫn nặng lòng biết ơn họ. Graham và Dodd là hai nhà tư tưởng cẩn mẫn và sâu sắc đến lạ thường, những người đã mang đến trật tự cho thế giới tài chính hoang sơ tăm tối vào thời của họ. Kể từ thời điểm đó, họ đã thắp sáng con đường cho các nhà đầu tư giá trị. Ngày nay, cuốn *Phân tích chứng khoán* vẫn là tấm bản đồ vô giá để nhà đầu tư định hướng trong quá trình tham gia vào thị trường tài chính bất đoán, thường xuyên biến động và đôi khi đầy quỷ quyệt. Được ví như “cuốn Kinh thánh của đầu tư giá trị”, *Phân tích chứng khoán* là tác phẩm hoàn chỉnh và chi tiết, đầy ắp sự thông thái cho các thế hệ. Dù rất nhiều ví dụ đã lỗi thời, nhưng bài học trong sách luôn trường tồn cùng thời gian. Và dù lỗi hành văn có thể khô cứng, đọc giả vẫn phát hiện ra các ý tưởng giá trị trong hầu như mọi trang sách. Thị trường tài chính đã thay đổi theo cách không tưởng từ năm 1934, nhưng phương pháp đầu tư của Graham và Dodd vẫn còn nguyên tính ứng dụng tuyệt vời đến ngày nay.

Ngày nay cũng như trong thời đại của Graham và Dodd, đầu tư giá trị là phương pháp mua chứng khoán hay tài sản với giá trị thấp hơn giá trị của chúng. Nói cách khác là bỏ 50 xu để mua 1 đô-la. Đầu tư vào các cổ phiếu

giá hời tạo ra “biên độ an toàn” – đó là dư địa cho các sai lầm, thiếu chính xác, thiếu may mắn hoặc chu kỳ thăng trầm của nền kinh tế và thị trường cổ phiếu. Trong khi vài người có thể ngộ nhận khi coi đầu tư giá trị là công cụ kỹ thuật để nhận diện các món hời, thì nó thực sự là một triết lý đầu tư toàn diện nhấn mạnh vào việc thực hiện phân tích cơ bản chuyên sâu, theo đuổi các kết quả đầu tư dài hạn, giới hạn rủi ro, kháng lại tâm lý đám đông.

Rất nhiều người dẫn thân vào thị trường cổ phiếu với mục đích kiếm tiền nhanh. Định hướng này mang tính đầu cơ nhiều hơn đầu tư, dựa trên hy vọng rằng giá cổ phiếu sẽ tăng dù giá trị của nó là gì đi nữa. Nhà đầu cơ nhìn chung xem cổ phiếu là những mảnh giấy để giao dịch qua lại, ngờ nghênh tách chúng ra khỏi thực tế kinh doanh của doanh nghiệp và các tiêu chí định giá. Cách tiếp cận đầu cơ không để tâm hoặc quan tâm rất ít đến rủi ro sụt giá, đặc biệt phổ biến ở những thị trường đang tăng trưởng. Trong các giai đoạn tăng trưởng nóng, rất ít người đủ tính kỷ luật để tuân theo những tiêu chuẩn định giá và phòng tránh rủi ro chặt chẽ, nhất là khi hầu hết những người không tuân theo tiêu chuẩn này lại trở nên giàu có rất nhanh. Rốt cuộc thì sẽ rất dễ lầm tưởng rằng ai đó thực sự tài năng trong thị trường bò<sup>1</sup>.

Trong vài năm trở lại đây, vài người đã cố mở rộng định nghĩa thuật ngữ đầu tư sang bất kỳ tài sản nào tăng giá gần đây, hoặc có thể sẽ sớm tăng giá, ví dụ các tác phẩm nghệ thuật, tem quý, bộ sưu tập rượu vang. Các vật phẩm này không có giá trị cơ bản chắc chắn, không tạo ra bất kỳ dòng tiền hiện tại hay tương lai nào, phụ thuộc hoàn toàn vào cái nhìn của người mua, chúng rõ ràng là các khoản đầu cơ hơn là đầu tư.

Trái ngược với phương pháp thu lợi nhanh của giới đầu cơ, nhà đầu tư thể hiện tâm lý ngại rủi ro bằng cách cẩn trọng tránh lỗ. Nhà đầu tư ngại rủi ro là người cho rằng thiệt hại từ một khoản lỗ không thể bù đắp bằng khả năng có được một khoản sinh lợi với giá trị tương đương. Khi bắt kỳ ai trong chúng ta tích lũy được chút ít vốn, ích lợi nhỏ từ lợi nhuận

---

1. Nguyên văn “bull market” là các thị trường hoặc thời đoạn thị trường trong đó chứng khoán có xu hướng tăng giá đều đặn (theo từ điển Merriam-Webster).

thường bị lu mờ bởi nỗi đau thua lỗ.<sup>1</sup> Hãy tưởng tượng bạn phản ứng ra sao khi nhận được đề nghị tham gia trò chơi tung đồng xu với kết quả gia tăng gấp đôi giá trị bỏ ra hoặc thua tất cả. Ngại rủi ro khiến hầu hết mọi người đều từ chối tham gia trò cờ bạc này. Tâm lý ngại rủi ro đó đã ăn sâu vào bản chất loài người. Tuy nhiên, rất nhiều người đã vô tình bỏ qua tâm lý ngại rủi ro này khi tiếng còi báo hiệu các cơ hội đầu cơ thị trường vang lên.

Nhà đầu tư giá trị không xem chứng khoán là các công cụ đầu cơ, mà là các khoản sở hữu một phần, hoặc các khoản cho vay ở các doanh nghiệp cơ sở. Định hướng này là tâm điểm của đầu tư giá trị. Khi một phần nhỏ của doanh nghiệp được chào bán với giá hời, sẽ rất hữu ích nếu đánh giá dưới góc nhìn như thể toàn bộ doanh nghiệp đang được chào bán. Việc đặt trọng tâm vào quan điểm mang tính phân tích này giúp các nhà đầu tư giá trị tập trung theo đuổi kết quả dài hạn, thay vì lợi nhuận từ giao dịch mỗi ngày.

Gốc rễ của triết lý Graham và Dodd là nguyên tắc cho rằng thị trường tài chính là nơi tạo cơ hội lớn nhất. Đôi khi, thị trường định giá đúng chứng khoán, đôi khi không. Thực tế, trong ngắn hạn, thị trường tương đối thiếu hiệu quả, tạo ra sự khác biệt lớn giữa thị giá và giá trị cơ sở. Các diễn biến bất ngờ, sự bất định ngày càng gia tăng và các dòng chảy vốn có thể khiến thị trường dao động mạnh trong ngắn hạn theo cả hai hướng<sup>2</sup>. Theo ngôn ngữ của Graham và Dodd, “Giá [của một chứng khoán] thường

1. Mất tiền, như Graham ghi chú, có thể tạo ra tâm lý rối loạn. Sự căng thẳng từ thiệt hại tài chính gây ra bởi sự thua lỗ vừa trải qua hoặc nỗi sợ thua lỗ nhiều hơn có thể ảnh hưởng lớn đến khả năng tận dụng cơ hội xuất hiện tiếp theo của chúng ta. Nếu một cổ phiếu bị định giá thấp mất giá phân nửa trong khi các chỉ số cơ bản – sau khi kiểm tra và tái kiểm tra – xác nhận không thay đổi, chúng ta nên tận hưởng cơ hội này bằng cách mua nhiều các cổ phiếu “đại hạ giá”. Nhưng nếu giá trị tài sản ròng của chúng ta đã sụt giảm cùng với giá cổ phiếu, có thể khó khăn về tâm lý để nắm lấy cơ hội này.

2. Tuy nhiên, trong dài hạn, khi nhà đầu tư thực hiện phân tích cơ bản và ban quản trị doanh nghiệp giải thích các chiến lược và quản lý cấu trúc vốn của họ, giá cổ phiếu thường di chuyển về giá trị cơ bản của doanh nghiệp. Cụ thể, các cổ phiếu có giá thấp hơn giá trị cơ sở rất nhiều sẽ thu hút những người săn mòn hời, rốt cuộc, thu hút những tay chuyên đi mua lại doanh nghiệp, điều sẽ cùng cổ xu hướng hiệu quả giá trong dài hạn. Tuy nhiên, xu hướng này luôn bị đứt đoạn bởi các ảnh hưởng ngắn hạn từ lòng tham và nỗi sợ.

là yếu tố mang tính bản chất, do đó một cổ phiếu... có thể có giá trị đầu tư ở mức giá nhất định, chứ không phải ở mức giá khác.” Như Graham đã chỉ ra, những người nhìn thị trường như chiếc cân máy – một công cụ đánh giá giá trị chính xác và hiệu quả – thuộc đám đông cảm xúc điều khiển. Những người nhìn thị trường như cỗ máy bỏ phiếu – một cuộc thi dựa trên cảm xúc của số đông – sẽ đứng ở vị thế có lợi trong việc lợi dụng các xúc cảm cực đoan của thị trường.

Dù rằng bất kỳ ai cũng có thể là nhà đầu tư giá trị, nhưng các tính cách cần thiết của dạng nhà đầu tư này bao gồm kiên nhẫn, kỷ luật và ngại rủi ro có thể mang đặc tính di truyền. Khi lần đầu tìm hiểu đầu tư giá trị, bạn có thể thực sự cảm nhận được nó, hoặc không. Bạn cũng có khả năng giữ bản thân mình kỷ luật và kiên nhẫn, hoặc không. Như Warren Buffett đã nói trong bài viết nổi tiếng “The Superinvestors of Graham-and-Doddsville” (tạm dịch: Nhà đầu tư siêu đẳng theo phương pháp Graham và Dodd) của mình rằng: “Với tôi, đó là một hiện tượng đặc biệt khi ý tưởng mua một đồng đô-la ở mức giá 40 xu thu hút mọi người ngay lập tức hoặc chẳng thu hút họ chút nào. Nó giống như việc cấy mầm vây. Nếu ý tưởng đó thuyết phục một người ngay tức khắc, tôi thấy bạn sẽ phải nói chuyện với người này từ năm này qua tháng nọ và cho anh ta xem các kết quả, và sẽ chẳng có khác biệt gì.”<sup>1/2</sup> Nếu cuốn *Phân tích chứng khoán* phù hợp với tính cách của bạn – nếu bạn có thể cưỡng lại việc đầu cơ và đôi khi chẳng làm gì cả – có lẽ bạn sở hữu tố chất để đầu tư giá trị. Nếu không, ít nhất cuốn sách này sẽ giúp bạn hiểu bạn phù hợp với vị trí nào trong bức tranh đầu tư và giúp bạn đánh trúng các suy nghĩ của cộng đồng đầu tư giá trị.

1. “Nhà đầu tư siêu đẳng theo phương pháp Graham và Dodd,” in bởi nhóm Hermes thuộc tờ *Columbia Business School* năm 1984.

2. Kinh nghiệm cá nhân của tôi chính xác là cái Buffett đã mô tả. Công việc vào thời gian hè năm 1978 của tôi ở Mutual Shares, một quỹ đầu tư tương hỗ không thu phí theo định hướng giá trị, đã định hướng cho nghề nghiệp của tôi. Kế hoạch thanh lý Telecor và chia tách (spin-off) Electro Rent, một doanh nghiệp cho thuê thiết bị đang tăng trưởng nhanh ở mức định giá như cho không ngang bằng với dòng tiền. Bạn sẽ luôn ghi nhớ đến khoản đầu tư giá trị của mình.

## NGÀY NAY VẪN XÁC ĐÁNG

Có lẽ thành tựu lớn lao nhất của cuốn *Phân tích chứng khoán* lần đầu được xuất bản năm 1934 và phiên bản tái bản được hoan nghênh năm 1940, là các bài học trường tồn với thời gian. Các thế hệ nhà đầu tư giá trị đã chấp nhận các bài giảng của Graham và Dodd, vận dụng thành công trong các điều kiện môi trường, quốc gia và các loại tài sản đầu tư rất đa dạng.

Các tác giả chắc hẳn rất vui mừng với kết quả này vì họ đã hy vọng có thể đưa ra các nguyên tắc “đứng vững trước bài thuốc thử đầy bí ẩn của tương lai”.

Năm 1992, Tweedy, Browne Company LLC, một công ty đầu tư giá trị nổi tiếng xuất bản tập hợp 44 nghiên cứu có tiêu đề “What has worked in investing” (tạm dịch: Các nguyên tắc đầu tư thành công). Nghiên cứu phát hiện ra nguyên tắc đầu tư thành công khá đơn giản: Cổ phiếu rẻ (đo lường bằng thị giá-giá trị sổ sách, chỉ số thị giá-thu nhập, hoặc tỷ suất cổ tức) chắc chắn tăng giá tốt hơn các cổ phiếu đắt đỏ khác; cổ phiếu ít tăng giá (trong giai đoạn 3 và 5 năm) về sau sẽ đánh bại các cổ phiếu đã tăng trưởng tốt trong thời điểm gần đây. Nói cách khác, đầu tư giá trị có hiệu quả! Tôi chưa từng gặp nhà đầu tư nào hối hận khi áp dụng triết lý đầu tư giá trị; rất ít nhà đầu tư từng sử dụng các nguyên tắc này sau đó lại từ bỏ nó để chuyển sang cách tiếp cận khác.

Ngày nay, khi đọc mô tả của Graham và Dodd về cách họ hành động ở thị trường tài chính trong thập niên 1930, có vẻ như hai tác giả đang mô tả một thời kỳ lạ lẫm, xa xăm và cổ xưa của khủng hoảng kinh tế, tâm lý ngai rủi ro cùng cực, các doanh nghiệp mờ mịt bị lãng quên. Nhưng chuyến thám hiểm này quý giá hơn vẻ bế ngoài của nó. Rốt cuộc, mỗi ngày mới lại ẩn chứa tiềm năng mang đến môi trường mới lạ. Hầu hết các nhà đầu tư đều có xu hướng cho rằng thị trường ngày mai sẽ giống với thị trường hôm nay. Song sự thông thái thường xuyên bị đảo lộn<sup>1</sup>, câu chuyện

---

1. Tình trạng thắt chặt tín dụng khởi xướng bởi các khoản lỗ vay nợ thế chấp dưới chuẩn bắt đầu vào tháng 7 năm 2007 là một ví dụ ẩn tượng gần đây.

trở nên sáng tỏ, giá cổ phiếu quay về mức trung bình, mọi người lại nhận ra họ đang đầu cơ. Vào những thời điểm đó, khi hôm nay không giống hôm qua, hầu hết các nhà đầu tư sẽ tê liệt. Theo cách nói của Graham và Dodd: “Chúng tôi đã cố gắng hết sức kéo sinh viên ra khỏi việc lún quá sâu vào cái nhìn nông cạn và tạm thời”, thứ “ngay lập tức tạo ra ảo tưởng và kẻ thù của thế giới tài chính”. Chính trong các giai đoạn xáo trộn, triết lý đầu tư giá trị đặc biệt có lợi.

Năm 1934, Graham và Dodd chứng kiến giai đoạn 5 năm tốt và xấu nhất mọi thời đại của thị trường: Giai đoạn tăng trưởng đỉnh điểm năm 1929, thị trường sụp đổ vào tháng 10 năm 1929 và hệ quả kéo dài của cuộc Đại khủng hoảng. Họ đã vạch ra kế hoạch giúp các nhà đầu tư trong bất kỳ hoàn cảnh nào cũng có thể tìm trong số hàng trăm nghìn cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu ưu đãi và trái phiếu để nhận diện thành công các khoản đầu tư đáng giá. Đáng ngạc nhiên thay, cách tiếp cận của họ chính là thứ mà các nhà đầu tư giá trị ngày nay đang sử dụng. Chính các nguyên tắc họ ứng dụng vào thị trường cổ phiếu và trái phiếu Mỹ thập niên 1920 và 1930 cũng được áp dụng cho thị trường tài chính toàn cầu đầu thế kỷ XXI, vào các tài sản ít tính thanh khoản hơn như bất động sản và cổ phần vốn tư nhân (private equity), thậm chí vào các công cụ tài chính phái sinh không hề tồn tại ở thời điểm cuốn sách được viết ra.

Trong khi các công thức như cách kiểm tra “vốn lưu động ròng” (net working capital) cần thiết để hỗ trợ phân tích tài chính, đầu tư giá trị không phải là bài tập vẽ số<sup>1</sup>. Sự ngòi vực và đánh giá luôn cần thiết. Lý do đơn giản bởi không phải tất cả các yếu tố ảnh hưởng đến giá trị công ty đều được ghi nhận trong báo cáo tài chính. Hàng tồn kho có thể hư hỏng và khoản phải thu không đòi được; nợ phải trả (liabilities) đôi khi không được ghi nhận và giá trị tài sản có thể được định giá quá cao hoặc quá thấp.

---

1. Graham và Dodd khuyến nghị rằng nhà đầu tư mua cổ phiếu nên giao dịch ở mức giá thấp hơn  $\frac{2}{3}$  “vốn lưu động ròng”, được xác định bằng vốn lưu động trừ đi tất cả các khoản nợ khác (liabilities). Rất nhiều cổ phiếu đáp ứng được tiêu chuẩn này trong những năm Đại khủng hoảng, ngày nay thì ít hơn rất nhiều.

Thứ hai, định giá là nghệ thuật chứ không phải bộ môn khoa học. Vì giá trị doanh nghiệp phụ thuộc vào rất nhiều biến, nó chỉ có thể được định giá trong phạm vi nhất định. Thứ ba, kết quả của tất cả các khoản đầu tư phụ thuộc ít nhiều vào tương lai không thể dự đoán chắc chắn; vì vậy, thậm chí những khoản đầu tư được phân tích kỹ lưỡng nhất cũng không sinh lợi. Đôi khi cổ phiếu trở nên rẻ tiền vì vài lý do hợp lý: Mô hình kinh doanh thất bại, các khoản nợ phải trả bị che giấu, các vụ kiện tụng kéo dài, ban quản trị bất tài hoặc tham ô. Nhà đầu tư phải luôn hành động cẩn trọng và khiêm nhường, không ngừng tìm kiếm các thông tin phụ trợ vì hiểu rằng mình sẽ chẳng bao giờ biết được mọi thông tin về doanh nghiệp. Rốt cuộc, những nhà đầu tư giá trị thành công nhất kết hợp giữa nghiên cứu doanh nghiệp chi tiết và các bài tập định giá với đức tính kỷ luật và kiên nhẫn vô tận, phân tích độ nhạy (sensitivity analysis) được cân nhắc đầy đủ, trí tuệ và nhiều năm kinh nghiệm phân tích và đầu tư.

Điều thú vị là các nguyên tắc đầu tư giá trị của Graham và Dodd được ứng dụng bên ngoài phạm vi thị trường tài chính, ví dụ như ứng dụng trong thị trường săn lùng tài năng bóng chày, từng được ghi nhận hùng hồn trong bộ phim *Moneyball* của Michael Lewis vào năm 2003. Thị trường cầu thủ bóng chày cũng giống thị trường cổ phiếu và trái phiếu, là thị trường không hiệu quả với cùng các lý do. Trong cả đầu tư lẫn bóng chày, không bao giờ tồn tại duy nhất một cách xác định giá trị, không có chỉ số nào sẽ quyết định tất cả. Trong cả hai thị trường, có hàng núi thông tin và không có sự đồng thuận rộng rãi nào về cách đánh giá chúng. Người ra quyết định trong cả hai lĩnh vực đều diễn dịch sai các dữ liệu sẵn có, định hướng sai các phân tích và đi đến những kết luận thiếu chính xác. Trong bóng chày cũng như trong chứng khoán, nhiều người trả quá nhiều tiền vì họ sợ mình xa rời đám đông và phải chịu chi phí. Họ thường ra quyết định dựa trên các lý do cảm tính chứ không phải lý trí. Họ hồ hởi và hoảng loạn. Định hướng của họ đôi khi trở nên quá ngắn hạn. Họ không hiểu được quay về trung bình (mean reverting) là gì. Các nhà đầu tư giá trị trong thị trường bóng chày cũng giống thị trường chứng khoán, tận hưởng lợi nhuận cao

hơn trung bình theo thời gian. Trong khi Graham và Dodd không áp dụng các nguyên tắc giá trị vào bóng chày, khả năng ứng dụng cái nhìn sâu sắc của hai tác giả vào thị trường nhân tài thể thao minh chứng cho sự phổ biến và trưởng tồn của cách tiếp cận này.

## ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ NGÀY NAY

Trong bối cảnh Đại khủng hoảng, thị trường cổ phiếu và kinh tế Mỹ cực kỳ rủi ro. Các xu hướng đi xuống của giá cổ phiếu và hoạt động kinh doanh ập đến bất ngờ, có thể nghiêm trọng và kéo dài. Tình huống này thường khuất phục những người lạc quan nhất. Chiến thắng, theo nghĩa nào đó, là không bị mất tiền. Nhà đầu tư có thể đạt được biên độ an toàn bằng cách mua các cổ phiếu doanh nghiệp với chiết khấu cao so với giá trị cơ sở của nó, và họ cần biên độ an toàn vì tất cả mọi thứ có thể sẽ diễn biến xấu.

Thậm chí trong trường hợp thị trường diễn biến xấu nhất, Graham và Dodd vẫn tin tưởng nguyên tắc của mình, bao gồm quan điểm rằng kinh tế và thị trường đôi khi sẽ trải qua các chu kỳ đau khổ và kéo dài. Trong những ngày đen tối đó, họ vẫn tin tưởng rằng kinh tế và thị trường cổ phiếu sẽ tăng trở lại: “Khi đang viết cuốn sách này, chúng tôi phải đấu tranh với kết luận rằng tình trạng sụp đổ tài chính sẽ tồn tại lâu dài.”

Tất nhiên, tương tự với việc đối đầu với các chu kỳ giảm khi kết quả kinh doanh đi xuống và cổ phiếu giá rẻ trở nên rẻ hơn, nhà đầu tư cũng trải qua các giai đoạn tăng trưởng khi các món hời trở nên hiếm hoi và vốn đầu tư thì dư dả. Vài năm trở lại đây, thị trường tài chính tăng trưởng rất tốt theo cái nhìn từ tiêu chuẩn lịch sử, thu hút lượng lớn vốn mới mà các quản lý cần. Ngày nay, một phần không nhỏ của lượng vốn đó – hàng nghìn tỷ đô-la tính trên phạm vi toàn cầu – được đầu tư theo cách tiếp cận giá trị. Các đơn vị này bao gồm nhiều công ty đầu tư tài sản và các quỹ tương hỗ theo phương pháp giá trị, một số trong khoảng 9.000 quỹ phòng hộ, quỹ đầu tư trường đại học và văn phòng đầu tư gia đình lớn nhất trên thế giới.

Điều quan trọng cần ghi nhớ là không phải tất cả nhà đầu tư giá trị đều giống nhau. Trong bài viết “Nhà đầu tư siêu đẳng theo phương pháp Graham và Dodd”, Buffett mô tả nhiều nhà đầu tư giá trị thành công và họ ít khi sở hữu danh mục đầu tư giống nhau. Vài nhà đầu tư giữ các cổ phiếu mờ mịt, “cổ phiếu giấy hồng” (hay cổ phiếu OTC), trong khi những người khác tập trung vào các cổ phiếu có vốn hóa lớn. Vài người đầu tư trên phạm vi toàn cầu, trong khi những người khác chỉ tập trung vào một thị trường như năng lượng hay bất động sản.

Vài người chạy các chương trình máy tính để tìm ra các doanh nghiệp rẻ bằng thống kê, trong khi những người khác đánh giá “giá trị thị trường vốn tư nhân” (private market value) – giá trị mà doanh nghiệp trong ngành sẽ bò ra để mua toàn bộ công ty. Vài người năng động luôn nỗ lực tìm kiếm thông tin thay đổi doanh nghiệp, trong khi những người khác tìm kiếm các chứng khoán bị định giá thấp, có sẵn chất xúc tác như chia tách, bán tài sản, kế hoạch mua lại nhiều cổ phiếu, ban quản trị mới để vốn hóa một phần hoặc toàn bộ giá trị cơ sở. Và tất nhiên giống như bất kỳ ngành nghề nào, sẽ có vài nhà đầu tư giá trị tài năng hơn những người khác.

Nhìn chung, cộng đồng đầu tư giá trị không còn là nhóm nhỏ như vài thập kỷ trước nữa. Môi trường cạnh tranh có ảnh hưởng mạnh mẽ lên tính hiệu quả và cách định giá sai của thị trường. Với số lượng nhà đầu tư dư dả về vốn và đầy kỹ năng ngày nay, viễn cảnh tương lai của nhà đầu tư giá trị sẽ ra sao? Sẽ tốt hơn kỳ vọng của bạn, vì nhiều lý do. Đầu tiên, thậm chí dù cộng đồng đầu tư giá trị đang phát triển, ngày càng nhiều hơn những người tham gia thị trường không đi theo, hay chỉ đi theo đôi chút định hướng đầu tư giá trị. Hầu hết các nhà quản lý, bao gồm các nhà đầu tư theo tăng trưởng và theo chu kỳ tuân hoàn cũng như nhà đầu tư theo chỉ số thị trường, rất ít hoặc không ai chú ý đến tiêu chí giá trị. Thay vào đó, họ tập trung hầu như toàn bộ tâm trí vào tỷ lệ tăng trưởng thu nhập của doanh nghiệp, các diễn biến thay đổi giá cổ phiếu, hoặc đơn giản hơn là tăng giảm theo chỉ số thị trường.

Thứ hai, hầu như tất cả những nhà quản lý đầu tư ngày nay, bao gồm vài nhà đầu tư giá trị không may mắn, chịu áp lực đạt hiệu quả (thực sự

hoặc do tưởng tượng) khi quản lý các công ty đầu tư phải làm sao cho ra lợi nhuận trong khoảng thời gian ngắn đến vô lý: một quý, một tháng hay thậm chí ít hơn. Chiến lược đầu tư giá trị thường không hữu ích với những nhà đầu tư thiếu kiên nhẫn, vì đòi hỏi thời gian để khoản đầu tư có thể sinh lời.

Cuối cùng, bản chất con người không bao giờ thay đổi. Sự điên loạn của thị trường tài chính thường xuất hiện ở quy mô lớn: Thị trường cổ phiếu Nhật Bản vào cuối thập niên 1980, thị trường cổ phiếu Internet và công nghệ trong năm 1999 và 2000, thị trường cho vay nợ dưới chuẩn vào năm 2006 và 2007, hiện tại là các lựa chọn đầu tư thay thế. Nhà đầu tư sẽ luôn khó khăn khi đi ngược lại trào lưu chung. Thậm chí, các nhà đầu tư giỏi cũng trở nên bối rối khi thị trường liên tục gửi thông điệp rằng họ đang sai. Áp lực đó rất lớn, nhiều nhà quản lý đầu tư sợ rằng họ sẽ mất công việc kinh doanh của mình nếu đứng quá xa đám đông. Vài người cũng thất bại trong việc theo đuổi đầu tư giá trị vì tự còng tay mình (hoặc do khách hàng) bằng những ràng buộc ngăn cản họ mua cổ phiếu giá bán thấp, cổ phiếu vốn hóa nhỏ, cổ phiếu của doanh nghiệp không chi trả cổ tức hoặc đang thua lỗ, hoặc các công cụ nợ nằm dưới mức xếp hạng đầu tư.<sup>1</sup> Rất nhiều người cũng sử dụng các kỹ thuật như “làm đẹp”<sup>2</sup> danh mục đầu tư vào cuối quý hoặc bán những cổ phiếu không tăng giá (dù chúng bị định giá thấp), mua thêm những cổ phiếu tăng giá (dù chúng được định giá cao). Tất nhiên, với nhà đầu tư giá trị thực sự định hướng dài hạn, đó là điều tuyệt vời khi rất nhiều đối thủ tiêm năng bị loại ra khỏi cuộc chơi bởi những ràng buộc khiến họ không thể cạnh tranh hiệu quả.

1. Một loại hạn chế nữa là “nguyên tắc người cẩn thận”. Đây là khái niệm pháp luật phân chia các khoản đầu tư được cho phép và không được cho phép. Vào nửa cuối thập niên 1970, nhiều người xem nguyên tắc này bao gồm việc loại bỏ hoàn toàn lựa chọn mua vốn cổ phần. Kể từ đó, cẩn thận trở thành mục tiêu mang tính lây truyền khi nhà đầu tư cảm thấy thoải mái hơn với hành động của những người đồng sự, đầu tư vào nhóm tài sản kỳ lạ và càng ngày càng ít thanh khoản.

2. Nguyên văn “window dressing”: Là hoạt động khiến thứ gì đó trông có vẻ hấp dẫn hơn thực tế (theo từ điển Merriam-Webster).

Bức tranh đầu tư ngày càng mở rộng và phong phú hơn cũng là lý do khiến tình trạng cạnh tranh khắc nghiệt không cản trở những nhà đầu tư giá trị. Graham có danh sách hạn chế các chứng khoán vốn và nợ được giao dịch công khai ở Mỹ. Ngày nay, riêng ở Mỹ đã có hàng nghìn cổ phiếu giao dịch công khai, hàng chục nghìn trên phạm vi thế giới, cộng thêm hàng nghìn trái phiếu doanh nghiệp và các chứng khoán nợ được bảo đảm bằng tài sản. Các tài sản thiểu thanh khoản trước đây như khoản vay ngân hàng, giờ đã được giao dịch thường xuyên. Các nhà đầu tư cũng có thể chọn từ danh sách gần như vô tận với công cụ phái sinh (derivative instrument) bao gồm các hợp đồng tùy chọn được thiết kế để đáp ứng bất kỳ nhu cầu hay mong muốn nào.

Tuy vậy, 25 năm tăng trưởng mạnh đã khiến thị trường không còn nhiều khoản đầu tư với mức giá hời. Giá cao và cạnh tranh khốc liệt làm gia tăng lo ngại về lợi tức thấp hơn cho các nhà đầu tư giá trị. Vai công ty đầu tư giá trị cũng trở nên cực kỳ lớn, quy mô có thể là kẻ thù của hiệu quả đầu tư, bởi việc ra quyết định sẽ bị chậm lại do tính quan liêu và khó chấp nhận những cơ hội sinh lợi nhỏ để đáp ứng nhu cầu lợi nhuận lớn.

Thêm vào đó, số lượng người mua và các nhà phân tích thực lực ở bên bán ngày càng gia tăng, miệt mài thực hiện các giao dịch với trợ giúp của công nghệ thông tin phức tạp, khiến ít chứng khoán thoát khỏi cách săn lùng này để có giá rất thấp so với giá trị thực.<sup>1</sup> Nhà đầu tư giá trị ngày nay khó có thể tìm ra cơ hội mà chỉ dựa vào định hướng của cẩm nang Đường giá trị (Value Line) hoặc chỉ lướt sơ qua danh sách các cổ phiếu. Trong khi các chứng khoán giá hời khó nhận biết được bằng mắt thường, chứng khoán ngày nay nhiều khả năng bị định giá sai khi nhà đầu tư cố ý hay vô tình bỏ qua chúng. Kết quả là, nhà đầu tư giá trị phải tốn trả nhiều hơn về việc sẽ đặt trọng tâm phân tích ở đâu. Ví dụ, đầu những năm 2000, không ít

1. Những cách tân công nghệ ví đại đã mang đến cho các nhà đầu tư rất nhiều thông tin và kỹ năng phân tích. Tuy nhiên, sự dân chủ hóa này không giúp ích cho nhà đầu tư giá trị. Với thực tế thông tin sẵn có rộng rãi và ít đắt đỏ hơn, các hiện tượng thiếu hiệu quả lộ liễu nhất của thị trường đã được chỉnh sửa. Các nguồn ý tưởng và thông tin mang tính cách tân đang phát triển, như từ các tư vấn kinh doanh hay các chuyên gia ngành, trở nên ngày càng quan trọng.

nhà đầu tư vỡ mộng với các biện pháp phân phối vốn ở nhiều công ty Hàn Quốc, do đó chỉ rất ít nhà đầu tư xem các doanh nghiệp này là cơ hội đầu tư đáng giá. Kết quả là, cổ phiếu của nhiều công ty Hàn Quốc được giao dịch với giá cực thấp theo cách định giá phổ biến của quốc tế: Ở mức 2 hay 3 lần giá trị dòng tiền, thấp hơn phân nửa giá trị cơ sở của doanh nghiệp, thậm chí có trường hợp thấp hơn lượng tiền mặt (sau khi trừ nợ) trên bảng cân đối kế toán. Các cổ phiếu giá hời như Posco và SK Telecom cuối cùng cũng thu hút những nhà đầu tư giá trị; Warren Buffett đã thu được các khoản lợi nhuận kếch xù từ các công ty Hàn Quốc.

Nhà đầu tư giá trị ngày nay cũng tìm cơ hội ở cổ phiếu và trái phiếu của các doanh nghiệp tai tiếng trên Phố Wall vì liên quan đến kiện tụng kéo dài, gian lận kế toán hoặc khó khăn tài chính. Chứng khoán của những doanh nghiệp như thế đôi khi được giao dịch ở mức giá hời và có thể trở thành các khoản đầu tư tốt với những người có thái độ can đảm trước những thông tin xấu. Ví dụ, món nợ của Enron – doanh nghiệp có hình ảnh xấu nhất sau vụ tai tiếng phái phá sản vào năm 2001, được giao dịch ở mức 10 xu trên 1 đô-la lãi suất; song cuối cùng, giá trị trái phiếu lại phục hồi gấp 6 lần. Tương tự, các doanh nghiệp liên quan đến kinh doanh thuốc lá và thạch ma gặp khó khăn trong những năm gần đây, do dính vào các vụ kiện tụng kéo dài, dẫn đến khó khăn tài chính. Tụt chung, các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh thấp hơn kỳ vọng, thay đổi trong ban quản trị, gặp vấn đề kế toán, xuống hạng đánh giá... lại tiềm ẩn nhiều cơ hội hơn các doanh nghiệp luôn hoạt động hiệu quả.

Khi các món hời trở nên hiếm gặp, nhà đầu tư giá trị phải kiên nhẫn; thay đổi các tiêu chuẩn là con đường nhanh nhất dẫn đến thảm họa. Các cơ hội mới sẽ xuất hiện, ngay cả khi chúng ta không biết khi nào hay ở đâu. Khi thiếu các cơ hội hấp dẫn, giữ ít nhất một phần tài sản tương đương tiền (ví dụ trái phiếu kho bạc Mỹ) trong danh mục và chờ đợi cơ hội tương lai đôi khi là lựa chọn khôn ngoan nhất. Gần đây, Warren Buffett nói rằng ông có nhiều tiền đầu tư hơn các khoản đầu tư tốt. Như tất cả nhà đầu tư giá trị phải làm lúc này hay lúc khác, Buffett đang kiên nhẫn chờ đợi.

Dù vậy, các nhà đầu tư giá trị là những chuyên gia phân tích từ dưới lên (bottom-up), giỏi đánh giá chứng khoán ở một thời điểm dựa trên các chỉ số cơ bản. Họ không cần toàn bộ thị trường được định giá hời, danh mục chỉ cần 20 hay 25 chứng khoán không liên quan đến nhau là đủ để đa dạng hóa rủi ro. Thậm chí trong thị trường đắt đỏ, nhà đầu tư giá trị phải liên tục phân tích chứng khoán và đánh giá các doanh nghiệp, thu thập kiến thức và kinh nghiệm hữu ích trong tương lai. Do đó, các nhà đầu tư giá trị không nên cố gắng chọn thời điểm mua, hoặc đoán liệu thị trường sẽ tăng hay giảm trong ngắn hạn. Thay vào đó, nên dựa vào cách tiếp cận từ dưới lên, sàng lọc thị trường chứng khoán để tìm ra các khoản đầu tư hời và sau đó mua chúng, bất chấp mức giá, xu hướng thị trường gần đây hay tình hình kinh tế. Chỉ khi không thể tìm ra những khoản đầu tư hời, chúng ta mới lựa chọn giữ tiền mặt.

## CÁCH TIẾP CẬN LINH HOẠT

Các nhà lập quốc Hoa Kỳ không thể thấy trước những thay đổi về công nghệ, xã hội, văn hóa và kinh tế trong tương lai, vì vậy họ soạn ra hiến pháp linh hoạt định hướng cho chúng ta trong hai thế kỷ sau đó. Tương tự, Benjamin Graham và David Dodd nhận ra rằng, họ không thể dự đoán được những thay đổi về kinh doanh, kinh tế, công nghệ và cạnh tranh của thế giới đầu tư trong những năm tiếp theo. Họ cũng soạn ra luận thuyết cung cấp cho chúng ta những công cụ để hành động trong môi trường đầu tư luôn thay đổi và bất đoán.

Ví dụ, doanh nghiệp ngày nay bán các sản phẩm mà Graham và Dodd không thể tưởng tượng ra. Thực tế, có những doanh nghiệp và cả ngành nghề mà hai tác giả không thể hình dung ra vào thời điểm đó. Cuốn *Phân tích chứng khoán* không có những ví dụ về cách định giá doanh nghiệp điện thoại di động, phần mềm, truyền hình vệ tinh, công cụ tìm kiếm trên Internet. Song cuốn sách đưa ra các công cụ phân tích để định giá hầu như mọi doanh nghiệp, đánh giá giá trị của chứng khoán lưu thông có thể mua bán (marketable securities) và xác định sự tồn tại của

biên độ lợi nhuận. Vấn đề phá sản, thanh khoản, tính khả đoán, chiến lược kinh doanh và rủi ro xuất hiện xuyên suốt trong các doanh nghiệp, quốc gia qua các giai đoạn.

Graham và Dodd không nêu cụ thể cách đánh giá doanh nghiệp từ hay cách xác định giá của toàn bộ doanh nghiệp, mà chỉ đưa ra giá trị phần lợi tức từ sở hữu cổ phần của doanh nghiệp đó.<sup>1</sup> Tuy nhiên, các nguyên tắc phân tích của họ đều áp dụng hiệu quả với những chứng khoán khác. Nhà đầu tư vẫn phải đặt câu hỏi: Doanh nghiệp ổn định đến đâu? Viễn cảnh tương lai của doanh nghiệp ra sao? Thu nhập và dòng tiền thế nào? Rủi ro thua lỗ khi mua cổ phiếu của doanh nghiệp thế nào? Giá trị thanh lý là bao nhiêu? Ban quản trị có năng lực và trung thực ra sao? Chúng ta sẽ mua cổ phiếu này giá bao nhiêu nếu nó phát hành ra công chúng? Các yếu tố nào có thể khiến người chủ doanh nghiệp bán quyền kiểm soát ở mức giá hời?

Tương tự, hai tác giả chưa từng nhận diện cách phân tích việc mua tòa nhà văn phòng hay phức hợp căn hộ. Các món hời bất động sản cũng xuất hiện cùng lý do với các món hời chứng khoán – cần tiền mặt gấp, không có khả năng thực hiện phân tích đúng, cái nhìn bi quan về vĩ mô, nhà đầu tư không yêu thích hoặc bỏ sót. Trong môi trường bất động sản trầm lắng, tiêu chuẩn cho vay thắt chặt hơn có thể khiến các tài sản tốt bị bán ở mức giá thấp. Nguyên tắc của Graham và Dodd, ví dụ như sự ổn định của dòng tiền, đủ lợi nhuận và phân tích rủi ro thua lỗ sẽ cho phép chúng ta phát hiện các cơ hội đầu tư bất động sản với biên độ an toàn trong bất kỳ môi trường đầu tư nào.

Thậm chí các chứng khoán phái sinh (derivatives) phức tạp không thể hình dung được ở thời kỳ trước cũng có thể được xem xét kỹ lưỡng trong con mắt của nhà đầu tư giá trị. Trong khi những người giao dịch chứng khoán ngày nay thường định giá quyền chọn mua (call option) và quyền chọn bán (put option) dựa trên mô hình Black-Scholes, nhà đầu

1. Họ có cân nhắc các giá trị tương đối để giành quyền kiểm soát doanh nghiệp từ góc nhìn của những người chủ doanh nghiệp tư nhân so với giá trị có thể khai thác của một cổ phiếu niêm yết.

tư có thể sử dụng các quy tắc đầu tư giá trị (tiêm năng tăng trưởng, rủi ro thua lỗ và khả năng từng tình huống khác nhau xảy ra) để phân tích những công cụ này. Thực tế, một quyền chọn rẻ có thể sở hữu các đặc điểm rủi ro và lợi nhuận thuận lợi khi lựa chọn đầu tư giá trị, bất chấp mô hình Black-Scholes mô tả ra sao.

## ĐẦU TƯ TỔ CHỨC

Thay đổi quan trọng nhất trong bức tranh đầu tư suốt 75 năm qua chính là sự thăng hoa của đầu tư tổ chức. Vào thập niên 1930, thị trường cổ phiếu hầu như chỉ có nhà đầu tư cá nhân. Ngược lại với ngày nay, hầu hết các hoạt động thị trường được thực hiện bởi các nhà đầu tư tổ chức: Các quỹ ưu trí lớn, quỹ trường học và các quỹ đầu tư vốn cá nhân. Các quỹ lớn và tồn tại lâu dài có thể thực hiện đầu tư giá trị ở quy mô lớn, song trên thực tế, viễn cảnh này chưa xảy ra. Thay vào đó, đầu tư tổ chức phát triển thành những cuộc chạm trán ngắn hạn, khiến những nhà quản lý quỹ khó lòng đi ngược trào lưu hay xây dựng định hướng đầu tư dài hạn hơn. Thay vì đứng xa đám đông và chịu kết quả thất vọng trong ngắn hạn, các nhà đầu tư tổ chức thường ưu tiên chọn giải pháp an toàn là đảm bảo lợi nhuận ở mức trung bình bằng cách theo sát đám đông, nhằm tránh khách hàng rút vốn khỏi quỹ.

Các lựa chọn đầu tư thay thế, bao gồm mua quỹ đầu tư mạo hiểm (venture capital), quỹ mua lại doanh nghiệp bằng vốn vay nợ (leveraged buyouts), quỹ vốn tư nhân (private equity) và quỹ phòng hộ (hedge funds) là xu hướng đầu tư tổ chức đang thịnh hành ngày nay. Tất cả các cuốn sách đầu tư đương đại đều có phần nhận xét về quá trình phát triển này.

Dưới áp lực gia tăng hiệu quả đầu tư và viễn cảnh lợi tức thấp (không tương xứng) từ các lựa chọn đầu tư vốn và nợ truyền thống, các quỹ đầu tư trường học và quỹ ưu trí đã tìm kiếm các khoản lợi tức và danh mục đa dạng hóa cao hơn bằng cách phân bổ ngày càng nhiều phần vốn vào các lựa chọn đầu tư thay thế. Cuốn *Pioneering Porfolio Management* (tạm dịch: Quản lý danh mục đầu tư tiên phong), được David Swensen, Giám đốc Văn

phòng Đầu tư Đại học Yale viết vào năm 2000, ủng hộ các lựa chọn thay thế này. Trong cuốn sách của mình, Swensen đề cập đến tình trạng định giá thiếu hiệu quả trong quá khứ của nhiều nhóm tài sản (asset class)<sup>1</sup>, lợi nhuận sau khi đã điều chỉnh rủi ro cao của nhiều khoản đầu tư thay thế, tương quan hiệu quả hạn chế giữa lựa chọn đầu tư thay thế với các loại tài sản khác. Ông nhấn mạnh tầm quan trọng của việc chọn lựa nhà quản lý các khoản đầu tư thay thế, khi lưu ý phân tán rộng lợi nhuận giữa các tài sản đầu tư nhóm đầu và nhóm ba. Rất nhiều nhà quản lý quỹ trường học đã bắt chước Swensen, áp dụng trong bối cảnh thị trường xấu và cạnh tranh hơn so với khi tác giả tham gia đầu tư.

Graham và Dodd chắc hẳn sẽ rất lo lắng vì sự tham gia của hầu hết các quỹ trường học lớn vào loại hình đầu tư thay thế: Đầu tư mạo hiểm. Các tác giả của cách tiếp cận đầu tư biên độ an toàn sẽ không tìm ra bất kỳ cơ hội nào ở thế giới đầu tư mạo hiểm.<sup>2</sup> Dù rằng tồn tại viễn cảnh lợi nhuận cực lớn trong đầu tư mạo hiểm, nhưng rủi ro thất bại cũng rất cao. Thậm chí với một danh mục đa dạng hóa do quỹ đầu tư mạo hiểm chào mời, cũng khó biết rõ cách phân tích các khoản đầu tư cơ sở liệu lợi nhuận tiềm năng có bù đắp được rủi ro hay không. Đầu tư mạo hiểm theo đó sẽ được phân loại vào nhóm thuần đầu cơ chẳng có chút biện độ an toàn nào.

Quỹ phòng hộ – một nhánh đang đậm chồi nảy lộc trong đầu tư tổ chức với gần 2.000 tỷ đô-la tài sản quản lý – là dạng quỹ đầu tư có nhiều khác biệt về mặt chiến thuật, nhưng cùng cấu trúc phí với mức chi trả từ

1. Nhiều nhà đầu tư không mắc phải sai lầm khi nghĩ về lợi nhuận của nhóm tài sản dài hạn. Lợi nhuận không tự thân có sẵn trong nhóm tài sản; chúng là kết quả từ các chỉ số cơ bản của doanh nghiệp cơ sở và cái giá mà những nhà đầu tư trả cho các chứng khoán liên quan. Dòng chảy vốn vào nhóm tài sản có thể phản tác dụng, làm suy yếu khả năng tiếp tục tạo ra lợi nhuận hấp dẫn trong quá khứ như dự tính của những người đầu tư vào nhóm tài sản đó.

2. Họ cũng sẽ không tìm thấy cơ hội đầu tư trong hoạt động mua lại doanh nghiệp bằng vốn vay, ở mức giá cao bằng vốn nợ và chút ít vốn chủ sở hữu. Cơ sở đầu tư giá trị duy nhất cho đầu tư mạo hiểm hay mua lại doanh nghiệp bằng vốn vay có thể tồn tại, nếu chúng được xem như quyền chọn mua (call option) định giá sai. Thậm chí trong trường hợp này, cũng không chắc chắn loại hình đầu tư trên có tạo ra giá trị tốt hay không.

1-2% mỗi năm cho những người quản lý và 20% (đôi khi nhiều hơn) cho các khoản lợi nhuận. Các quỹ này xuất hiện từ những năm 1920, một trong những quỹ phòng hộ đầu tiên do Ben Graham điều hành.

Graham và Dodd nói gì về hoạt động ngày nay của quỹ phòng hộ? Nhiều khả năng họ sẽ không tán đồng với phương pháp đầu tư dựa trên đánh giá kinh tế vĩ mô hoặc các chiến lược đầu cơ ngắn hạn của các quỹ này. Các quỹ né tránh hoặc thậm chí bán các chứng khoán bị định giá thấp để đầu tư vào những lựa chọn điên rồ, vô tình đã tạo ra cơ hội cho nhà đầu tư giá trị. Sự thiếu thanh khoản, thiếu minh bạch, kích thước khổng lồ, đòn bẩy và mức phí cao ngất của vài quỹ phòng hộ là dấu hiệu cảnh báo. Graham và Dodd tán thành các quỹ phòng hộ đầu tư theo định hướng giá trị.

Quan trọng hơn, Graham và Dodd nhấn mạnh việc giới hạn rủi ro của từng khoản đầu tư, họ cũng tin rằng đa dạng hóa và dự phòng (hedging) có thể bảo vệ toàn bộ danh mục khỏi thua lỗ. Đây là điều hầu hết các quỹ phòng hộ cố gắng làm. Trong khi các quỹ này giữ các chứng khoán, mà mỗi chứng khoán đơn lẻ có thể mang mức độ rủi ro không nhỏ, họ cố gắng loại bỏ rủi ro của toàn bộ danh mục thông qua bán khống (short sale) một chứng khoán tương tự nhưng có giá trị cao hơn, thông qua mua lại các quyền chọn bán của từng chứng khoán hoặc mua cả chỉ số thị trường, thông qua đa dạng đủ rộng (dù nhiều quỹ phạm phải lỗi đa dạng hóa quá mức, vì giữ quá ít chứng khoán tốt và quá nhiều chứng khoán tầm trung). Bằng cách đa dạng hóa danh mục đầu tư, quỹ dự phòng có thể sở hữu lợi nhuận tiềm năng đáng ao ước với rủi ro hạn chế mà từng chứng khoán đơn lẻ không thể làm được.

## NHỮNG PHÁT TRIỂN NGÀY NAY

Như đã nói, phân tích doanh nghiệp và chứng khoán đã trở nên cực kỳ phức tạp theo thời gian. Ví dụ, công nghệ phân tích bằng bảng tính cho phép thực hiện các mô hình hóa phức tạp hơn nhiều so với thế hệ trước. Cây bút chì của Benjamin Graham sắc bén nhất trong thời đại trước, có thể

không đủ sắc bén vào ngày nay. Mặt khác, công nghệ cũng có thể dễ dàng bị sử dụng sai; mô hình hóa máy tính đòi hỏi chuỗi đầu vào các giả định về tương lai chính xác mà Graham nhiều khả năng sẽ nghi ngờ. Graham quan tâm các doanh nghiệp có thu nhập ổn định, các phân tích vào thời của ông ít phức tạp hơn khi lý giải tại sao thu nhập của vài doanh nghiệp lại ổn định hơn những công ty khác. Những nhà phân tích ngày nay không chỉ xem xét doanh nghiệp mà còn cả mô hình kinh doanh của công ty; thay đổi doanh thu, biên độ lợi nhuận, danh mục sản phẩm và các biến khía cạnh động lên lợi nhuận cũng sẽ được nghiên cứu cẩn thận bởi các chuyên gia quản lý và phân tích tài chính. Nhà đầu tư biết rằng doanh nghiệp không tồn tại trong môi trường chân không; các động thái của đối thủ, nhà cung cấp và khách hàng có thể ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận doanh nghiệp và phải được cân nhắc.<sup>1</sup>

Một thay đổi quan trọng khác qua thời gian là trong khi Graham coi thu nhập và các khoản chi trả cổ tức như những phong vũ biểu cho sức khỏe doanh nghiệp, thì hầu hết nhà đầu tư giá trị ngày nay phân tích dòng tiền tự do. Nó là tiền mặt được tạo ra mỗi năm từ hoạt động của doanh nghiệp sau khi trừ chi phí vốn (capital expenditure) và các thay đổi trong vốn lưu động (working capital). Các nhà đầu tư ngày càng quan tâm đến chỉ số này vì các khoản thu nhập theo báo cáo có thể kế toán. Chúng không thể hiện dòng tiền tạo ra bởi doanh nghiệp hay dòng tiền dương. Các nhà đầu tư ngày nay đã kết luận đúng đắn rằng, theo dõi dòng tiền giống như các nhà quản lý doanh nghiệp, là cách đáng tin cậy và mang tính khám phá cao nhất để đánh giá công ty đó.

1. Giáo sư Michael Porter của Trường Kinh doanh Harvard, trong cuốn sách nổi tiếng *Competitive Strategy* (tạm dịch: Chiến lược cạnh tranh) (Free Press, 1980), đã đặt nền móng cho phương pháp phân tích doanh nghiệp và ngành sâu sắc, toàn diện và năng động hơn trong kinh tế hiện đại. Một phân tích ngành rộng mở trở nên đặc biệt cần thiết như khi thông qua Quy định 2000 FD (Fair Disclosure – Công bố Thông tin Công bằng), quy định và giới hạn giao tiếp giữa doanh nghiệp với các cổ đông hiện tại hay tiềm năng. Các nhà phân tích của Phố Wall, trong bối cảnh đối khát thông tin từ doanh nghiệp mà họ phải phân tích, buộc phải mở rộng phạm vi nghiên cứu.

Thêm vào đó, nhiều nhà đầu tư giá trị ngày nay xem việc phân tích báo cáo tài chính ít quan trọng hơn so với vài thế hệ trước. Với tỷ lệ lợi nhuận trên vốn cao hơn rất nhiều so với quá khứ, hầu hết cổ phiếu đều được giao dịch với mức giá cao hơn nhiều so với giá trị sổ sách; phân tích báo cáo tài chính ít hữu dụng hơn trong việc thấy được tiềm năng lợi nhuận và rủi ro thua lỗ của các cổ phiếu được định giá ở mức giá kia. Hệ quả của lạm phát kéo dài trong nhiều năm cũng phá hủy tính chính xác của tài sản ghi nhận nếu kế toán bằng phương pháp nguyên giá; điều này có nghĩa là hai công ty sở hữu tài sản giống nhau có thể báo cáo hai mức giá trị sổ sách khác nhau. Tất nhiên, bảng cân đối kế toán vẫn phải được nghiên cứu cẩn thận. Những người có cái nhìn am tường về báo cáo tài chính doanh nghiệp thường là người đầu tiên nhận ra khả năng đi xuống hay đặc tính dễ tổn thương của doanh nghiệp khi hàng tồn kho và khoản phải thu tăng, nợ tăng còn tiền mặt thì bốc hơi. Và với nhà đầu tư vào vốn chủ sở hữu và nợ của các doanh nghiệp đang vận hành kém, phân tích bảng cân đối kế toán nhìn chung vẫn là cách đáng tin tưởng để đánh giá mức độ bảo đảm rủi ro thua lỗ.

Toàn cầu hóa ảnh hưởng ngày càng nhiều đến bức tranh đầu tư, hầu hết nhà đầu tư Mỹ đều vươn ra nước ngoài để tìm kiếm cơ hội đầu tư và đa dạng hóa. Những nguyên tắc của Graham và Dodd hoàn toàn áp dụng được ở các thị trường quốc tế, thậm chí nếu có, còn bị ảnh hưởng bởi chu kỳ thăng trầm nhiều hơn từ cảm xúc nhà đầu tư, do đó định giá thiếu hiệu quả hơn thị trường Mỹ ngày nay. Các nhà đầu tư phải hiểu rõ rủi ro đầu tư quốc tế, bao gồm rủi ro tỷ giá và nhu cầu dự phòng. Một số rủi ro khác bao gồm bất ổn chính trị, khác biệt luật chứng khoán và luật bảo vệ nhà đầu tư, các tiêu chuẩn kế toán khác nhau, giới hạn về thông tin sẵn có.

Lạ lùng thay, bất chấp 75 năm thành công của các nhà đầu tư giá trị, một nhóm nhà học thuật đã phớt lờ hoặc bỏ qua lĩnh vực này. Các nhà học thuật có xu hướng tạo ra các lý thuyết tao nhã để giải thích cho thế giới thực, song lại đơn giản hóa nó quá mức. Một trong những lý thuyết đó, Giả thuyết Thị trường Hiệu quả (Efficient Market Hypothesis – EMH), tuyên bố rằng giá chứng khoán sẽ luôn và ngay lập tức phản ánh tất cả

thông tin sẵn có, trái ngược hoàn toàn với quan điểm của Graham và Dodd rằng phân tích cơ bản có tính hữu dụng cao. Mô hình Định giá Tài sản vốn (Capital Asset Pricing Model – CAPM) mô tả quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận nhưng luôn nhầm lẫn giữa tính biến động, hay chỉ số beta, với rủi ro. Lý thuyết Danh mục Hiện đại (Modern Portfolion Theory – MPT) tán dương lợi ích của đa dạng hóa bằng cách xây dựng danh mục tối ưu. Nhưng MPT khẳng định rằng lợi nhuận kỳ vọng cao hơn chỉ xuất hiện kèm rủi ro cao hơn, mà không thừa nhận triết lý đầu tư giá trị và các thành công dài hạn đã được ghi nhận khi đầu tư điều chỉnh rủi ro dài hạn. Nhà đầu tư giá trị không có thời gian cho các lý thuyết này và thường bỏ qua chúng.

Các giả định đưa ra bởi những lý thuyết này, bao gồm thị trường tiếp diễn, thông tin hoàn hảo, chi phí giao dịch thấp hoặc bằng 0... đều không thực tế. Nói chung, các nhà học thuật đã quá tin vào lý thuyết của họ đến nỗi không thể chấp nhận rằng đầu tư giá trị thực sự có hiệu quả. Thay vì nghiên cứu để hiểu thêm về thành công đầu tư kéo dài 50 năm của Warren Buffett, các nhà học thuật lại giải thích rằng ông chỉ là hiện tượng khác thường. Gần đây, nhiều nhà học thuật đã chú tâm hơn đến kinh tế học hành vi, lĩnh vực công nhận rằng cá nhân luôn hành động lý trí và các thành kiến nhận thức mang tính hệ thống góp phần tạo nên thị trường thiếu hiệu quả và hiện tượng định giá sai chứng khoán. Các lý thuyết này không quá lạ lẫm với Graham, chưa thâm nhập vào lãnh địa chính thống của giới học thuật, nhưng đã bắt đầu nhen nhóm.

Các nhà học thuật đã che đậy những lý thuyết sai lầm của họ trong nhiều thập niên. Hàng nghìn sinh viên được dạy rằng phân tích chứng khoán là vô ích, rằng rủi ro cũng tương tự với mức độ biến động, nhà đầu tư phải tránh quá tập trung vào các khoản đầu tư tốt (vì thị trường hiệu quả thì không thể có khoản đầu tư tốt), nên đa dạng hóa vào các lựa chọn đầu tư tầm trung hoặc kém. Tất nhiên, nhà đầu tư giá trị thích phát tán các lý thuyết học thuật này, nhằm tẩy não thế hệ nhà đầu tư trẻ và tạo ra thị trường rất thiếu hiệu quả, mà những người chọn cổ phiếu khôn khéo có thể hưởng lợi.

Một yếu tố quan trọng mà nhà đầu tư giá trị cần cân nhắc là thiên hướng can thiệp ngày càng gia tăng của Cục Dự trữ Liên bang (Federal Reserve – Fed) vào thị trường tài chính ngay khi xuất hiện dấu hiệu vấn đề đầu tiên. Trong giai đoạn hỗn loạn nghiêm trọng, Cục Dự trữ Liên bang thường hạ lãi suất để thúc đẩy giá chứng khoán đi lên và cải thiện niềm tin của nhà đầu tư. Trong khi dự định của Fed là duy trì thị trường vốn ổn định, nhưng vài nhà quản lý tiền đầu tư xem can thiệp của Fed là giấy phép ảo để đầu cơ. Các chiến thuật dũ dội của Fed, đôi khi được biết đến dưới cái tên “Kế hoạch Greenspan” (giờ là “Kế hoạch Bernanke”), tạo ra rủi ro đạo đức (moral hazard) khuyến khích đầu cơ trong khi kéo dài tình trạng định giá quá cao. Miễn sao các nhà đầu tư giá trị không bị cảm giác an toàn sai lầm cám dỗ, miễn sao họ giữ vững tầm nhìn dài hạn và bảo đảm chính kiến không lay chuyển, các thay đổi thị trường tạo ra bởi động thái của Fed (hoặc tiên đoán của nhà đầu tư về động thái đó) rốt cuộc có thể là cơ hội.

Bước phát triển hiện đại liên quan khác là tầm bao phủ rộng lớn của truyền hình về thị trường cổ phiếu. Chúng góp phần tăng cường định hướng ngắn hạn sẵn có của hầu hết nhà đầu tư. Truyền hình quan điểm phải bày tỏ ý kiến về tất cả mọi thứ trên thị trường chứng khoán, trái ngược với cách tiếp cận kiên nhẫn và mang tính chọn lọc cao của Graham và Dodd. Văn hóa truyền hình cũng cố quan điểm phổ biến rằng đầu tư đơn giản, không khắc nghiệt và tốn sức. Những nhà phê bình hoạt náo hằng ngày hân hoan với các mức tăng kỷ lục mới, u buồn trước các thay đổi trái chiều của thị trường. Người xem nghĩ rằng xu hướng thị trường đi lên có lý trí duy nhất, bán hay giữ cổ phiếu là hành động không yêu nước. Tinh thần điên loạn diễn ra trong mỗi thay đổi thị trường. Ví dụ, CNBC thường sử dụng các màn hình liên tục cập nhật những chỉ số thị trường chính bên cạnh chiếc đồng hồ kỹ thuật số. Thời gian không chỉ thể hiện bằng giờ, phút và giây mà còn thể hiện ở phần nghìn giây hoàn toàn vô nghĩa. Các con số biến đổi nhanh như bảng giá ở trạm bơm xăng, đến nỗi chẳng thể đọc được. Mục đích duy nhất là để thu hút sự chú ý của người xem và khiến họ luôn hào hứng ở mức cao độ nhất.

Các kênh truyền hình mang tâm lý đám đông đến tất cả người xem, khiến họ khó lòng đứng xa đám đông hơn. Chỉ trên truyền hình mới có chuyện bình luận viên với tính cách điên khùng trở thành người nổi tiếng, đưa ra những tuyên bố thường làm thay đổi thị trường. Trong thế giới mà ranh giới giữa đầu tư và đầu cơ thường mờ nhạt, những nội dung vớ vẩn trên các kênh truyền hình tài chính chỉ làm vấn đề thêm trầm trọng. Graham chắc hẳn sẽ phải ngạc nhiên. Điều tuyệt vời duy nhất là các nhà đầu tư giá trị sẽ được lợi từ những người bị phù phép bởi các tay bình luận truyền hình. Trong khi đó, sẽ không bao giờ có kênh truyền hình Graham và Dodd.

## CÁC CÂU HỎI CHƯA ĐƯỢC TRẢ LỜI

Các nhà đầu tư ngày nay sẽ vẫn đánh vật như Graham và Dodd trong thời kỳ của họ, với nhiều câu hỏi đầu tư quan trọng. Một trong các câu hỏi này là nên tập trung vào giá trị tương đối hay tuyệt đối. Giá trị tương đối đánh giá rằng một chứng khoán rẻ hơn một chứng khoán khác, rằng Microsoft có giá hời hơn IBM. Giá trị tương đối dễ dàng xác định hơn giá trị tuyệt đối, cách đánh giá hai chiều cho ra kết quả liệu một chứng khoán có rẻ hơn một chứng khoán khác, và có đủ rẻ để mua hay không. Nhà đầu tư gan dạ nhất trong đầu tư theo giá trị tương đối là những người quản lý các quỹ phòng hộ. Họ mua các chứng khoán ít đắt đỏ và bán khống các chứng khoán tương đối đắt đỏ hơn. Điều này cho phép họ thu về lợi nhuận ở cả hai đầu, mua khống và bán khống. Tất nhiên, nó cũng khiến họ phải chịu rủi ro hai mặt nếu sai lầm.<sup>1</sup>

Giá trị tuyệt đối khó xác định hơn giá trị tương đối. Khi nào thì một cổ phiếu đủ rẻ để mua hay giữ mà không cần phải bán khống để phòng hộ? Tiêu chuẩn để mua là khi chứng khoán được giao dịch ở tỷ lệ chiết khấu đáng kể, ví dụ 30%, 40% hoặc cao hơn so với giá trị cơ sở của nó, được

---

1. Rất nhiều quỹ phòng hộ cũng sử dụng nhiều vốn vay để gia tăng lợi nhuận cao hơn, song sẽ phản tác dụng khi họ phân tích sai lầm hoặc đánh giá có lỗ hổng.

tính bằng giá trị thanh lý khi doanh nghiệp vẫn tiếp tục hoạt động (going-concern value), hoặc giá trị thị trường vốn tư mà bên thứ ba có hiểu biết đầy đủ sẽ trả số tiền hợp lý để mua doanh nghiệp. Một tiêu chuẩn khác để đầu tư là khi một chứng khoán chào mời khoản lợi nhuận hấp dẫn thỏa đáng để nắm giữ lâu dài, ví dụ trái phiếu rủi ro thấp có lợi tức lớn hơn hoặc bằng 10%, cổ phiếu lợi tức 8-10% hoặc cao hơn lợi tức từ dòng tiền ở thời điểm trái phiếu chính phủ Mỹ “không rủi ro” (risk-free) có lợi tức 4-5% và 2-3%. Các tiêu chuẩn đòi hỏi cao này gần như bảo đảm rằng giá trị tuyệt đối sẽ rất hiếm gặp.

Một lĩnh vực khác khiến các nhà đầu tư phải vật lộn, đó là cố gắng xác định yếu tố nào sẽ tạo nên doanh nghiệp tốt. Nhà đầu tư từng coi các doanh nghiệp bưu điện nơi mọi người gửi tiền là tốt nhất. Cách nhìn này đã chìm vào quên lãng sau khi xuất hiện các trang web đăng ký trực tuyến chấp nhận thẻ tín dụng. Hầu hết doanh nghiệp có lợi nhuận cao nhất ngày nay đều bán ra số lượng sản phẩm trí tuệ ổn định, ví dụ phần mềm hay bản ghi âm với số lượng hàng triệu triệu lần dù biên độ lợi nhuận thấp. Các doanh nghiệp tốt thường có rào cản thị trường cao, yêu cầu vốn ít ai đáp ứng được, khách hàng đáng tin cậy, rủi ro công nghệ lạc hậu thấp, nhiều cơ hội phát triển, theo đó có dòng tiền tự do lớn và tăng trưởng.

Doanh nghiệp cũng chịu các thay đổi công nghệ và cạnh tranh. Internet xuất hiện tạo thành trì cạnh tranh xung quanh các doanh nghiệp báo chí, hoạt động kinh doanh rất tốt ở thập kỷ trước đã xói mòn nhanh hơn bất kỳ dự đoán nào. Trong thời đại thay đổi công nghệ nhanh chóng, các nhà đầu tư phải thận trọng, thậm chí với những doanh nghiệp không liên quan đến công nghệ nhưng chịu ảnh hưởng bởi nó. Nói ngắn gọn, kinh doanh tốt hôm nay có thể không còn như vậy vào ngày mai.

Nhà đầu tư cũng dành thêm nhiều thời gian nỗ lực đánh giá chất lượng của ban quản trị doanh nghiệp. Vài nhà quản lý có tài năng hoặc tì mỉ hơn những người khác, một số khác có khả năng quản lý doanh nghiệp và môi trường nhất định tốt hơn. Tuy vậy, Graham và Dodd đã ghi chú: “Cách

kiểm tra khách quan khả năng quản lý không phải là khoa học.” Đừng hiểu lầm phát biểu này thành: Nhạy bén kinh doanh, tinh nhàn, tính chính trực và động lực của ban lãnh đạo tạo ra khác biệt to lớn cho lợi nhuận của cổ đông. Trong thời đại ngày nay của chuyên gia tài chính doanh nghiệp, các quản lý có sẵn nhiều đòn bẩy để tác động đến lợi nhuận theo hướng tích cực, bao gồm mua lại cổ phiếu, sử dụng đòn bẩy thận trọng và dùng cách tiếp cận theo cơ sở định giá để mua lại doanh nghiệp. Các nhà quản lý không sẵn sàng đưa ra các quyết định thân thiện với cổ đông đẩy doanh nghiệp của họ vào rủi ro “bẫy giá trị”: Được định giá không đắt, nhưng lại là khoản đầu tư tồi vì tài sản không được tận dụng đầy đủ. Những doanh nghiệp như vậy thường thu hút các nhà đầu tư năng động tìm cách tháo bẫy giá trị. Tình huống sẽ khó khăn hơn khi nhà đầu tư phải quyết định liệu có chấp nhận rủi ro đầu tư bằng mọi giá, với hội đồng quản trị không phải lúc nào cũng hành động vì lợi ích cổ đông. Cổ phiếu của các doanh nghiệp này có thể được bán ở mức giá chiết khấu cực cao, nhưng giá chiết khấu sẽ chẳng thay đổi; giá trị hôm nay thuộc về cổ đông có thể biến mất hoặc phung phí vào ngày mai.

Khó khăn tồn tại lâu nay của nhà đầu tư là đánh giá giá trị tăng trưởng tương lai. Ở lời tựa phiên bản đầu tiên của cuốn *Phân tích chứng khoán*, các tác giả nói rằng: “Vài vấn đề quan trọng sống còn không được thảo luận nhiều, ví dụ xác định viễn cảnh tương lai của doanh nghiệp, vì có rất ít giá trị rõ ràng có thể xác định được.”

Rõ ràng, doanh nghiệp có thu nhập trên cổ phiếu (hoặc dòng tiền tự do) 1 đô-la hôm nay và 2 đô-la trong 5 năm tới đáng giá hơn nhiều so với doanh nghiệp khác không có tăng trưởng thu nhập. Thực tế này càng đúng, nếu đà tăng trưởng của doanh nghiệp đầu tiên trong ví dụ trên tiếp diễn, không chịu nhiều biến động lớn. Vấn đề phức tạp khác là doanh nghiệp có thể phát triển theo nhiều cách khác nhau, ví dụ, bán cùng số lượng đơn vị hàng hóa ở mức giá cao hơn; bán nhiều đơn vị hàng hóa ở cùng mức giá (thậm chí thấp hơn); thay đổi danh mục sản phẩm (bán phần lớn sản phẩm với biên lợi nhuận cao hơn); hoặc phát triển dòng sản phẩm mới

hoàn toàn. Tất nhiên, vài hình thức phát triển đáng giá hơn những hình thức khác.

Hành động trả giá cao hơn cho tăng trưởng tiềm ẩn rủi ro lớn hoặc tệ hơn, bị ám ảnh bởi tăng trưởng. Graham và Dodd đã quan sát kỹ rằng: “Phân tích liên quan chính đến giá trị, được hỗ trợ bởi dữ kiện chứ không dựa trên các kỳ vọng”. Ưu ái hiện thực hơn các khả năng trong tương lai, họ xem “tương lai là mối nguy mà kết luận của người phân tích đáng lo hơn là cơ sở đưa ra kết luận”. Các nhà đầu tư nên đặc biệt thận trọng với doanh nghiệp chỉ tập trung vào tăng trưởng mà bỏ qua các yếu tố khác, bao gồm rủi ro trả giá quá cao. Một lần nữa, Graham và Dodd lại cảnh báo rằng: “Nếu đẩy đến cực độ... không có mức giá nào cho một cổ phiếu tốt, cổ phiếu đó cũng sẽ hạ cánh ‘an toàn’ sau khi đã tăng đến mức giá 25 như lúc nó ở mức 200.” Chính xác mà nói, nhà đầu tư đã mắc sai lầm này khi giá cổ phiếu tăng vọt trong thời kỳ “50 Cổ phiếu Siêu hạng” của những năm 1970 và thời kỳ bùng nổ bong bóng dot-com năm 1999-2000.

Sai lầm trong cách tiếp cận tăng trưởng ở mọi mức giá trở nên rõ ràng khi mức tăng trưởng dự đoán không thực hiện được. Khi tương lai thất vọng, các nhà đầu tư nên làm gì? Hy vọng tăng trưởng sẽ quay trở lại, hay từ bỏ và bán? Thực tế, các cổ phiếu tăng trưởng thất bại thường bị các cổ đông thất vọng bán tháo, khiến giá của chúng rơi xuống mức nhà đầu tư giá trị – những người cứng đầu chỉ trả rất ít hoặc không gì cả cho tăng trưởng – biến thành cổ đông chính. Trường hợp này xảy ra với nhiều cổ phiếu công nghệ từng trải qua giai đoạn suy giảm nghiêm trọng, sau khi bong bóng dot-com phát nổ vào mùa xuân năm 2000. Đến năm 2002, hàng trăm cổ phiếu công nghệ thất bại được giao dịch với giá thấp hơn tiền mặt trong báo cáo tài chính, như hiện thực trong mơ với nhà đầu tư giá trị. Cổ phiếu Radvision, doanh nghiệp cung cấp sản phẩm âm thanh, video và dữ liệu Israeli đã tăng từ 5 đô-la lên 20 đô-la sau các đợt bán gấp hạ nhiệt và nhà đầu tư quay trở lại với các chỉ số căn bản.

Một câu hỏi hóc búa khác với nhà đầu tư giá trị là thời điểm bán. Mua các món hời là quả ngọt với nhà đầu tư giá trị, dù rằng tỷ lệ chiết khấu nhỏ

đến mức nào có thể chấp nhận được vẫn còn gây tranh cãi. Bán cổ phiếu khó khăn hơn vì nó liên quan đến các chứng khoán đang tiến gần đến mức giá đúng. Cũng như mua, việc bán đòi hỏi nhà đầu tư phải có kỷ luật. Đầu tiên, mức giá xác định bán sau khi đã xác lập nên được điều chỉnh thường xuyên để phản ánh đúng tất cả thông tin có sẵn ở hiện tại. Thứ hai, các nhà đầu tư cá nhân phải cân nhắc đến thuế. Thứ ba, việc nhà đầu tư có đầu tư toàn bộ hay không, có thể ảnh hưởng đến mức độ huy động tiền khẩn cấp từ các cổ phiếu đang nắm giữ, khi nó tiến gần đến giá trị đúng. Sự sẵn có của các món hời ngon lành cũng khiến nhà đầu tư háo hức muốn bán hơn. Cuối cùng, nhà đầu tư giá trị nên hoàn toàn dứt khỏi một chứng khoán khi nó đạt đến giá trị đúng; sở hữu các chứng khoán định giá quá cao là rơi vào lãnh địa của đầu cơ. Nhà đầu tư giá trị thông thường bắt đầu bán chứng khoán ở mức 10-20% chiết khấu so với nhận định về giá trị cơ sở của chúng, dựa trên thanh khoản của chứng khoán, chất xúc tác khiến chứng khoán đó được hiện thực hóa giá trị, hội đồng quản trị, độ rủi ro và đòn bẩy của doanh nghiệp cơ sở, mức độ tự tin của nhà đầu tư về các giả định liên quan đến khoản đầu tư cơ sở.

Cuối cùng, nhà đầu tư cần đối đầu với những rủi ro phức tạp. Như đã nhắc đến, các nhà học thuật và nhiều nhà đầu tư chuyên nghiệp đã định nghĩa rủi ro bằng từ “beta” trong tiếng Hy Lạp, sử dụng như thước đo mức độ biến động trong quá khứ của giá cổ phiếu: Cổ phiếu biến động mạnh hơn trong quá khứ được xem là rủi ro hơn. Song nhà đầu tư giá trị, người đã có khuynh hướng suy nghĩ về rủi ro như xác suất và kích thước của khoản thua lỗ tiềm năng, sẽ cho rằng những suy nghĩ trên về rủi ro là nực cười. Thực tế, một cổ phiếu biến động có thể bị định giá rất thấp, khiến nó trở thành khoản đầu tư với rủi ro cực thấp.

Câu hỏi hóc búa nhất với các nhà đầu tư giá trị là chấp nhận được bao nhiêu rủi ro. Câu hỏi này liên quan đến quy mô và sự đa dạng của danh mục. Bạn có thể sở hữu thoải mái bao nhiêu cơ hội, thậm chí là hấp dẫn nhất? Hiển nhiên, nhà đầu tư mong muốn tận thu lợi nhuận từ các cổ phiếu tốt. Tuy nhiên, mong muốn này bị suy giảm bởi nỗi sợ không gặp may hoặc

mắc phải sai lầm. Dù vậy, các nhà đầu tư giá trị nên tập trung nắm giữ các cổ phiếu họ cho là tốt nhất; nếu bạn phân biệt được giữa khoản đầu tư tốt với khoản đầu tư xấu, bạn cũng có thể phân biệt được giữa khoản đầu tư tuyệt vời với khoản đầu tư tốt.

Các nhà đầu tư phải suy nghĩ kỹ về các rủi ro đầu tư ở các quốc gia bất ổn chính trị cũng như bất định tiền tệ, tỷ lệ lãi suất và các dao động kinh tế. Bạn muốn đầu tư bao nhiêu tiền vào Argentina hoặc Thái Lan, hay thậm chí là Pháp hoặc Úc, dù ở những thị trường này, cổ phiếu bị đánh giá thấp nhiều đến thế nào đi nữa?

Một cân nhắc rủi ro khác cho các nhà đầu tư giá trị nói riêng, cũng như các nhà đầu tư nói chung, là liệu có nên sử dụng đòn bẩy không? Trong khi vài quỹ phòng hộ, và thậm chí quỹ trường học, đi theo định hướng giá trị sử dụng đòn bẩy để gia tăng lợi nhuận, tôi theo phe những nhà đầu tư không sẵn lòng thêm rủi ro bằng cách sử dụng nợ. Đòn bẩy gia tăng lợi nhuận của các khoản đầu tư thành công theo đúng cách chúng khuếch đại thua lỗ ở những khoản đầu tư thất bại. Quan trọng hơn, các khoản vay thế chấp (ký quỹ) đẩy rủi ro lên mức không thể chấp nhận được, và nó khiến việc giữ cổ phiếu trở thành hành động nguy hiểm. Cân nhắc liên quan đến rủi ro nên được xếp trên tất cả những thứ khác chẳng hạn như khả năng ngủ ngon vào buổi tối, sự tự tin rằng vị trí tài chính của bạn được bảo đảm dù tương lai có ra sao đi nữa.

## NHỮNG SUY NGHĨ CUỐI CÙNG

Trong thị trường tăng trưởng, ai cũng kiếm ra tiền và triết lý giá trị không cần thiết. Nhưng do không có cách chắc chắn nào để dự đoán thị trường tương lai, nên nhà đầu tư phải luôn theo đuổi triết lý giá trị. Bằng cách kiểm soát rủi ro và giới hạn các khoản thua lỗ thông qua phân tích cơ bản bao quát, kỷ luật nghiêm ngặt, và với lòng kiên nhẫn vô hạn, nhà đầu tư giá trị có thể kỳ vọng các kết quả tốt với rủi ro hạn chế. Bạn có thể không giàu nhanh, nhưng bạn sẽ giữ được thứ mình có. Nếu tương lai của đầu tư giá trị lặp lại những gì trong quá khứ, bạn nhiều khả năng sẽ trở nên giàu

có dù chậm chạp. Khi các chiến lược đầu tư vận hành, đây là thứ tốt nhất mà bất kỳ nhà đầu tư hợp lý nào cũng hy vọng.

Bí mật thực sự để đầu tư là không có bí mật nào cả. Tất cả mọi khía cạnh của đầu tư giá trị đã được trình bày cho toàn thể mọi người rất nhiều lần, bắt đầu trong phiên bản đầu tiên của cuốn *Phân tích chứng khoán* năm 1934. Sự thật rằng nhiều người không thể theo đuổi cách tiếp cận trường tồn và dễ sử dụng này, thử công cụ cho phép người áp dụng nó đạt được thành công. Nhược điểm trong bản chất con người dẫn đến hành động đam mê để làm giàu nhanh và đạt lợi nhuận không phí sức, dường như sẽ tồn tại vĩnh viễn với chúng ta. Miễn sao mọi người vẫn đắm chìm trong lối suy nghĩ cũ, đầu tư giá trị sẽ vẫn tồn tại như suốt 75 năm qua, với cách tiếp cận sâu sắc và rủi ro thấp để đầu tư dài hạn thành công.

SETH A. KLARMAN

*Boston, Massachusetts, tháng 5 năm 2008*

## LỜI TỰA CHO PHIÊN BẢN THỨ 2

---

Đã 6 năm trôi qua kể từ khi cuốn sách này xuất bản lần đầu tiên, đó cũng là lý do cần thiết phải tung ra phiên bản hiệu chỉnh toàn diện hơn. Mọi thứ diễn ra quá nhanh trong thế giới kinh tế, khiến các tác giả không thể ngồi yên. Ảnh hưởng của cuộc chiến tranh lớn đã thêm vào những điểm thú vị cho chúng ta. Do phải đổi mới với các vấn đề chính sách đầu tư, chúng tôi cố gắng thảo luận chút ít về tầm quan trọng của chiến tranh với tương lai. Với phân tích chứng khoán đúng, yếu tố bất định mới có thể khiến vấn đề trở nên phức tạp hơn, nhưng không thể thay thế các nền tảng hoặc phương pháp.

Chúng tôi hiệu chỉnh cuốn sách này vì một số mục đích. Có những nhược điểm cần được chỉnh sửa, vài đánh giá mới cần được thay thế. Những yếu tố phát triển gần đây trong thế giới tài chính được đưa vào nghiên cứu, đặc biệt là hiệu lực của các quy định do Ủy ban Chứng khoán (Securities and Exchange Commission – SEC) ban hành. Lãi suất thấp ổn định là lý do cho cách tiếp cận vấn đề mới; mặt khác, việc tái xác nhận Phố Wall phụ thuộc vào xu hướng thúc đẩy chúng ta tung ra phiên bản phê bình rộng hơn, dù không thật sự khác biệt với triết lý đầu tư hiện đại này.

Sử dụng quá nhiều ví dụ mới cập nhật có thể chứng minh rằng mọi chuyện đã lặp lại y như cũ. Vì nhiều năm đã trôi qua, chúng tôi sử dụng các ví dụ như thể cuốn sách này được viết vào những năm 1939-1940. Nhưng chúng tôi cảm thấy rằng rất nhiều ví dụ cũ từng thách thức tương lai khi lần đầu được sử dụng giờ có thể vẫn còn hữu dụng như yếu tố xác minh

cho các kỹ thuật đề xuất. Do đó, chúng tôi đã mượn một trong những ý tưởng riêng và liều lĩnh so sánh kết quả của nó với các ví dụ tương tự năm 1934, giống như “bài kiểm tra trong phòng thí nghiệm” áp dụng cho phân tích chứng khoán thực tế. Tham khảo mỗi ví dụ, độc giả có thể áp dụng các bài kiểm tra của bản thân theo tiêu chuẩn của nhà phân tích chứng khoán.

Cuốn sách dày hơn là kết quả của lượng lớn ví dụ, các tài liệu giải nghĩa ở nhiều điểm, phần xử lý được mở rộng với các phân tích đường sắt và tài liệu bổ sung các số liệu thống kê mới về thông tin của các doanh nghiệp công nghiệp niêm yết trên Sàn Chứng khoán New York (New York Stock Exchange – NYSE). Cách sắp xếp tổng quát của cuốn sách vẫn được giữ nguyên, dù rằng vài độc giả đã yêu cầu phải thay đổi. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng trật tự của các chương có thể được hiệu chỉnh dễ dàng trong khi đọc để thuận tiện cho những người yêu thích việc bắt đầu bằng lý thuyết và thực tiễn của phân tích cổ phiếu phổ thông.

BENJAMIN GRAHAM VÀ DAVID L. DODD

*New York, tháng 5 năm 1940*

# LỜI TỰA CHO PHIÊN BẢN ĐẦU TIÊN

---

Cuốn sách này dành cho những người có tình yêu nghiêm túc với giá trị chứng khoán. Tuy nhiên, nó không dành cho người vừa mới chơi chứng khoán, vì nó đòi hỏi người đọc phải có hiểu biết căn bản về các thuật ngữ và khái niệm tài chính đơn giản. Phạm vi cuốn sách rộng hơn tựa đề. Nó không chỉ thảo luận các phương pháp phân tích chứng khoán đơn lẻ, mà còn thiết lập nguyên tắc tổng quát cho việc chọn và bảo vệ danh mục đầu tư. Do đó, cuốn sách nhấn mạnh phân biệt giữa đầu tư và đầu cơ, thiết lập các bài kiểm tra tính an toàn hợp lý và hiệu quả, hiểu biết đúng đắn về các quyền và tính xác thực của nhà đầu tư chứng khoán ưu tiên cao (senior securities) cùng người sở hữu cổ phiếu phổ thông.

Cuốn sách phân chia các chủ đề khác nhau theo mức độ nhiều ít, mức độ quan trọng chỉ tương đối. Một số vấn đề quan trọng sống còn, ví dụ như xác định viễn cảnh tương lai của doanh nghiệp không được thảo luận nhiều, vì có rất ít giá trị có thể được xác định rõ ràng. Các chủ đề khác chỉ được lướt qua vì chúng quá phổ biến. Ngược lại, chúng tôi nhấn mạnh kỹ thuật phát hiện ra các chứng khoán giá hời hơn tầm quan trọng tương đối của nó trong toàn bộ lĩnh vực đầu tư, đây có lẽ là chủ đề mà những nhà phân tích chứng khoán tài năng nhận thấy hữu ích nhất. Tương tự, chúng tôi thống nhất dành nhiều thời gian nhận diện đặc điểm của các cổ phiếu ưu tiên cao có đặc quyền (cổ phiếu chuyển đổi...), vì các cuốn sách giáo khoa hiện tại ít chú ý đến chúng hơn, so với mức độ phát triển nhanh chóng của chúng trong thời gian gần đây.

Tuy nhiên, mục tiêu chính của chúng tôi là viết một cuốn sách mang tính phê bình, chứ không mang tính mô tả. Chúng tôi quan tâm nhiều đến khái niệm, phương pháp, tiêu chuẩn, nguyên tắc và trên hết là lý luận logic. Chúng tôi nhắc đến lý thuyết để chúng được sử dụng trong thực tế. Chúng tôi cố gắng tránh đưa ra các tiêu chuẩn quá nghiêm ngặt, hoặc các phương pháp kỹ thuật rối rắm hơn giá trị thực tế của chúng.

Vấn đề chính của cuốn sách này là tầm nhìn tương lai của nó, hòa trộn các kinh nghiệm rời rạc trong quá khứ và thời nay, thành tài liệu cõi đọng sẽ đứng vững trước tương lai đầy bí ẩn. Khi đang viết cuốn sách này, chúng tôi phải đấu tranh với kết luận rằng, tình trạng sụp đổ tài chính sẽ tồn tại lâu dài. Khi xuất bản, chúng tôi lại thấy các nhược điểm cốt hưu của các nhà đầu tư được tái hiện, rằng họ sẽ phải bỏ tiền ra đầu tư. Nhưng chính nhà đầu tư bảo thủ cần được nhắc lại bài học của những năm 1931-1933 và sự sụp đổ trước đó. Thú chúng ta gọi là khoản đầu tư có giá trị cố định (fixed-value investment) có thể được lựa chọn đúng đắn chỉ khi được tiếp cận “từ góc nhìn trong thảm họa”, theo cách nói của Spinozan. Khi xử lý các loại chứng khoán khác, chúng tôi cố gắng kéo sinh viên ra khỏi việc lún quá sâu vào cách nhìn nông cạn và tạm thời. 20 năm trải nghiệm đa dạng ở Phố Wall đã dạy cho các tác giả rằng, lún sâu ngay lập tức sẽ tạo ra ảo tưởng và kẻ thù của thế giới tài chính.

Chúng tôi gửi lời cảm ơn chân thành đến những người bạn đã khích lệ và giúp đỡ chúng tôi chuẩn bị cuốn sách này.

**BENJAMIN GRAHAM VÀ DAVID L. DODD**

*New York, tháng 5 năm 1934*

# **PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN**

---

---



## *Giới thiệu Phiên bản thứ 6*

# **BENJAMIN GRAHAM VÀ PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN: BỨC TRANH LỊCH SỬ**

JAMES GRANT

---

---

Đó là thế giới điên cuồng trước khi McGraw-Hill xuất bản cuốn *Phân tích chứng khoán* phiên bản đầu tiên gây tiếng vang vào năm 1934. Các báo cáo nhỏ lẻ của Berlin mô tả hàng ngũ lãnh đạo Chính phủ Đức thay đổi. “Công việc của Quốc trưởng sẽ đơn giản hơn rất nhiều nếu ông không phải hỏi xin phép ai đó trước khi làm”, thông tấn xã Associated Press trích dẫn nguồn tin vào ngày 1 tháng 8, khi Hitler được thăng chức từ Thủ tướng lên Quốc trưởng. Ra đời trong bối cảnh thay đổi lịch sử to lớn, cuốn sách đồ sộ tập trung vào các quan điểm đầu tư tuyệt vời dường như không thể trở thành ứng viên trong hàng ngũ các cuốn sách bán chạy vào thời điểm đó hay cả sau này.

Trong cuốn tự truyện được phát hành sau khi qua đời mang tên *The Memoirs of the Dean of Wall Street* (tạm dịch: Hồi ký người trưởng khoa Phố Wall), Graham (1894-1976) đã cảm ơn số phận đưa đẩy ông vào thế giới đầu tư. Thời điểm có vẻ không thuận lợi với phiên bản đầu tiên của *Phân tích chứng khoán* hoặc phiên bản thứ 2 (phiên bản mở rộng và hiệu chỉnh) xuất bản 6 năm sau. Từ đỉnh năm 1929 đến đáy năm 1932, Chỉ số Công nghiệp Dow Jones (Dow Jones Industrial Average) đã mất 87% giá

trị. Ở đáy của chu kỳ, năm 1933, tỷ lệ thất nghiệp quốc gia đạt 25%. Cuộc Đại khủng hoảng kết thúc vào năm 1933, theo đánh giá của Cục Nghiên cứu Kinh tế Quốc gia. Tuy nhiên, hàng triệu người Mỹ có lý do để nghi ngờ điều này, chưa kể số ít những người cố gắng kiếm sống trên Phố Wall đang đói khát.

Thị trường gấu<sup>1</sup> và hoạt động thanh lý tín dụng đầu thập niên 1930 quét sạch các định chế tài chính Mỹ. Phần còn lại rơi vào bàn tay quản lý nghiêm ngặt của Chính phủ Roosevelt. Graham đã học cách giao dịch trên Phố Wall vào năm 18 tuổi, thời kỳ mà thị trường chưa được điều chỉnh chặt chẽ. Ông bắt đầu viết *Phân tích chứng khoán* khi triều đại Herbert Hoover bắt đầu cho đất nước nếm mùi chính phủ can thiệp kinh tế trong thời bình. Ông đang hiệu chỉnh lại trang in thử khi Chính quyền Roosevelt tiến hành các hoạt động cướp phá triệt để trong quản trị kinh tế vĩ mô. Đến năm 1934, không tồn tại bất kỳ đạo luật liên bang nào điều chỉnh thị trường chứng khoán, bảo hiểm tiền gửi liên bang và kiểm soát giá liên bang (không quy định giá trần như thời kỳ lạm phát sau này, thay vào đó là quy định giá sàn). Để cố gắng đẩy giá lên, chính phủ phá giá đồng đô-la. Nó là bằng chứng khẳng định giá trị trong tư duy của Graham, rằng cuốn *Phân tích chứng khoán* vẫn còn nguyên giá trị ngay cả khi nền kinh tế thay đổi từ trên xuống dưới và từ trong ra ngoài.

Tròn 5 tháng sau lần xuất bản phiên bản đầu tiên, Louis Rich đã có một bài đánh giá trên tờ *New York Times*. Ai mà biết được chứ? Có thể nhà phê bình có lương tâm này đã đọc từng trang. Dù sự thật thế nào đi chăng nữa, Louis vẫn hết lòng ca ngợi cuốn sách dù lời lẽ của ông có chút u buồn. Ông viết vào ngày 2 tháng 12 năm 1934 như sau: “Bất chấp những sụp đổ gần đây, vẫn có người đầu tư vô tội vạ, hy vọng họ sẽ đọc cuốn sách này. Nó là tác phẩm tuyệt vời, chín chắn, tỉ mỉ và đáng khen ngợi của lối tư duy thông minh và thực tiễn. Dù được trình bày như một cuốn sách giáo khoa,

---

1. Nguyên văn “bear market”: Là các thị trường hoặc thời đoạn thị trường trong đó chứng khoán có xu hướng giảm giá đều đặn (theo từ điển Merriam-Webster).

nhưng nội dung sách có tất cả những đặc tính khiến các chuyên gia trong nghề yêu thích.”<sup>1</sup>

Không ít chuyên gia quan tâm đến đầu tư đã bị loại khỏi Phố Wall mỗi năm, trong giai đoạn không phồn vinh của thời kỳ hậu sụp đổ. Lúc khối lượng giao dịch, giá ghế tham gia giao dịch trên sàn NYSE không thể thấp hơn nữa, hoặc định giá vốn cổ phần không thể rẻ hơn một cách ngớ ngẩn như vậy, một kỷ lục chán nản mới được xác lập. Các biên tập viên của cơ quan ngôn luận sàn chứng khoán New York, tờ *Exchange*, phải nỗ lực lắm mới giữ được bình tĩnh. “Chắc chắn phải có cái kết cho tình trạng này chứ?” là tiêu đề gợi trí tò mò của bài viết do chuyên gia kinh tế người Thụy Điển Gustav Cassel phát hành trong khoảng thời gian Graham và Dodd xuất bản phiên bản thứ 2 của cuốn sách. Vị giáo sư cho rằng nó sẽ không có hồi kết.<sup>2</sup> “Tại sao công ty môi giới chứng khoán vẫn còn kinh doanh?”, các biên tập viên đặt ra câu hỏi và trả lời: “Dù thị trường rơi vào trạng thái ngủ đông trong thời gian dài, nhưng chúng tôi tin rằng, khi công chúng nhận ra đầy đủ giá trị của các biện pháp bảo đảm an toàn được áp dụng gần đây trong các quy định thị trường, quan tâm đầu tư chứng khoán sẽ tăng.” Tờ *Exchange* sẽ không cảm thấy vui khi thẩm phán thành phố New York chế giễu nghề tài chính trong phiên tòa xử nhóm các bị cáo bị cảnh sát bắt vì đánh bạc ở lề đường. Vị thẩm phán này quở trách các bị cáo rằng, “Điều đầu tiên các anh nên biết, các anh sẽ kết thúc như các môi giới chứng khoán ở Phố Wall với những chiếc du thuyền và ngôi nhà ở Long Island.”<sup>3</sup>

Ngày nay, khó tưởng tượng rằng Đạo Luật Murphy từng là trật tự của thời điểm đó. Thứ tồi tệ nhất có thể xảy ra đã xảy ra. “Khủng hoảng” trầm trọng hơn cách nghĩ là giai đoạn lay lắt kéo dài của các vấn đề kinh

1. Louis Rich, *Sagacity and Securities* (tạm dịch: Sự thông minh và chứng khoán), *New York Times*, ngày 2 tháng 12 năm 1934, tr. BR13.

2. Gustav Cassel, *Must there be an end to progress?* (tạm dịch: Chắc chắn phải có một cái kết cho tình trạng này chứ?) tờ *Exchange*, tháng 1 năm 1940.

3. James Grant, *The trouble with prosperity* (tạm dịch: Vấn đề với sự thịnh vượng) (New York: Random House, 1996), tr. 84.

tế. Nó đã trở thành cái nhìn chung của toàn thế giới. Những lời giải thích theo lối học thuật về tình trạng “trì trệ dài hạn”, nổi tiếng là giáo sư kinh tế ở Harvard Alvin Hansen và Joseph Schumpeter, dự đoán giai đoạn sụt giảm dài hạn trong tăng trưởng dân số Mỹ. Sự giảm tốc này theo Hansen tranh luận trong bài viết năm 1939, “kết hợp với thất bại của các cách tân quan trọng hút vốn đầu tư, là một trong những lý do chính dẫn đến thất bại trong việc hồi phục tỷ lệ lao động cao nhất gần đây”.

Cả Hansen và độc giả của ông đều chẳng có cách nào biết được thời kỳ bùng nổ dân số chuẩn bị diễn ra. Không điều gì ít khả năng xảy ra hơn việc thế giới đang đắm chìm trong cuộc chiến mới ở châu Âu, sự suy giảm và sụp đổ rõ ràng của chủ nghĩa tư bản. Hiển nhiên, các ý tưởng của Hansen đánh trúng vào tâm lý của các môi giới và các tay giao dịch thất nghiệp kinh niên ở khu trung tâm Manhattan. Xét về khía cạnh kinh doanh, Sàn Giao dịch Chứng khoán New York duy trì mức thua lỗ đều đặn. Sàn Giao dịch Chứng khoán New York bắt đầu báo cáo tình hình tài chính giai đoạn 1933-1940, nó chỉ sinh lời một năm duy nhất vào năm 1935 và đó là khoản lời danh nghĩa. Vào năm 1937, khi Chelcie C. Bosland, trợ lý giáo sư kinh tế ở Đại học Brown xuất bản cuốn sách có tựa đề *The Common Stock Theory of Investment* (tạm dịch: Lý thuyết đầu tư cổ phiếu phổ thông), ông này phát biểu như thể đang lặp lại những câu chuyện cũ rích về kinh tế Mỹ đã đạt đỉnh cách đây hai thập kỷ, vào thời điểm người ta vẫn chưa gọi tên Thế chiến I. Vị giáo sư này còn trích dẫn các nguồn không chính thống, rằng tỷ lệ tăng trưởng dân số Mỹ kỳ vọng có thể dừng vào năm 1975.<sup>1</sup> Không lạ gì khi Graham viết rằng, cách kiểm định “acid test” doanh nghiệp phát hành trái phiếu chính là khả năng trả nợ, không phải ở thời điểm thịnh vượng (thứ mà những bài kiểm tra lỏng lẻo thực hiện trên các chứng khoán bảo đảm bằng các khoản thế chấp bất động sản, ngày nay cũng khó đáp ứng được), mà trong thời kỳ khủng hoảng. Nói chung, nhà đầu tư vào thời điểm

---

1. Chelcie C. Bosland, *The Common Stock Theory of Investment* (New York: Ronald Press, 1937), tr. 74.

đó được khuyên nên bảo toàn tài sản của mình. Graham viết trong phiên bản 1940 như sau: “Sự kết hợp của mức giá trái phiếu cao kỷ lục với lịch sử hai lần sụp đổ giá thảm họa 20 năm trước và cuộc chiến lớn đang diễn ra, không phải là lý do để quá tự tin vào tương lai.”

Phố Wall, không phải là nơi quá rộng lớn, thậm chí trong đợt tăng trưởng những năm 1920, càng trở nên bé nhỏ hơn với mức độ sụp đổ sau đó. Ben Graham cùng với Jerry Newman kiểm được món lời rất nhỏ từ cỗ máy kiếm tiền của mình. Hai người vận hành mô hình kinh doanh đầu tư đặc thù ở số 52 Phố Wall. Điểm mạnh của họ là kinh doanh chênh lệch giá, tái tổ chức, phá sản và những vấn đề phức tạp khác. Bản vẽ phác thảo khu vực tài chính được *Fortune* xuất bản năm 1937 không đưa ra chỉ dẫn nào về văn phòng của công ty Graham-Newman. Trụ sở chính của các doanh nghiệp quan trọng trên bản đồ Phố Wall rất nhỏ gọn, theo tiêu chuẩn của thế giới tài chính thế kỷ XXI. Một tầng của tòa nhà số 40 Phố Wall đủ cho toàn bộ văn phòng của Merrill Lynch & Co. Vào năm 1936, chỉ một tầng tại số 2 Phố Wall cũng đủ chỗ cho Morgan Stanley, doanh nghiệp bảo lãnh phát hành chứng khoán hàng đầu với giá trị bảo lãnh khoảng 195.000.000 đô-la. Các khoản lương thường tăng trưởng chậm chạp theo tốc độ phát triển của doanh nghiệp, đặc biệt là với những nhân viên cấp thấp.<sup>1</sup> Sau khi mức lương liên bang tối thiểu tăng 20% có hiệu lực vào tháng 10 năm 1939, các nhân viên môi giới không thể kiếm ít hơn 30 xu mỗi giờ.<sup>2</sup>

Vào tháng 3 năm 1940, tờ *Exchange* ghi nhận lại đây đủ các chi tiết mà độc giả có thể mong muốn về bức tranh giao dịch thị trường cổ phiếu suy giảm. Trong 3 thập niên đầu thế kỷ XX, khối lượng giao dịch theo năm hầu như luôn cao hơn, đôi khi là rất nhiều chứng khoán niêm yết được lưu thông trên thị trường. Chỉ có một năm giữa 1900 và 1930, lượng giao dịch mỗi năm ít hơn 50% so với số cổ phiếu niêm yết. Năm ngoại lệ đó là 1914, thời điểm sàn giao dịch bị đóng cửa 4-5 tháng để chờ cú sốc Thế

1. *Fortune*, “Wall Street, Itself” (tạm dịch: Bản thân Phố Wall), tháng 6 năm 1937.

2. *New York Times*, ngày 3 tháng 10 năm 1939, tr. 38.

chiến I lắng xuống. Sau đó đến những năm 1930, tỷ lệ khối lượng giao dịch mỗi năm trên số cổ phiếu niêm yết không thể đạt đến con số 50%. Năm 1939, mặc dù có một đợt tăng nhanh giao dịch trùng thời điểm Thế chiến II ở châu Âu bùng nổ, tỷ lệ giao dịch đã rơi xuống mức thấp đến sững sốt, 18,4% (năm 2007, tỷ lệ khối lượng giao dịch trên cổ phiếu niêm yết đạt 123%). Tác giả của báo cáo này thở dài ngao ngán: “Có lẽ sẽ công bằng khi nhận định rằng, nếu nông nghiệp đạt một kỷ lục tương tự như vậy, chính phủ sẽ thông qua việc trợ giá lâu rồi. Không may với Phố Wall, chính phủ dường như chẳng có nhiêu bảo trợ cho nó.”<sup>1</sup>

Nếu độc giả nuôi hy vọng với niềm tin vì mọi thứ đã quá tệ, nên sẽ chẳng thể tệ hơn nữa, người đó sẽ lại thất vọng. Phiên bản thứ 2 của cuốn *Phân tích chứng khoán* được xuất bản một tháng trước ngày 19 tháng 8 năm 1940, ngày mà khối lượng giao dịch cổ phiếu chỉ đạt 129.650 cổ phiếu. Đó là một trong những phiên giao dịch buồn ngủ nhất kể từ kỷ lục 49.000 cổ phiếu ngày 19 tháng 8 năm 1940. Cả năm 1940, tổng lượng cổ phiếu giao dịch đạt 207.599.749 cổ phiếu, không bằng hai giờ giao dịch bận rộn vào thời điểm tôi viết lời giới thiệu này và bằng 18,5% tổng lượng giao dịch năm 1929, năm thịnh vượng chẳng bao giờ trở lại. Chi phí thành viên, phí mua ghế, ở sàn giao dịch cũng giảm theo lượng giao dịch và các chỉ số giá quan trọng. Vào thời kỳ đáy năm 1942, một ghế chỉ được bán với giá 17.000 đô-la. Đây là mức giá thấp nhất kể từ năm 1897 và thấp hơn 97% so với hơn mức giá kỷ lục 625.000 đô-la được hình thành tự nhiên vào năm 1929.

Trong cuốn sách dí dỏm và thông minh có tựa đề *Where Are the Customers' Yachts?* (tạm dịch: Những chiếc du thuyền của khách hàng ở đâu?) của Fred Schwed Jr., tác giả châm biếm: “Những người lau dọn không phải là thành viên của các câu lạc bộ độc quyền; song tới năm 1932, tất cả ai từng đầu cơ đều được nhận làm thành viên”. Nếu nhà đầu tư bằng cách nào đó tránh được người quét dọn trong thời gian Đại khủng hoảng, người đó sẽ không phải mất nhà. Vào tháng 8 năm 1937, thị trường bắt đầu bán

---

1. *Exchange*, tháng 3 năm 1940.

tháo dỡ dội khiến giá trung bình giảm 50% trong tháng 3 năm 1938. Phần phi tài chính của nền kinh tế khâm khá hơn chút ít so với phần tài chính. Chỉ trong 9 tháng, sản xuất công nghiệp giảm 34,5%, thu hẹp mạnh, nhanh hơn so với giai đoạn khủng hoảng năm 1920 đến 1921, giai đoạn khủng hoảng đối với thế hệ Graham tưởng chừng là đợt suy giảm kinh tế thảm họa nhất trong thời gian ngắn nhất.<sup>1</sup> Chính phủ Roosevelt khẳng định rằng đợt sụt giảm năm 1937-1938 không phải là cuộc khủng hoảng, mà chỉ là “suy thoái”. Tỷ lệ mất việc toàn quốc trung bình năm 1938 đạt 18,8%.

Vào tháng 4 năm 1937, 4 tháng trước khi thị trường chứng khoán giảm xuống đáy lần thứ hai trong 10 năm, Robert Lovett, cổ đông của công ty đầu tư Brown Brothers Harriman & Co, đã cảnh báo công chúng Mỹ trên tờ tuần san *Saturday Evening Post*. Lovett, thành viên cốt cán khi Phố Wall được xây dựng mô tả rằng không có thứ gì gọi là an toàn tài chính, ít nhất là với cổ phiếu và trái phiếu. Quan điểm trong lập luận của Lovett là trong thế giới tư bản, vốn bị tiêu thụ, các doanh nghiệp mong manh và có thể chết yếu như những chủ sở hữu nó. Ông giới thiệu với hàng triệu độc giả kết quả nghiên cứu của mình: “Nếu nhà đầu tư mua 100 cổ phiếu của 20 công ty trả cổ tức phổ biến nhất vào ngày 31 tháng 12 năm 1901, giữ đến năm 1936, thêm vào dòng tiền từ cổ tức và tất cả khoản chia tách cổ phiếu, thực hiện tất cả các quyền mua cổ phiếu thêm, tổng giá trị thị trường của tất cả khoản nắm giữ đó tính đến ngày 31 tháng 12 năm 1936 sẽ giảm 39% so với số tiền bỏ ra ban đầu. Nói đơn giản, nhà đầu tư trung bình sẽ trả 294.911,9 đô-la cho 180.072,06 đô-la vào ngày 31 tháng 12 năm 1936. Đó là khoản lỗ lớn dù nói theo cách nào đi chăng nữa.” Vào những ngày tươi đẹp trước thời điểm sụp đổ, mọi người đã vô tình nhắc đến từ “các khoản đầu tư dài hạn”. Vị cổ đông ngân hàng nổi tiếng ở Phố Wall này viết: “Về phần chúng tôi, chúng tôi đã bị thuyết phục rằng đầu tư dài hạn nghĩa là thua lỗ hoàn toàn không bao giờ lấy lại được”<sup>2</sup>.

1. Benjamin M. Anderson, *Kinh tế và lợi ích công* (New York: Van Nostrand, 1949), tr. 431.

2. Robert A. Lovett, “Gilt-Edged Insecurity” (tạm dịch: Sự bấp bênh mạ vàng), *Saturday Evening Post*, ngày 3 tháng 4 năm 1937.

Lovett hóa ra lại đoán trúng. Ở đáy thị trường gấu vào năm 1937 đến năm 1938, cứ 5 doanh nghiệp công nghiệp niêm yết trên NYSE thì có một doanh nghiệp được định giá dưới giá trị tài sản ngắn hạn ròng (net current asset) của nó. Trừ tất cả khoản nợ phải trả khỏi tiền mặt và tài sản khả dụng ngắn hạn (quick asset), phần còn lại còn nhiều hơn giá trị thị trường của doanh nghiệp. Nghĩa là giá trị kinh doanh của doanh nghiệp đó âm. Công ty Great Atlantic & Pacific Tea (A&P), doanh nghiệp được xem là Wal-Mart vào thời điểm đó, theo đó, là một doanh nghiệp thất bại. Vào những lúc thấp điểm năm 1938, giá trị thị trường của cổ phiếu phổ thông và ưu đãi của A&P là 126.000.000 đô-la, ít hơn giá trị tiền mặt, hàng tồn kho, khoản phải thu, được định giá cẩn thận có tổng là 134.000.000 đô-la. Theo ngôn từ của Graham và Dodd, công ty vẫn sinh lời đó được bán như “phế liệu”.

## MỘT PHỐ WALL KHÁC

Rất ít dấu vết của các định chế Phố Wall thời đó còn sót lại. Ngày nay, những công ty môi giới – giao dịch lớn giữ khoảng 1.000 tỷ đô-la giá trị chứng khoán tồn kho. Thời của Graham, thường thì các định chế chẳng giữ gì cả. Nay giờ, các công ty môi giới – giao dịch lớn tranh nhau xem ai có thể bao lanh phát hành ra công chúng lần đầu (Initial Public Offerings – IPO) số lượng cổ phiếu lớn nhất. Thời Graham, không doanh nghiệp tuyển đầu nào hạ mình đưa một cổ phiếu IPO ra công chúng, rủi ro và lợi nhuận từ việc phát hành này nằm trong tay những chuyên gia. Quy định chứng khoán liên bang là thứ gì đó mới lạ vào những năm 1930. Tiền thân của SEC là một định chế mang tính bộ tộc. Vài thứ chỉ đơn giản trái với đạo đức. Trong và ngay sau khi kết thúc Thế chiến I, không doanh nghiệp đứng đắn nào trên NYSE tạo điều kiện cho khách hàng chuyển từ trái phiếu Liberty<sup>1</sup> sang các lựa chọn nhiều tiềm năng lợi nhuận, nhưng ít yêu nước hơn. Không có đạo

---

1. Trái phiếu Liberty là trái phiếu chính phủ Mỹ phát hành vào Thế chiến I để hỗ trợ tài chính cho phe đồng minh.

luật nào ngăn cản hành động đó. Nhưng theo Graham, không ai làm vậy cả.

Rất nhiều thứ không được thực hiện trên Phố Wall vào những năm 1930. Các cơ quan quản lý thị trường mới được trao quyền không khuyến khích cải tiến tài chính, chi phí giao dịch cao, công nghệ lạc hậu (ít nhất là theo các tiêu chuẩn kỹ thuật số ngày nay) và các nhà đầu tư đều nản chí. Sau vòng xoáy thị trường gấu vào những năm 1937-1938, rất nhiều người không còn đủ kiên nhẫn. Cuối cùng thì chúng ta đang chờ cái gì chứ? Graham viết trong ghi chú thảo luận về tài chính doanh nghiệp trong phiên bản thứ 2 của cuốn sách: “Vào tháng 6 năm 1939, SEC đưa ra một tiền lệ có lợi bằng cách không cho phép phát hành ‘Giấy nợ thu nhập vốn’ trong thương vụ tái cơ cấu công ty Griess-Pfleger Tanning, dựa trên cơ sở rằng họ đã phát minh ra loại chứng khoán lai tạp mới và đã đi quá xa.” Cũng trong đoạn ghi chú đó, ông thể hiện quan điểm tán đồng với việc ngân hàng nhà nước phát hành “danh sách hợp pháp” – tài liệu quy định loại trái phiếu an toàn mà các ngân hàng tiết kiệm có thể sở hữu. Ý tưởng đó đi ngược với các khái niệm nghìn năm về thực tiễn quản lý tốt. Nhưng Graham đã bảo vệ nó: “Việc chọn trái phiếu xếp hạng cao đã được chứng minh là một phần của quá trình loại trừ, nó cũng đóng góp vào quá trình ứng dụng các nguyên tắc và tiêu chuẩn loại bỏ các chứng khoán không phù hợp.” Với Graham, người cha của đầu tư giá trị, sẽ không có nợ thế chấp (collateralized debt obligation) được bảo đảm bằng các nợ dưới chuẩn!

Những năm 1930 mở ra giai đoạn tiền bối trong công bố thông tin tài chính. Các đạo luật chứng khoán liên bang mới yêu cầu doanh nghiệp do nhà đầu tư sở hữu tóm tắt tình hình với các cổ đông vào mỗi quý và cuối năm. Nhưng tiêu chuẩn mới không được áp dụng ngay lập tức cho tất cả công ty cổ phần đại chúng, nhiều doanh nghiệp vẫn tiếp tục vận hành theo cách cũ, không công bố thông tin. Một trong số các doanh nghiệp công bung bít thông tin chính là công ty thông tin tài chính Dun & Bradstreet (D&B). Graham dường như thích mỉa mai trường hợp của D&B khi doanh nghiệp này không công bố “lợi nhuận công ty cho các cổ đông biết”. Nhìn chung, theo tiêu chuẩn của thế kỷ XXI, thông tin vào thời Graham vừa chậm lại vừa

ít. Không có điện đàm, không có các bảng tính tự động hóa, không có các thông tin từ những thị trường xa xôi, thực ra chẳng có gì nhiều ngoài thế giới của 48 bang ở Mỹ. Cuốn *Phân tích chứng khoán* hầu như không hề ghi nhận tồn tại của thị trường nước ngoài.

Bối cảnh thể chế như vậy khó lòng có lợi cho việc phát triển “thị trường hiệu quả”, như các chuyên gia kinh tế ngày nay gọi các thị trường mà thông tin được truyền tải nhanh chóng, con người xử lý chúng mà chẳng mắc chút sai lầm nào, giá cả phản ánh ngay tức thời các thông tin. Graham chắc hẳn sẽ cười phì trước ý tưởng này. Tương tự, ông chắc hẳn sẽ cười khi khám phá ra, loài người gọi một lĩnh vực nhỏ trong kinh tế là “tài chính hành vi”. Đọc cuốn *Phân tích chứng khoán*, độc giả sẽ được dẫn dắt vào câu hỏi, mặt nào của đầu tư không mang tính hành vi? Graham nhìn thị trường chứng khoán như nguồn vui giải trí và đâu tu: “Thậm chí khi động lực mua chứng khoán đơn thuần là lòng tham mang tính đầu cơ, bản chất con người vẫn mong muốn che giấu quyết định ngẫu hứng này bằng lớp vỏ nhận định đầu tư và logic. Theo cách ngôn của Voltaire, nếu không có thứ gì gọi là phân tích cổ phiếu phổ thông, thì khi cần thiết có thể làm giả thứ như vậy.”

Sự kỳ cục của việc định giá thấp hay cao do làm chưa đủ hay quá tay, đã lấp đầy các thảo luận trong sách. Graham ngạc nhiên nhưng không sững sốt trước thực tế rằng có quá nhiều doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán bị định giá thấp hơn tài sản ngắn hạn ròng, thậm chí vào giai đoạn cuối của đợt bùng nổ thị trường những năm 1920, hoặc trong giai đoạn biến đổi của thị trường trái phiếu ngay sau Thế chiến I, các nhà đầu tư mất phương hướng đã đưa ra mức giá cao và lợi tức thấp cho trái phiếu 4% của Union Pacific First Mortgage hơn mức giá họ trả cho trái phiếu kho bạc Mỹ Fourth Liberty 4,25%. Graham gọi hiện tượng này là “thiên hướng cường điệu hóa thâm căn cố đế của thị trường chứng khoán”. Dù ông có viết “tất cả thị trường” thì phát biểu đó cũng chẳng cường điệu hóa quá nhiều.

Graham không bàn nhiều về các chu kỳ tài chính, nhưng có lưu ý. Ông nhận thấy rằng các ý tưởng giống như giá cả và các loại tài sản đầu tư, cũng có chu kỳ. Phần thảo luận trong cuốn *Phân tích chứng khoán* về thời kỳ đi

xuống nhanh của các doanh nghiệp cầm cố bảo đảm đầu thập niên 1930, là bức họa hoàn hảo về cuộc đua có kết cục tan nát mà các định chế tài chính theo định kỳ lại tham gia vào. “Sự trỗi dậy của các cấu trúc trái phiếu bất động sản mới và hung hãn hơn tạo ra những hệ quả, phần nhiều là xấu, lên các chính sách mà mọi người lo lắng trước đây”, Graham viết về thời kỳ của mình và cũng là của chúng ta. “Dưới áp lực cạnh tranh, những định chế này bị dẫn dụ phải nới lỏng các tiêu chuẩn cho vay. Các khoản vay thế chấp mới được cấp phép dựa trên tiêu chuẩn ngày càng mở rộng, khi các khoản thế chấp cũ đáo hạn, chúng thường được làm mới với giá trị lớn hơn. Bên cạnh đó, giá trị danh nghĩa của các khoản vay thế chấp bảo đảm tăng nhiều lần so với vốn của công ty bảo đảm, đến nỗi khoản bảo đảm rõ ràng chỉ có giá trị bảo vệ rất nhỏ trong trường hợp có sụt giảm chung về giá.”

Theo Graham, phân tích chứng khoán tự bản thân nó là hiện tượng có tính chu kỳ, ngoài ra nó cũng hợp thời và lỗi thời. Nó tạo ra ấn tượng mạnh mang tính trực giác ở các doanh nhân nghĩ về cổ phiếu như nghĩ về doanh nghiệp riêng của gia đình mình. Cách suy nghĩ này quan tâm gì đến chu kỳ doanh thu hoặc các dự đoán khoa học giả tưởng về tương lai kinh tế? Khi đánh giá cổ phiếu phổ thông, dạng nhà đầu tư này quan tâm đến giá trị của doanh nghiệp đứng đằng sau. Nghĩa là, họ sẽ nghiên cứu bảng cân đối kế toán. Graham đề cập rằng loại phân tích này chẳng còn hợp thời khi cổ phiếu bắt đầu tăng trưởng nhanh, chẳng cần tham khảo bất kỳ thứ gì ngoại trừ niềm hy vọng và lời tiên tri. Vào khoảng năm 1927, phương pháp bói toán và đọc biểu đồ đã thay thế đầu tư giá trị, cách khiến Graham và đối tác của ông khá khẩm. Những phê bình của Graham về phương pháp đầu tư “thời kỳ mới” có cân nhắc và không mang tính nhạo báng. Cách tiếp cận cũ và bảo thủ của ông nhìn khá thụt lùi, Graham thừa nhận điều đó. Cách tiếp cận này nhấn mạnh quá khứ hơn tương lai, thu nhập đều đặn hơn viễn cảnh thu nhập tương lai. Nhưng công nghệ mới, phương pháp mới và các hình thái cấu trúc doanh nghiệp mới đã mang đến các rủi ro mới cho nền kinh tế hậu Thế chiến I. Kinh doanh truyền thống không ổn định đã tạo ra lỗ hổng nhỏ trong cách tiếp cận phân tích truyền thống ưu ái sức mạnh của

thu nhập ổn định hơn tăng trưởng thu nhập. Tuy nhiên, ngoài cân nhắc nho nhỏ đó, Graham chẳng tán đồng với cách tiếp cận mới. Cách tiếp cận thời kỳ mới “xem xu hướng thu nhập như tiêu chuẩn giá trị duy nhất... chắc chắn sẽ kết thúc như thảm họa kinh khủng”. Thực tế đó đã xảy ra và tiếp tục trong bối cảnh thị trường bị dẫn dắt bởi CNBC của thế kỷ XXI.

## MỘT NGƯỜI NHIỀU TÀI NĂNG

Benjamin Graham có tên thật là Benjamin Grossbaum, sinh ngày 9 tháng 5 năm 1894 ở London. Ông đến New York cùng gia đình trước khi 2 tuổi. Cậu trai trẻ Graham có tài năng toán học, ngôn ngữ cổ điển và hiện đại, viết văn tả thực (độc giả sẽ được chứng kiến khả năng này) và nhiều kỹ năng mà các trường công thường dạy. Cậu có trí nhớ siêu phàm và thích đọc sách, đó chắc chắn là tấm vé dẫn đến thành công học thuật vào thời điểm đó hoặc sau này. Cha qua đời năm 35 tuổi, bỏ lại cậu, hai anh trai và người mẹ trong hoàn cảnh khó khăn tài chính và xã hội bấp bênh. Vì vậy, Graham đã sớm học cách lao động.

Cuốn *Phân tích chứng khoán* không cần viết đầy đủ tiểu sử tác giả chính ở đây, bởi cuốn hồi ký của Graham đã nói rất thú vị. Cậu học sinh thông minh theo học Đại học Columbia bằng học bổng Alumni vào tháng 9 năm 1911 ở tuổi 17. Graham đã đọc nhiều tài liệu trước khi vào học kỳ đến nỗi trưởng khoa từng nhận xét “cậu có nhiều tiềm năng tiến xa nhất”.<sup>1</sup> Cậu đã kết hợp kiến thức học thuật của mình với những kinh nghiệm làm nhiều công việc, toàn thời gian lẫn bán thời gian. Sau khi tốt nghiệp vào năm 1914, Graham bắt đầu chạy việc và ghi bảng ở một công ty thành viên của NYSE, Newberger, Henderson & Loeb. Trong vòng một năm, Graham đã hoàn thành giao dịch thanh lý công ty Guggenheim Exploration bằng cách tinh ranh mua khống cổ phiếu của Guggenheim và bán khống cổ phiếu công ty mà Guggenheim sở hữu cổ phần thiểu số. Những quản lý

---

1. Benjamin Graham, *The Memoirs of the Dean of Wall Street* (tạm dịch: Hồi ký người trưởng khoa Phố Wall), biên tập bởi Seymour Chatman (New York: McGraw-Hill, 1996), tr. 106.

già dặn hơn sững sốt trước giao dịch này: “Lợi nhuận được hiện thực hóa chính xác như tính toán; tất cả mọi người bao gồm cả tôi đều rất hài lòng.”<sup>1</sup>

*Phân tích chứng khoán* không phải từ “trên trời rơi xuống”. Graham viết báo cho tờ *Wall Street* để kiểm thêm các khoản thu nhập phụ trợ cho mức lương khiêm tốn của mình. Các bài viết của ông mang đặc điểm của một chuyên gia đầu tư đáng tin cậy và có học thức cao ở Phố Wall. Không cần phải trích dẫn ý kiến của các chuyên gia, Graham và các tài liệu mà ông diễn giải đã thể hiện đầy đủ độ tin cậy mà độc giả cần. Các chủ đề yêu thích của Graham sau này được phát triển lên trong cuốn sách bạn đang cầm trên tay. Ông viết nhiều về các trường hợp đặc biệt giúp công ty Graham-Newman trở nên thành công. Khi doanh nghiệp American International Corp. tăng giá chóng mặt và rót xuống đất vào năm 1920, Graham có thể chứng minh rằng giá cổ phiếu rẻ so với giá trị của danh mục đầu tư với nhiều tài sản hỗn tạp (đặc biệt, không được công bố đầy đủ) của doanh nghiệp này.<sup>2</sup> Vụ vỡ nợ đáng sững sốt của Goodyear Tire & Rubber khiến ông chú ý vào năm 1921. Ông viết: “Goodyear sụp đổ là sự kiện đáng chú ý, thậm chí trong bối cảnh đầy áp nhũng thảm họa kinh doanh.” Ông đánh giá khôn ngoan rằng, Goodyear sẽ tiếp tục tồn tại. Mùa hè năm 1924, ông đưa ra một phát biểu sẽ trở thành tiếng nói xuyên suốt cuốn *Phân tích chứng khoán*: Rõ ràng cổ phiếu trên thị trường được định giá thấp hơn giá trị thanh lý của doanh nghiệp phát hành chúng. Trong bài viết *Eight Stock Bargains Off the Beaten Track* (tạm dịch: 8 cổ phiếu giá hời trên thị trường), Graham cũng viết: “Các cổ phiếu được bảo đảm bằng tiền mặt hay các khoản tương đương tiền, không có trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi xếp trên chúng, là nhóm chứng khoán đặc biệt thú vị.” Trong trường hợp công ty Tonopah Mining có tài sản luân chuyển quy đổi ra thành 4,31 đô-la/cổ phiếu và giá trị thị trường chỉ đạt 1,38 đô-la/cổ phiếu.

---

1. Như trên, tr. 145.

2. Benjamin Graham, “The ‘Collapse’ of American International” (tạm dịch: Sự ‘sụp đổ’ của American International), tờ *Wall Street*, ngày 11 tháng 12 năm 1920, tr. 175-176, 217.

Với Graham, thời kỳ ngọt ngào của tư duy đầu tư hợp lý đã kết thúc vào cuối năm 1914. Trước đó, một nhà đầu tư điển hình có thể phân tích trái phiếu hay cổ phiếu tương tự như cách phân tích doanh nghiệp tư nhân. Người đó thường là đàn ông, sẽ theo cách tự nhiên cố gắng xác định tài sản của doanh nghiệp phát hành chứng khoán, sau khi trừ đi các khoản nợ. Nếu lựa chọn đầu tư trái phiếu, nhà đầu tư doanh nhân cần bảo đảm rằng doanh nghiệp vay mượn có đủ sức mạnh tài chính để vượt qua giai đoạn khủng hoảng không.

Graham viết trong cuốn hồi ký: “Không quá nhún nhường khi nói rằng tôi đã trở thành gã thông minh trong chính lĩnh vực của mình.” Ông chuyên phân tích kỹ lưỡng các lựa chọn đầu tư ít ai quan tâm: Cổ phiếu hay trái phiếu bị ruồng bỏ, doanh nghiệp thanh lý hoặc phá sản, các cơ hội kinh doanh chênh lệch giá. Ít nhất kể từ đầu thập niên 1920, Graham đã bắt đầu giảng bài về “biên độ an toàn”. Cuốn sách chưa hé mở được tương lai, nên trong những bài viết của mình, ông thúc giục các nhà đầu tư nên trả ít hơn giá trị “nội tại” để dự phòng trước những điều chưa biết. Phân tích chứng khoán định nghĩa giá trị nội tại là “giá trị được lý giải bằng tài sản, thu nhập, cổ tức, viễn cảnh có thể xác định; khác với giá trị thị trường được thiết lập bởi bàn tay con người thao túng hoặc bị bóp méo bởi tâm lý kỳ vọng quá mức”.

Bản thân ông đã đi từ cách đầu tư kỳ cục sang đầu tư cao siêu (đôi khi ngược lại) trong nghề đầu tư của mình. Khả năng thấu hiểu nhanh chóng cùng khả năng toán học đã biến ông thành chuyên gia kinh doanh chênh lệch giá tài năng bẩm sinh. Ông có thể bán một cổ phiếu và ngay lập tức mua một cổ phiếu khác. Hoặc ông có thể mua và bán cổ phiếu trong quan hệ mua bán đối xứng với trái phiếu chuyển đổi của doanh nghiệp phát hành cổ phiếu. Bằng cách làm này, ông kiểm được khoản lời gần bằng giá trị đảm bảo có thể kiếm được theo chu kỳ thăng trầm tài chính. Ví dụ vào đầu thập niên 1920, ông đã tận dụng mối quan hệ thiếu hiệu quả giữa duPont và cổ phiếu nóng General Motors (GM). duPont sở hữu cổ phần đáng kể trong GM và thị trường chỉ định giá doanh nghiệp

hóa chất khổng lồ này dựa trên khoản nắm giữ đó. Có nghĩa là, phần kinh doanh còn lại của doanh nghiệp chẳng đáng xu nào. Tận dụng tình trạng bất thường này, Graham mua cổ phiếu của duPont và bán khống lượng phòng hộ hợp lý cổ phiếu của GM. Khi thị trường nhận ra điều này, khoảng cách giá giữa duPont và GM đã được nới rộng ra theo hướng kỳ vọng, Graham có lãi.<sup>1</sup>

Tuy nhiên, giống như nhiều nhà đầu tư giá trị khác sau này, Graham đôi khi bị cuốn ra khỏi quy tắc khắc khổ của đầu tư ham rẻ và an toàn. Graham bán GM và mua duPont từng bị lừa bởi gã giám đốc quỹ vô danh mà Graham ủy thác tiền. Vòng xoay Columbus, phía trên khu vực phía Tây Manhattan, có treo bảng hiệu điện của doanh nghiệp mà Graham từng đặt niềm tin sai lầm, Savold Tire. Song tác giả của cuốn *Phân tích chứng khoán* đã thú nhận trong hồi ký của mình, tấm bảng hiệu đó là dấu hiệu hữu hình duy nhất thể hiện sự tồn tại của doanh nghiệp kia. Graham nói thêm: “Tôi được biết, không ai tố cáo lên văn phòng công tố quận về hành vi chiếm đoạt tài sản trắng trợn của gã giám đốc quỹ kia.” Chắc chắn theo cách kể này, Graham cũng không tố cáo.<sup>2</sup>

Vào năm 1929, khi 35 tuổi, Graham đang trên đường đạt đến danh vọng và giàu có. Vợ chồng ông có hàng tá người giúp việc, lần đầu tiên và duy nhất trong đời Graham có trợ lý nam. Cùng với Jerry Newman, Graham đã xây dựng kỷ lục đầu tư đáng ghen tị đến nỗi Bernard M. Baruch vĩ đại phải tìm đến ông. Liệu Graham có dẹp bỏ hoạt động kinh doanh của mình để quản lý tiền của Baruch không? Graham viết: “Tôi trả lời rằng tôi cảm thấy khoái chí, thực tế là kinh ngạc với đề nghị của ông, nhưng tôi không thể đột ngột dẹp qua một bên các mối quan hệ thân thiết và rất tốt đẹp đang có với bè bạn và khách hàng.”<sup>3</sup> Những mối quan hệ kia không lâu sau đó trở nên kém tốt đẹp hơn rất nhiều.

---

1. Graham, *Memoirs*, tr. 188.

2. Như trên, tr. 181-184.

3. Như trên, tr. 253.

Graham thuật lại rằng dù không lo lắng khi thị trường đạt đỉnh, song ông không thành công lắm trong điều kiện thị trường đang suy giảm. Công ty Graham-Newman đối diện với nguy cơ sụp đổ vào năm 1929 với 2.500.000 đô-la tiền vốn trong tay. Họ kiểm soát khoảng 2.500.000 đô-la giá trị đầu tư năm dưới dạng phòng hộ – cổ phiếu mua khống trừ đi cổ phiếu bán khống. Bên cạnh đó, họ có khoảng 4.500.000 đô-la cổ phiếu mua khống toàn bộ. Việc sử dụng đòn bẩy là sai lầm, sau này Graham mới nhận ra. Mặc dù vấp phải lỗi chiến thuật đó, các cổ phiếu họ sở hữu vẫn đủ rẻ để chịu đựng bất kỳ cơn bão nào.

Họ vượt qua đợt sụp đổ của thị trường theo cách đáng khen ngợi: Quý 4 năm 1929 chỉ sụt giảm 20%, kết quả gần như phi thường. Nhưng họ mất 50% vào năm 1930, 16% vào năm 1931, 3% vào năm 1932 (một kết quả tương đối xuất sắc nữa), mức thua lỗ lũy kế là 70%.<sup>1</sup> Graham viết: “Tôi không tự trừng phạt mình khi không thể bảo vệ bản thân trước thảm họa mà tôi đã dự đoán trước, bằng cách rơi vào lối sống phóng túng mà tôi không có đủ tính khí hay khả năng để tận hưởng nó. Tôi nhanh chóng nhận ra, mẫu chốt cho hạnh phúc vật chất nằm ở cuộc sống khiêm nhường, thứ không quá khó khăn để đạt được trong hầu hết điều kiện kinh tế.” Ý tưởng biên độ an toàn cũng áp dụng cho tài chính cá nhân.<sup>2</sup>

Giới học thuật không nhanh chóng tán thưởng cuốn *Phân tích chứng khoán* như minh chứng dứt khoát cho đầu tư giá trị hay bất kỳ thứ gì khác. Khi khảo sát lĩnh vực mà Graham và Dodd có đóng góp đáng kể, cuốn *Lý thuyết đầu tư cổ phiếu phổ thông* của Chelcie C. Bosland, xuất bản 3 năm sau khi ra đời phiên bản đầu tiên của cuốn *Phân tích chứng khoán*, đã trích dẫn 53 nguồn và 43 tác giả khác nhau. Không ai trong số này tên Graham hay Dodd.

Tuy nhiên, Edgar Lawrence Smith đã nhận được sự quan tâm và kính nể của Bosland. Cuốn *Common Stocks as Long Term Investments*

1. Như trên, tr. 259.

2. Như trên, tr. 263.

(tạm dịch: Cổ phiếu phổ thông, lựa chọn đầu tư dài hạn) xuất bản năm 1924 đã thách thức quan niệm cũ rằng trái phiếu tự thân nó đã ưu việt hơn vốn cổ phần. Smith tranh luận rằng đồng đô-la (dù được bảo trợ bằng vàng năm 1924) có xu hướng trượt giá, nghĩa là các chủ nợ vốn dĩ nắm ở thế bất lợi. Những người nắm giữ cổ phiếu phổ thông không gặp tình trạng này. Nếu doanh nghiệp họ đầu tư làm ra lợi nhuận, nếu ban quản trị những doanh nghiệp này giữ lại một phần lợi nhuận kinh doanh, và nếu các khoản lợi nhuận giữ lại để tạo ra thu nhập trong tương lai, giá trị tiền vốn trong danh mục của nhà đầu tư có xu hướng “tăng theo cách thức vận hành của lãi suất kép”.<sup>1</sup>

Cách Smith chọn thời điểm không chê vào đâu được. Chưa đầy một năm sau khi cuốn sách xuất bản, thị trường bò Coolidge vĩ đại bùng nổ. Cuốn *Common Stocks as Long Term Investments* chỉ dài 129 trang, cung cấp cách tiếp cận tư duy để theo đuổi mức tăng giá cao hơn của thị trường. Thực tế, góc nhìn về cổ phiếu có xu hướng tăng trưởng tuyệt vời trong dài hạn đã đi vào tư duy đầu tư của người Mỹ như bí mật vừa được tiết lộ (nó chẳng có vẻ gì hiển nhiên vào những năm 1930). Về phần mình, Graham tỏ ra bất đồng với góc nhìn của Smith, hay nói chính xác hơn là cách áp dụng không chặt chẽ mang khuynh hướng thị trường bò. Ông ghi chú rằng, bỏ ra số tiền gấp 10 lần thu nhập của doanh nghiệp để mua lựa chọn đầu tư vốn cổ phần là một chuyện, bỏ ra 20 hay 40 lần thu nhập lại là chuyện khác. Bên cạnh đó, phân tích của Smith bỏ qua câu hỏi quan trọng về giá trị tài sản nằm sau chứng nhận cổ phiếu mà tất cả mọi người đang giao dịch luồng cuống và thiểu suy nghĩ. Cuối cùng, lập luận của Smith dựa trên giả định rằng cổ phiếu phổ thông sẽ diễn biến trong tương lai như những gì nó đã làm trong quá khứ. Còn Graham không phải là người cản tin.

Tuy nhiên, Graham không chỉ là nhà phê bình khó tính, ông còn là người rộng lượng. Năm 1939, ông được mời đánh giá cuốn *The Theory of Investment Value* (tạm dịch: Lý thuyết đầu tư giá trị) của John Burr Williams

---

1. Grant, *The Trouble with Prosperity* (tạm dịch: Vấn đề với sự thịnh vượng), tr. 43.

trên tờ *Journal of Political Economy* (đây là vinh dự không nhỏ cho một tác giả kiêm nhà thực hành Phố Wall). Cái nhìn của William không chỉ súc tích mà còn quan trọng. Ông đề ra ý tưởng rằng giá trị đầu tư của một cổ phiếu phổ thông là giá trị hiện tại của tất cả cổ tức tương lai. Với cái nhìn đầy tính phê bình, tác giả hy vọng nhà đầu tư có thể ngăn bản thân khỏi việc định giá cổ phiếu trên trời mệt lần nữa.

Graham, với bộ óc rộng lớn chứa đựng cả tài năng phân tích và kỹ năng của chuyên gia tài chính hành vi, lên tiếng nghi ngờ dự đoán đó. Ông chỉ ra rằng cái khó khi ứng dụng phương pháp của Williams là người ta phải đưa ra vài giả định táo bạo về tỷ lệ lãi suất tương lai, tăng trưởng lợi nhuận và giá trị cuối cùng của cổ phiếu khi tăng trưởng dừng lại. Graham trả lời: “Tôi tự hỏi liệu có khác biệt nào quá lớn giữa tính may rủi tất yếu trong những giả định này với cách tính toán chọn lọc kỹ càng để xử lý chúng.” Graham kết thúc bài luận của mình bằng ghi chú tinh tế và dí dỏm đặc trưng khi khen ngợi Williams vì cách tiếp cận điềm đạm của ông, đồng thời nói thêm: “Công thức của tác giả không tiếp cận bảo thủ; nhưng nếu nhà đầu tư có thể bị thuyết phục bởi phương pháp toán học cao cấp để có thái độ đúng mực với giá cổ phiếu phổ thông, các nhà đánh giá sẽ rất ủng hộ phương pháp toán học cao cấp đó.”<sup>1</sup>

Thành tựu kỹ thuật của Graham trong phân tích chứng khoán, tự thân nó khó có thể đưa cuốn *Phân tích chứng khoán* đi qua 5 phiên bản. Với tôi, tính nhân văn và hài hước của cuốn sách chính là lý do khiến nó vẫn tồn tại và được các độc giả yêu thích Graham chào đón, bao gồm cả tôi. Liệu có người giỏi kiếm tiền nào của Phố Wall có ảnh hưởng sâu sắc hơn Graham trong lĩnh vực ngôn ngữ cổ điển và viết lách trong lịch sử tài chính thời kỳ của ông? Tôi cá là “không” với tất cả niềm tin của một nhà đầu tư giá trị bỏ tiền ra để mua loại cổ phiếu đặc biệt thấp.

---

1. Benjamin Graham, “Đánh giá cuốn *Lý thuyết đầu tư giá trị* của John Burr Williams [Cambridge, Mass, Harvard University Press, năm 1938]”, *Journal of Political Economy*, vol. 47, no. 2 (tháng 4 năm 1939), tr. 276-278.

Tuy nhiên, triết lý gia đầu tư vĩ đại này bị giam hãm trong thời đại của ông. Ông nhận ra các trải nghiệm của mình rất độc đáo, rằng cuộc Đại khủng hoảng thực tế là hiện tượng cực kỳ bất thường. Nếu ai đó hiểu được rằng thật điên khùng khi phỏng chiếu kinh nghiệm hiện tại lên bức tranh tương lai bất đoán, đó chính là Graham. Tuy nhiên, ông hoàng triết lý đầu tư đã soạn ra cái kết ấn tượng sau khi giành ra 727 trang (không bao gồm danh sách phụ lục dài) mô tả cách nhà đầu tư cẩn trọng và ngại rủi ro có thể thành công trong bất kỳ điều kiện kinh tế vĩ mô nào.

Ông đặt ra câu hỏi, vậy nhà đầu tư tổ chức thì sao? Người này nên đầu tư thế nào? Lúc đầu, Graham rụt rè né tránh câu hỏi: Ông là ai mà dám chỉ dẫn cho những chuyên gia tài chính kinh nghiệm đứng đầu định chế giáo dục Mỹ chứ? Nhưng sau đó, ông bất ngờ trả lời câu hỏi kia. Graham viết: “Định chế có thể quen với mức thu nhập thấp từ các chứng khoán thu nhập cố định xếp hạng cao. Theo tôi, nên giới hạn danh mục đầu tư vào những chứng khoán này. Chúng tôi nghi ngờ khả năng tăng trưởng cao hơn của các chỉ số cổ phiếu phổ thông trong giai đoạn đã qua, tự thân nó bảo đảm cho mức tăng trưởng cao tương tự trong tương lai cũng như bảo đảm cho vòng tuần hoàn bất định không thể tách rời khi đầu tư cổ phiếu phổ thông.”

Liệu nhà đầu tư giá trị vĩ đại nhất có thực sự nghĩ vậy? Liệu người đàn ông vừa kịp thoát ra khỏi các khoản lỗ nặng nề trong những năm Đại khủng hoảng và đạt được kỷ lục đầu tư dài hạn ấn tượng, thực sự nghĩ rằng cổ phiếu phổ thông không đáng để bận tâm? Năm 1940, trong bối cảnh cuộc chiến mới thúc đẩy các chính sách tài chính và tiền tệ của Chính quyền Roosevelt, trái phiếu doanh nghiệp xếp hạng cao chỉ có lợi tức 2,75%, trong khi cổ phiếu bluechip có lợi tức 5,1%. Liệu có phải Graham cho rằng trái phiếu an toàn hơn cổ phiếu? Ông thực sự đã nói như vậy. Ngay cả Homer cũng có thể mắc sai lầm, Graham cũng vậy, chúng ta cũng thế, dù có là ai đi nữa. Hãy xem đó là bài học.

## *Dẫn nhập vào Phiên bản thứ 2*

# **CÁC VẤN ĐỀ CỦA CHÍNH SÁCH ĐẦU TƯ**

---

Nói một cách chặt chẽ, phân tích chứng khoán có thể được thực hiện mà không cần tham khảo bất kỳ chương trình hay tiêu chuẩn đầu tư xác định nào, hành động chuyên môn hóa đó thực sự không thiếu thực tế. Các nghiên cứu bảng cân đối kế toán và tài khoản doanh thu kỹ lưỡng, so sánh các chứng khoán tương tự hay liên quan, nghiên cứu điều kiện và giao kèo bảo đảm đăng sau trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi – những hoạt động kinh điển này của nhà phân tích chứng khoán được thực hiện với ý định mua cổ phiếu trong đầu và phải cân nhắc trong bối cảnh rộng hơn của các nguyên tắc đầu tư, hoặc đầu cơ. Trong phần này, chúng tôi không cố phân biệt rạch ròi lý thuyết và kỹ thuật đầu tư, mà đôi khi sẽ kết hợp hai yếu tố này lại với nhau.

Do đó, cách tốt nhất là bắt đầu bằng một đánh giá chính xác về các chính sách mà người mua chứng khoán phải đối mặt. Phần thảo luận này phải được mô tả cùng những điều kiện đang được áp dụng khi viết chương này. Hy vọng rằng, tương lai sẽ có những thay đổi khiến các kết luận của chúng tôi chỉ còn giá trị tham khảo. Thực tế, chúng tôi xem yếu tố thay đổi là dữ kiện trung tâm của thế giới tài chính. Để giúp bạn hiểu rõ hơn ý này, chúng tôi sẽ trình bày vài dữ liệu dưới dạng biểu đồ, được thiết kế để minh họa cho các giai đoạn đảo chiều và tăng trưởng từng phát triển trong một phần tư thế kỷ qua.

## DỮ LIỆU TÀI CHÍNH VÀ KINH TẾ CỦA BA GIAI ĐOẠN THAM KHẢO

Giai đoạn	1911 - 1913			1923 - 1925			1936 - 1938		
	Cao	Thấp	Trung bình	Cao	Thấp	Trung bình	Cao	Thấp	Trung bình
Chỉ số kinh doanh*	118,8	94,6	107,9	174,9	136,0	157,9	164,9	106,0	137,0
Lợi tức trái phiếu*	4,22%	4,02%	4,09%	4,82%	4,55%	4,68%	3,99%	3,36%	3,65%
Chỉ số giá cổ phiếu công nghiệp*	121,6	92,2	107,6	198,6	128,6	153,4	293,4	124,8	211,1
Chỉ số Công nghiệp Dow-Jones (theo đơn vị)									
Phạm vi giá	94	72	82	159	86	112	194	97	149
Thu nhập (đô-la)	8,69	7,81	8,12	13,54	10,52	11,81	11,41	6,02	9,14
Cổ tức	5,69	4,50	5,13	7,09	5,51	6,13	8,15	4,84	6,66
Chỉ số giá-thu nhập †	11,6x	8,9x	10,1x	13,5x	7,3x	9,5x	21,2x	10,6x	16,3x
Tỷ suất cổ tức †	5,5%	7,1%	6,3%	3,9%	7,1%	5,5%	3,4%	6,9%	4,5%
U.S. Steel:‡									
Phạm vi giá	82	50	65	139	86	111	178	53	96
Thu nhập mỗi cổ phiếu (đô-la)	11,00	5,70	7,53	16,40	11,80	13,70	11,22	5,30	3,33
Cổ tức mỗi cổ phiếu	5,00	5,00	5,00	7,00	5,25	6,42	1,40	-	0,42
Chỉ số giá-thu nhập †	10,9x	6,6x	8,6x	10,1x	6,3x	8,1x	53,4x	15,9x	28,8x
Tỷ suất cổ tức †	6,1%	10,0%	7,7%	4,6%	7,5%	5,8%	0,2%	0,8%	0,4%
General Electric:§									
Phạm vi giá	196	142	172	524	262	368	1,580	664	1,070
Thu nhập mỗi cổ phiếu (đô-la)	16,72	12,43	14,27	32,10	27,75	30,35	53,50	23,40	38,00
Cổ tức mỗi cổ phiếu	10,40	8,00	8,80	19,80	19,80	19,80	53,50	21,85	38,90
Chỉ số giá-thu nhập †	13,7x	10,0x	12,1x	17,2x	8,6x	13,8x	41,5x	17,5x	28,2x
Tỷ suất cổ tức †	4,5%	6,2%	5,1%	3,8%	7,6%	5,4%	2,5%	5,9%	3,6%

American Can: <sup>¶</sup>											
Phạm vi giá	47	9	25	297	74	150	828	414	612		
Thu nhập mỗi cổ phiếu (đô-la)	8,86	0,07	4,71	32,75	19,64	24,30	36,48	26,10	32,46		
Cổ tức mỗi cổ phiếu	-	-	-	7,00	5,00	6,00	30,00	24,00	26,00		
Chỉ số giá-thu nhập †	10,0x	1,9x	5,3x	12,2x	3,0x	6,2x	25,5x	12,7	18,8x		
Tỷ suất cổ tức †	-	-	-	2,0%	8,1%	4,0%	3,1%	6,3%	4,2%		
Pennsylvania R.R.:											
Phạm vi giá	65	53	60	55	41	46	50	14	30		
Thu nhập mỗi cổ phiếu (đô-la)	4,64	4,14	4,33	6,23	3,82	5,07	2,94	0,84	1,95		
Cổ tức mỗi cổ phiếu	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,00	0,50	1,25		
Chỉ số giá-thu nhập †	15,0x	12,2x	13,8x	10,9x	8,1x	9,2x	25,6x	7,2x	15,5x		
Tỷ suất cổ tức †	4,6%	5,7%	5,0%	5,5%	7,3%	6,5%	2,5%	8,9%	4,1%		
American Tel. & Tel.:											
Phạm vi giá	153	110	137	145	119	130	190	111	155		
Thu nhập mỗi cổ phiếu (đô-la)	9,58	8,64	9,26	11,79	11,31	11,48	9,62	8,16	9,05		
Cổ tức mỗi cổ phiếu	8,00	8,00	8,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00		
Chỉ số giá-thu nhập †	16,5x	11,9x	14,8x	12,6x	10,4x	11,3x	21,0x	12,3x	17,1x		
Tỷ suất cổ tức †	5,2%	7,3%	5,8%	6,2%	7,6%	6,9%	4,7%	8,1%	5,8%		

\*Các chỉ số hoạt động kinh doanh và giá cổ phiếu công nghiệp của Axe-Houghton, cả hai đều không được điều chỉnh theo xu hướng; lợi tức của 10 trái phiếu đường sắt xếp hạng cao. Tất cả đều do E. W. Axe & Co., Inc thống kê.

† Giá cao, thấp và trung bình được so sánh với thu nhập và cổ tức *trung bình* trong mỗi giai đoạn.

‡ Các con số giai đoạn 1936-1938 được điều chỉnh để phản ánh mức cổ tức 40%.

§ Các con số được điều chỉnh để phản ánh các hoạt động trả cổ tức và chia tách khác nhau giữa năm 1913 và 1930, cuối cùng một cổ phiếu năm 1912 tương đương 25 cổ phiếu năm 1936.

|| Loại trừ cổ phiếu của Electric Bond và Share Securities Corporation được chi trả như cổ tức năm 1925.

¶ Các con số năm 1936-1938 được điều chỉnh để phản ánh tỷ lệ đổi cổ phiếu 6:1 năm 1926.

Dựa trên quá trình phát triển này, sẽ rất liều lĩnh khi suy luận rằng chúng ta phải kỳ vọng bất ổn lớn hơn trong tương lai. Nhưng cũng thật khinh suất nếu xem nhẹ tầm quan trọng của những gì đã diễn ra và lại kết luận như năm 1925, rằng chúng ta đang dần tiến đến ổn định và thịnh vượng to lớn hơn. Các giai đoạn này dường như đòi hỏi chúng ta phải cẩn thận chọn lý thuyết cũng như chính sách đầu tư cho tương lai, linh hoạt và cởi mở. Với định hướng dựa trên các cảnh báo trên, hãy đi tiếp tới một số vấn đề trong đầu tư.

## **A. ĐẦU TƯ VÀO TRÁI PHIẾU XẾP HẠNG CAO VÀ CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI**

Đầu tư trái phiếu ngày nay tồn tại nhiều vấn đề phức tạp hơn năm 1913. Câu hỏi chính là làm sao thu được lợi nhuận cao nhất đi kèm với sự an toàn. Nếu nhà đầu tư vào thời điểm đó hài lòng với các chứng khoán tiêu chuẩn có lợi tức thấp hơn, người này có thể “nhắm mắt mà mua, đặt qua một bên và quên chúng đi”. Giờ nhà đầu tư phải đánh vật với vấn đề khó khăn gấp 3 lần: An toàn lãi suất và tiền gốc, lợi tức và giá trái phiếu trong tương lai, giá trị tương lai của đồng đô-la. Để mô tả tình cảnh khó khăn này rất dễ dàng, song để giải quyết nó thỏa đáng thì dường như không thể.

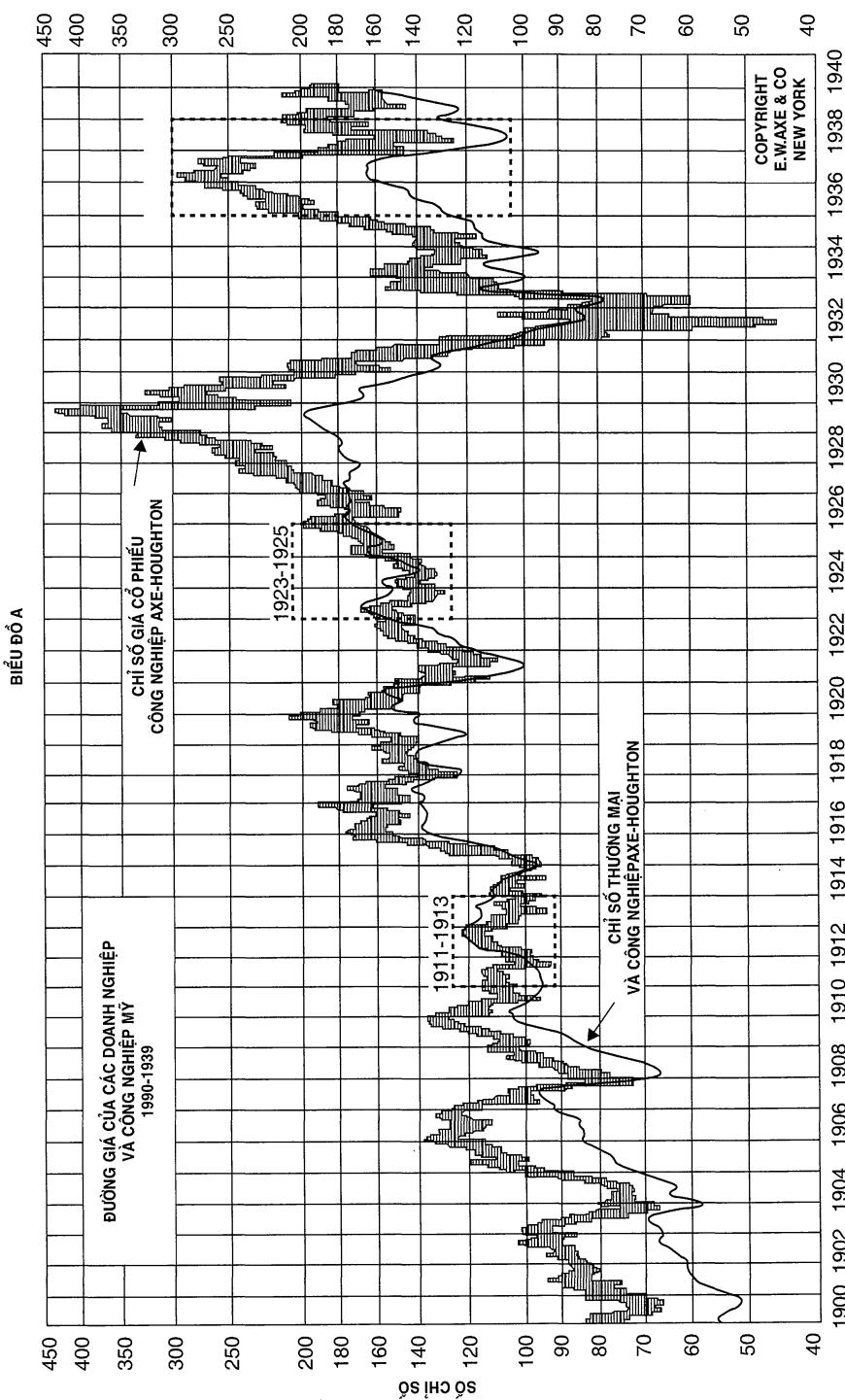
- 1. An toàn lãi suất và tiền gốc.** Hai đợt khủng hoảng trầm trọng trong vòng 20 năm qua và khối lượng lớn chứng khoán đường sắt sụp đổ từng được xem là chắc chắn an toàn, cho thấy tương lai sẽ còn nhiều cú sốc dữ dội hơn cho những nhà đầu tư trái phiếu tự mãn. Quan niệm cũ về “các lựa chọn đầu tư dài hạn”, miễn nhiệm trước những thay đổi và không buôn bán tâm, chắc chắn đã ra đi vĩnh viễn. Tuy nhiên, các nghiên cứu của chúng tôi kết luận rằng, bằng các tiêu chuẩn đủ chặt chẽ trong việc chọn lựa và thường xuyên tái đánh giá, nhà đầu tư có thể thoát khỏi hầu hết thua lỗ từng khiến họ rối trí trong quá khứ, để khoản thu lại từ lãi suất và tiền gốc đạt được mức độ phần trăm thỏa mãn, thậm chí trong giai đoạn khủng hoảng. Lựa chọn cẩn thận phải bao gồm cân nhắc đúng cảnh

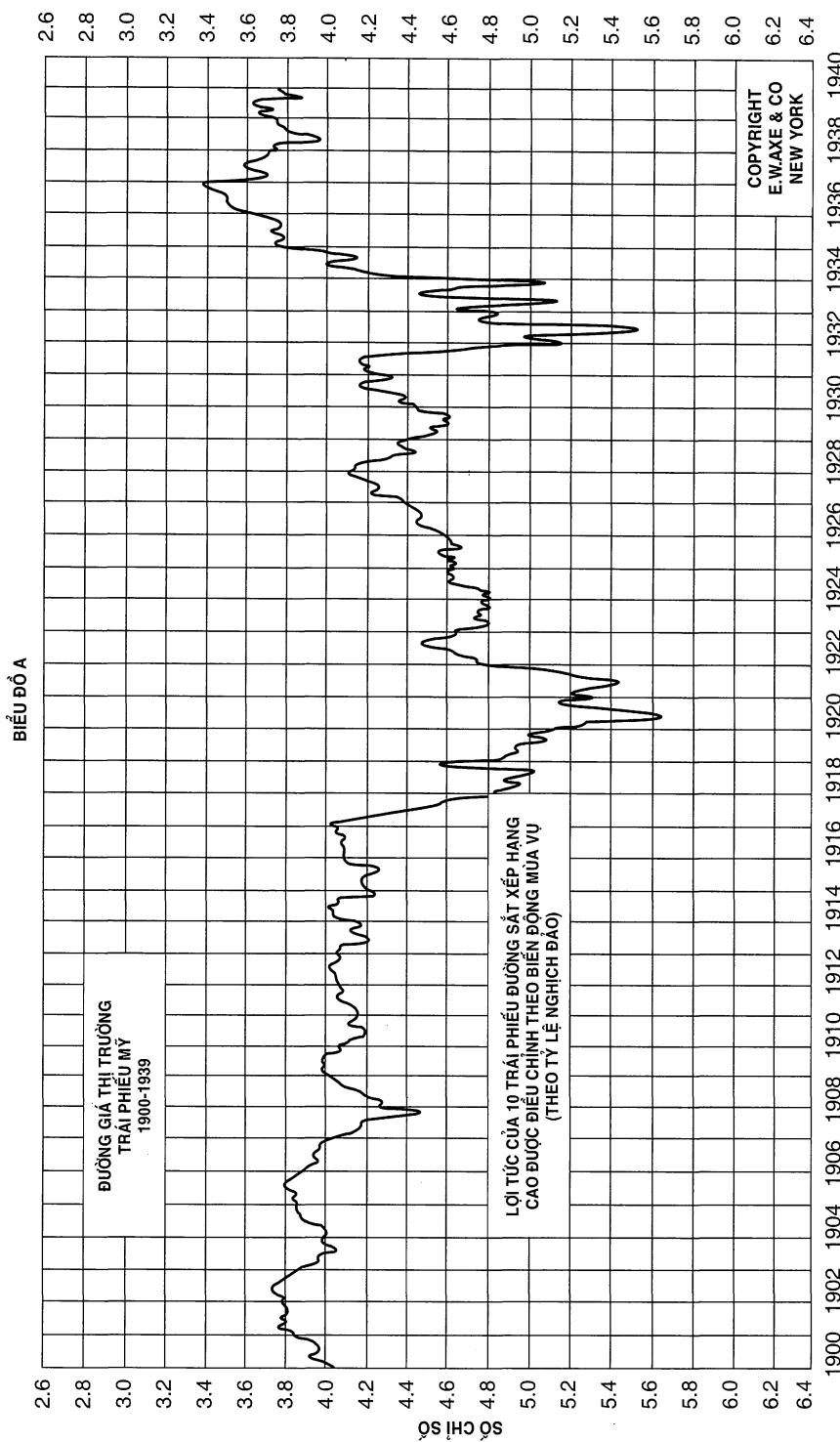
tương lai, nhưng nhà đầu tư không cần phải nhìn thấu suốt tương lai hay giới hạn đầu tư vào các doanh nghiệp chắc chắn có được khoản lợi nhuận tăng trưởng đặc biệt. Những lưu ý này áp dụng cho các cổ phiếu cũng như trái phiếu thực sự được xếp hạng cao.

**2. Lợi tức và giá trái phiếu trong tương lai.** Lợi tức thấp vô tiền lệ từ trái phiếu ngắn và dài hạn có thể khiến nhà đầu tư lo lắng vì nhiều lý do, bên cạnh việc không thỏa mãn với khoản lợi nhuận nhỏ nhoi thu về. Nếu tỷ lệ thấp này chỉ mang tính tức thời và theo sau là xu hướng tăng trở lại mức lợi tức cũ, thì giá trái phiếu dài hạn có thể sẽ mất 25% hoặc hơn thế nữa. Sự sụt giảm giá đó có thể tương đương với mức thua lỗ 10 năm lãi suất. Vào năm 1934, chúng tôi cảm thấy rằng khả năng này phải được cân nhắc cẩn thận, vì lãi suất thấp kia rất có thể là do tình trạng kinh doanh yếu kém, giá có thể tăng trưởng mạnh ngay khi giao dịch tăng trở lại. Nhưng tình trạng lãi suất thấp kéo dài dai dẳng trong nhiều năm, kể cả trong giai đoạn kinh doanh phát triển đáng kể vào những năm 1936-1937, đã khiến mọi người chấp nhận rằng tình trạng này như hệ quả của việc thừa mưa voblin đầu tư hoặc trái phiếu tài chính chính phủ, hoặc cả hai.

Yếu tố bất định mới được thêm vào câu hỏi này là cuộc chiến bùng nổ ở châu Âu vào năm 1939. Thế chiến I đã khiến lãi suất tăng vọt và dẫn đến giảm mạnh giá các trái phiếu xếp hạng cao. Có nhiều tương đồng và khác biệt đáng kể giữa tình trạng năm 1914 và 1939 khiến việc dự đoán tương lai trở nên quá rủi ro. Tất nhiên, rủi ro trái phiếu trượt giá mạnh (từ mức đầu năm 1940) vẫn trực diện; nhưng chính sách không đầu tư trong thực tế sẽ chịu nhiều phản đối. Có lẽ xu hướng yêu thích các trái phiếu có thời gian đáo hạn không dài hơn 15 năm là phản ứng hợp lý nhất trong tình huống bất định này.

Với nhà đầu tư nhỏ, trái phiếu tiết kiệm Mỹ là giải pháp hoàn hảo cho vấn đề này (cũng như vấn đề trước đó), vì quyền đòi lại tiền theo lựa chọn của người giữ trái phiếu giúp giá của chúng ổn định. Chúng tôi sẽ chỉ ra trong phần thảo luận chi tiết, sự xuất hiện của loại trái phiếu này thực sự đã thay đổi vị thế của hầu hết người mua chứng khoán.





**3. Giá trị của đồng đô-la.** Nếu nhà đầu tư chắc chắn rằng sức mua của đồng đô-la sẽ giảm mạnh, nhà đầu tư sẽ thích nắm giữ cổ phiếu ưu đãi hoặc hàng hóa (commodity) hơn trái phiếu. Nếu lạm phát, vẫn có khả năng xảy ra, chính sách đầu tư của người mua trái phiếu điển hình trở nên phức tạp hơn. Cả lập luận ủng hộ và phản bác lại quan điểm về lạm phát cuối cùng đều có sức nặng, chúng ta phải từ chối chọn một trong hai. Đường giá từ năm 1933 dường như đi ngược lại nỗi sợ lạm phát, nhưng quá khứ không nhất thiết quyết định tương lai. Những người cẩn trọng sẽ đề xuất chính sách đầu tư mang tính thỏa hiệp, nghĩa là giữ một phần cổ phiếu phổ thông hoặc tài sản hữu hình, để bảo vệ trước xu hướng mất giá trầm trọng của đồng đô-la. Chính sách đầu tư lai tạo đó tự thân nó cũng có những vấn đề. Trong phân tích cuối cùng, mỗi nhà đầu tư phải quyết định cho bản thân mình rủi ro thay thế nào sẽ ưu tiên chọn lựa.

## B. TRÁI PHIẾU ĐẦU CƠ VÀ CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI

Các vấn đề liên quan đến nhóm chứng khoán rộng lớn này không xuất phát từ bản thân nó, mà từ những trái phiếu đầu tư và cổ phiếu phổ thông mà nó nằm giữa. Theo quan điểm của chúng tôi, các nguyên tắc bao quát làm cơ sở cho quyết định mua chứng khoán mang tính đầu cơ ưu tiên cao vẫn y nguyên như trước: (1) Rủi ro thua lỗ tiền gốc không thể được bù trừ chỉ bằng lợi tức cao hơn mà còn phải đi cùng cơ hội sinh lợi trên tiền gốc; (2) nhìn chung sẽ hợp lý hơn nếu tiếp cận các chứng khoán này như thể chúng là cổ phiếu phổ thông, song nên nhận thức chúng là các trái quyền giới hạn hơn là loại đầu tư chứng khoán ưu tiên tồi.

## C. VẤN ĐỀ ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG

Đầu cơ cổ phiếu phổ thông, theo nghĩa tổng quát, không quá khó để hiểu cũng như thực hành thành công. Nhà đầu cơ công khai mạo hiểm số tiền của mình bằng cách dự đoán hay đánh giá thị trường nói

chung, cổ phiếu cụ thể, hoặc bước phát triển tương lai của doanh nghiệp. Vấn đề của nhà đầu cơ đã thay đổi theo năm tháng, nhưng chúng tôi nghiêng về cách nhìn nhận thực tế rằng, các phẩm chất và đào tạo cần thiết cho thành công, may mắn sẽ không đứng về phía nhà đầu tư ít khác biệt so với trước kia. Tuy nhiên, đầu cơ cổ phiếu không thuộc phạm vi cuốn sách này.

**Cách làm ngày nay.** Chúng tôi quan tâm đầu tư cổ phiếu phổ thông, được định nghĩa là việc mua dựa trên phân tích giá trị và kiểm soát bằng các tiêu chuẩn an toàn vốn rõ ràng. Nếu dùng cách làm ngày nay để xác định các tiêu chuẩn này, chúng ta sẽ chẳng tìm thấy gì nhiều ngoài khái niệm không rõ ràng rằng “một cổ phiếu tốt là khoản đầu tư tốt”. Cổ phiếu “tốt” là những cổ phiếu của (1) các doanh nghiệp dẫn đầu với kết quả kinh doanh đẹp, căn cứ để dự đoán việc doanh nghiệp này sẽ tạo ra các kết quả thuận lợi trong tương lai; hoặc (2) bất kỳ doanh nghiệp tài chính nào nào được cho rằng sẽ có viễn cảnh đặc biệt hấp dẫn trong tăng trưởng thu nhập tương lai. Vào đầu năm 1940, chúng ta có thể xem Coca-Cola là ví dụ cho trường hợp (1), Abbott Laboratories như ví dụ cho trường hợp (2) và General Electric là ví dụ của cả hai trường hợp.

Dù rằng thị trường cổ phiếu có cái nhìn logic rõ ràng và dễ thấy chất lượng cổ phiếu phổ thông, nhưng các tiêu chuẩn định lượng chi phối quan hệ giữa giá với giá trị xác định thiếu rõ ràng đến mức hầu như không tồn tại. Các giá trị bảng cân đối kế toán được xem như hoàn toàn nằm ngoài bức tranh. Thu nhập trung bình ít quan trọng hơn khi xuất hiện một xu hướng thị trường. “Chỉ số giá-thu nhập” được ứng dụng rất khác nhau, đôi khi cho quá khứ, đôi khi cho hiện tại hoặc tương lai gần. Nhưng bản thân chỉ số này chắc chắn không thể được gọi là một tiêu chuẩn, vì nó bị các hoạt động đầu tư chi phối, thay vì chi phối các hoạt động đầu tư. Nói cách khác, chỉ số giá-thu nhập “đúng” cho bất kỳ cổ phiếu nào là do thị trường quyết định. Chúng ta không tìm ra bất kỳ bằng chứng nào cho thấy trong giai đoạn từ 1926 đến nay, nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông đã bán các khoản nắm giữ của mình vì chỉ số giá-thu nhập quá cao.

Chúng ta chẳng thể hiểu được làm sao các cách làm hiện tại của nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông, bao gồm tất cả các quỹ ủy thác, có thể được gọi là đầu tư khi thiếu hoàn toàn các tiêu chuẩn kiểm soát. Sẽ hợp lý và hữu ích hơn nhiều nếu gọi đó là “đầu cơ cổ phiếu các doanh nghiệp mạnh”. Chắc chắn là kết quả thị trường của các “khoản đầu tư” đó không khác biệt nhiều so với đầu cơ thời trước, ngoại trừ yếu tố biên độ ký quỹ. Minh chứng ấn tượng xảy ra vài năm sau sụp đổ 1929, khi so sánh khoảng cách giá của General Electric từ năm 1930 với các cổ phiếu phổ thông của cả thị trường. Các số liệu dưới đây cho thấy rằng cổ phiếu phổ thông của General Electric, ngoại hạng và là chứng khoán công nghiệp giữ được vị thế cao lâu nhất ngày nay, có thị giá dao động rộng hơn các cổ phiếu phổ thông nói chung.

**CÁC KHOẢNG GIÁ CỦA CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG GENERAL ELECTRIC,  
CHỈ SỐ CÔNG NGHIỆP DOW-JONES, VÀ CHỈ SỐ CỔ PHIẾU CÔNG NGHIỆP  
TIÊU CHUẨN, 1930-1939**

Năm	General Electric		Công nghiệp Dow-Jones		Công nghiệp thống kê tiêu chuẩn*	
	Cao	Thấp	Cao	Thấp	Cao	Thấp
1930	95 $\frac{3}{8}$	41 $\frac{1}{2}$	294,1	157,5	174,1	98,2
1931	54 $\frac{3}{4}$	22 $\frac{7}{8}$	194,4	73,8	119,1	48,5
1932	26 $\frac{1}{8}$	8 $\frac{1}{2}$	88,8	41,2	63,5	30,7
1933	30 $\frac{1}{4}$	10 $\frac{1}{2}$	108,7	50,2	92,2	36,5
1934	25 $\frac{1}{4}$	16 $\frac{7}{8}$	110,7	85,5	93,3	69,3
1935	40 $\frac{7}{8}$	20 $\frac{1}{2}$	148,4	96,7	113,2	72,8
1936	55	34 $\frac{1}{2}$	184,9	143,1	148,5	109,1
1937	64 $\frac{7}{8}$	34	194,4	113,6	158,7	84,2
1938	48	27 $\frac{1}{4}$	158,4	99,0	119,3	73,5
1939	44 $\frac{3}{8}$	31	155,9	121,4	118,3	86,7

\* Các chỉ số giá theo tuần (1926=100) của 350 chứng khoán công nghiệp năm 1939 và 347 chứng khoán một năm trước đó.

Có chút gì đó vô lý khi nói rằng năm 1937 General Electric trị giá 1.870.000 đô-la và một năm sau nó chỉ còn 784.000 đô-la. Hầu như chẳng

có sự kiện nào xảy ra trong khoảng thời gian 12 tháng đủ sức hủy diệt hơn phân nửa giá trị của doanh nghiệp uy quyền này, nhà đầu tư thậm chí cũng không giả vờ tuyên bố rằng, sụt giảm thu nhập trong khoảng thời gian từ năm 1937 đến năm 1938 có ảnh hưởng vĩnh viễn nào lên tương lai doanh nghiệp. General Electric bán ở giá  $64\frac{7}{8}$  vì công chúng có tâm lý lạc quan và ở mức giá  $27\frac{1}{4}$  khi những người đó trở nên bi quan. Nếu gọi chúng là mức giá đại diện cho “giá trị đầu tư” hay “định giá của nhà đầu tư”, sẽ là hành động thô bạo với ngôn ngữ hoặc lý lẽ thông thường.

**Bốn vấn đề.** Giả sử người mua cổ phiếu phổ thông đang tìm kiếm các tiêu chuẩn đầu tư rõ ràng để định hướng cho hoạt động của mình, người này có thể chú ý 4 vấn đề sau: (1) lợi nhuận chung của doanh nghiệp trong tương lai, (2) khác biệt chất lượng giữa loại doanh nghiệp với loại khác, (3) ảnh hưởng của lãi suất lên cổ tức hoặc lợi nhuận yêu cầu, (4) các giao dịch mua và bán của người này bị điều chỉnh bởi yếu tố thời gian nhiều cỡ nào.

*Lợi nhuận chung của doanh nghiệp trong tương lai.* Nếu nghiên cứu những câu hỏi này dựa trên kinh nghiệm quá khứ, phản ứng rõ rệt nhất là nghi ngờ tính hợp lý khi đánh giá thị trường cổ phiếu về các vấn đề chung liên quan đến tương lai. Dữ liệu trong bảng đầu tiên chỉ ra khá rõ ràng, thị trường nhìn chung đánh giá thấp mức độ hấp dẫn của cổ phiếu phổ thông công nghiệp vào các năm trước 1926. Giá của chúng đại diện cho cách định giá khá cẩn trọng các thu nhập quá khứ và hiện tại, không có dấu hiệu trả giá cao hơn cho khả năng tăng trưởng của các doanh nghiệp dẫn đầu khối thịnh vượng và đang phát triển nhanh chóng này. Vào năm 1913, các chứng khoán đường sắt và xe kéo chiếm đa số lựa chọn đầu tư trái phiếu và cổ phiếu. Năm 1925, phần lớn khoản đầu tư vào doanh nghiệp đường xe điện bị đe dọa bởi quá trình phát triển của xe ô tô, nhưng không có khuynh hướng tương tự nào đe dọa doanh nghiệp đường sắt chạy động cơ hơi nước.

Việc công nhận rộng rãi yếu tố tăng trưởng tương lai trong cổ phiếu phổ thông, lần đầu tiên khẳng định ảnh hưởng của chúng lên thị trường cổ phiếu vào thời điểm nước Mỹ không còn phát triển về lãnh thổ và tăng trưởng dân số nhanh, kinh tế Mỹ chuẩn bị đổi mới với bất ổn gia tăng. Tình

trạng định giá quá cao trong thời kỳ mới xảy ra ở hầu hết các chứng khoán tăng trưởng thu nhập trong thời gian quá ngắn để lý giải điều này, song nhà đầu tư đặc biệt ưu ái nhóm doanh nghiệp tiện ích công cộng và chuỗi cửa hàng. Thậm chí thời điểm cuối 1931, mức giá cao trả cho những chứng khoán này không phản ánh hạn chế sẵn có của chúng, cũng giống với việc 5 năm sau thị trường thất bại trong việc ghi nhận những thay đổi quan trọng xảy ra với trái phiếu và cổ phiếu đường sắt.

*Khác biệt chất lượng.* Thị trường cổ phiếu năm 1940 có các đặc tính được xác định rõ ràng, có thể thấy trong quá khứ gần và viễn cảnh hiển nhiên trong tương lai. Xu hướng ưu ái những doanh nghiệp lớn và mạnh rõ rệt hơn bao giờ hết. Chúng tôi tin rằng xu hướng này được thúc đẩy bởi kết quả từ năm 1929, cho thấy khả năng kháng cự khủng hoảng và phục hồi hoàn toàn sức mạnh thu nhập của nhóm doanh nghiệp dẫn đầu tốt hơn nhóm doanh nghiệp đứng thứ hai trên thị trường. Các nhà đầu tư cũng ưa chuộng một số doanh nghiệp công nghiệp nhất định, bao gồm các doanh nghiệp có quy mô nhỏ hơn. Hai nhóm nổi bật nhất là cổ phiếu hóa chất đạt được tăng trưởng đáng ghi nhận và cổ phiếu hàng không với các đơn hàng vũ khí lớn.

Xu hướng ưu ái trên thị trường cổ phiếu hiện tại, dù dễ hiểu song vẫn khiến những người đa nghi đặt câu hỏi. Điều đầu tiên phải suy nghĩ là khác biệt quá lớn giữa giá của các chứng khoán danh tiếng và nhóm chứng khoán ít phổ biến hơn. Nếu dùng thu nhập trung bình của những năm 1934-1939 làm tiêu chí, “cổ phiếu tốt” được bán với giá cao hơn 2-3 lần so với những cổ phiếu khác. Khi nhìn vào khía cạnh giá trị tài sản, khoảng cách còn lớn hơn, vì hiển nhiên rằng các chứng khoán phổ biến có thu nhập cao hơn nhiều so với vốn đầu tư. Hiện tượng bỏ qua giá trị tài sản đạt đến mức độ tài sản ngắn hạn cũng nhận được rất ít quan tâm, đến nỗi một doanh nghiệp tương đối thành công cũng nhiều khả năng bị bán ở mức giá thấp hơn đáng kể so với giá trị thanh lý, dù doanh nghiệp này sở hữu lượng vốn lưu động dồi dào.

Quan hệ giữa “cổ phiếu tốt” và những cổ phiếu khác phải được cân nhắc trong kỳ vọng kinh doanh tương lai chung của nước Mỹ. Bất kỳ dự

đoán nào về tương lai cũng bất cẩn; song kết quả của 15 năm trở lại đây tự thân nó không thể làm căn cứ cho kỳ vọng khối lượng và lợi nhuận dài hạn đi lên. Nếu đánh giá tương lai dựa trên quá khứ, chúng ta phải nhận ra thay đổi toàn diện trong bức tranh rõ nét của năm 1940 so với năm 1924. Trong năm 1924, tốc độ tăng trưởng “nghìn năm có một” về sản xuất và tiến bộ đều đặn như “bình thường”. Song tới giờ, sản xuất công nghiệp trung bình giai đoạn 1923-1925, được Hội đồng Cục Dự trữ Liên bang sử dụng làm mốc chỉ số cơ sở<sup>1</sup> 100, vẫn phải được cân nhắc như tốc độ tăng trưởng nhanh bất thường nếu chúng ta nhìn về tương lai. Nhà đầu tư sẽ không từ chối khả năng xảy ra tăng trưởng “nghìn năm có một” nữa, nhưng điều quan trọng là nhà đầu tư không thể trông cậy vào nó.

Nếu đây là giả thiết hoạt động của thị trường cổ phiếu hiện tại, hệ quả dẫn tới người mua cổ phiếu kỳ vọng mức tăng trưởng thu nhập cao hơn của các doanh nghiệp lớn với cái giá phải trả là các doanh nghiệp nhỏ hơn, thì kỳ vọng vào các ngành công nghiệp đang sở hữu tình thế thuận lợi với cái giá phải trả là các ngành khác. Kỳ vọng này dường như chỉ căn cứ vào lý thuyết, vì có nhóm giá cao, nhóm giá thấp. Nghĩa là cổ phiếu với xu hướng quá khứ tốt và viễn cảnh thuận lợi trong tương lai, có giá hơn những cổ phiếu khác. Nhưng liệu Phố Wall có quá bất công trong trường hợp này cũng như nhiều trường hợp khác hay không? Liệu một doanh nghiệp lớn và thịnh vượng điển hình có thể phải chịu đựng hạn chế lớn gấp đôi không? Hạn chế đầu tiên là quy mô lớn ngăn cản khả năng có được mức tăng trưởng ngoạn mục hơn. Thứ hai, tỷ lệ thu nhập cao trên vốn đầu tư khiến doanh nghiệp dễ bị tổn thương trước rủi ro tấn công, nếu không phải từ đối thủ thì là từ các quy định?

Có lẽ, các doanh nghiệp nhỏ hơn và ngành công nghiệp ít phổ biến hơn bị định giá thấp, cả giá trị tuyệt đối và trong quan hệ với các chứng khoán được ưu ái khác. Chắc chắn tình trạng này đúng theo lý thuyết, vì ở

---

1. Trong năm 1940, Hội đồng đã hiệu chỉnh chỉ số này. Các yếu tố mới được thêm vào và con số trung bình của giai đoạn 1935-1939 được sử dụng như chỉ số cơ sở.

mức giá nào đó, các cổ phiếu tốt đang bị bán với giá quá cao và các cổ phiếu còn lại có giá quá thấp. Có nhiều lý do thuyết phục, nếu không phải mang tính quyết định, cho thấy tình trạng này đã xảy ra vào năm 1940. Hai điểm bất lợi của “cổ phiếu tốt” tồn tại song song với những điểm thuận lợi ở các cổ phiếu khác. Rất nhiều cổ phiếu được bán với giá dưới giá trị tài sản lưu động ròng, ngay cả khi bối cảnh thị trường bình thường, là cảnh báo mạnh mẽ rằng Phố Wall đang ưu ái thái quá. Cuối cùng, nếu chúng ta thực hiện những phân tích xa hơn, sẽ nhận ra rằng các doanh nghiệp niêm yết nhỏ hơn đại diện cho hàng trăm nghìn doanh nghiệp tư nhân ở đủ quy mô xuyên suốt nước Mỹ. Phố Wall rõ ràng đang dự báo rằng tất cả doanh nghiệp sẽ tiếp tục đi xuống, ngoại trừ các doanh nghiệp lớn nhất. Theo quan điểm của chúng tôi, khả năng này không khả dĩ về kinh tế cũng như chính trị.

Những nghi ngờ tương tự cũng tồn tại khi thị trường cổ phiếu đặt trọng tâm vào một số ngành công nghiệp được ưu ái. Hiện tượng này tự nhiên trở nên thái quá, vì không có cách kiểm tra định lượng nào đo được sự hào hứng của công chúng. Thị trường không chỉ trở nên lạc quan thái quá, mà còn thể hiện thái độ đáng ngạc nhiên dành cho các ngành được ưu ái, nhưng không lâu sau đó phải đổi mặt với bất lợi. Minh chứng là các cổ phiếu các doanh nghiệp lò nướng vào năm 1925, truyền thanh và tủ lạnh năm 1927, tiện ích công cộng và chuỗi cửa hàng năm 1928-1929, rượu bia năm 1933. Ví dụ rất thú vị khi so sánh sự háo hức của “nhà đầu tư” mua Abbott Laboratories năm 1939 với thái độ lạnh nhạt với American Home Products – doanh nghiệp được phẩm có tương lai sáng chói so với Abbott Laboratories tầm thường. Thái độ phân biệt này lúc đó được chứng minh là hợp lý và khôn ngoan; khiến cậu sinh viên nhớ đến thực tế thị trường năm 1927 đã từng hào hứng với American Home Products và các doanh nghiệp con của nó (đặc biệt là Lambert), khó lòng tự tin với lựa chọn này.

*Lãi suất.* Quan hệ giữa lãi suất và giá cổ phiếu phổ thông là điểm quan trọng thứ ba. Rõ ràng, nếu tình trạng lợi tức trái phiếu thấp kéo dài, chúng sẽ kéo theo sự giảm trong lợi tức cổ phiếu trung bình và tăng giá trị sức mua kỳ vọng của đồng đô-la, như tình huống của giai đoạn 1923-1925.

Cách định giá thu nhập lỏng lẻo hơn trong giai đoạn 1936-1938, như được trình bày trong dữ liệu liên quan đến Chỉ số Công nghiệp Dow-Jones sẽ được giải thích bằng thay đổi trong lãi suất dài hạn. Tuy vậy, câu hỏi rối rắm này tự thân nó giải thích liệu sự sụt giảm lãi suất có gắn chặt với hiện tượng ngừng tăng trưởng kinh doanh dài hạn, và với hiện tượng sụt giảm trong mức độ lợi nhuận trung bình của vốn đầu tư hay không? Nếu đúng vậy, các yếu tố ghi nợ trong giá trị cổ phiếu nhìn chung có thể vượt qua ảnh hưởng nợ của lãi suất thấp, sức mua của đồng đô-la trong giai đoạn 1936-1938 có thể không còn bằng giá trị của nó một thế kỷ trước đó.

*Yếu tố thời điểm.* Nhiều năm gần đây, khác với mua giá đúng, mong muốn mua và bán vào đúng thời điểm ngày càng quan trọng. Trong các giai đoạn trước đó, khi giá của chứng khoán đầu tư thường không dao động trong phạm vi rộng, thời điểm mua chưa thực sự quan trọng. Giữa năm 1924 và 1929, xuất hiện quan điểm tự tin sai lầm vào mức tăng trưởng tương lai không giới hạn của các cổ phiếu khỏe mạnh, đến nỗi bất kỳ sai lầm nào trong việc chọn thời điểm chắc chắn sẽ được sửa sai bởi sự phục hồi của thị trường, thậm chí là còn cao hơn. Thập kỷ vừa qua đã chứng kiến nhiều dao động rất lớn nhưng không nằm trong xu hướng đi lên dài hạn của thị trường, ngoại trừ một số ít cổ phiếu. Với những điều kiện này, không lạ khi đầu tư thành công giống đầu cơ thành công, gắn kết mật thiết với việc chọn thời điểm mua bán đúng. Theo đó, chúng ta thấy rằng dự đoán các thời điểm tăng giảm quan trọng của thị trường là yếu tố không thể tách rời của nghệ thuật đầu tư cổ phiếu phổ thông.

Giá trị của các phương pháp dự đoán thị trường cổ phiếu vẫn là dấu chấm hỏi và là chủ đề gây tranh cãi lớn. Ở thời điểm này, chúng ta phải bằng lòng với đánh giá tổng kết phản ánh các thành kiến bên cạnh nghiên cứu. Chúng tôi cho rằng, chọn thời điểm thị trường là điều không thể thực hiện, trừ khi thời điểm mua liên quan đến một mức giá hấp dẫn, được đánh giá bằng các tiêu chuẩn phân tích. Tương tự, nhà đầu tư không phải bán khi thấy dấu hiệu kỹ thuật thị trường, mà là khi thị giá đã tăng qua mức điểm được lý giải bởi các tiêu chuẩn giá trị khách quan. Trong giới hạn tối

cao này, có những kỹ thuật có thể giúp chọn thời điểm chính xác hơn và mang lại kết quả tốt hơn. Nhưng chúng tôi không thể né tránh kết luận rằng, nguyên tắc chọn thời điểm thị trường được chấp nhận rộng rãi nhất – đó là hành động mua nên được thực hiện sau khi xuất hiện một xu hướng tăng – đang đi ngược lại bản chất cốt yếu của đầu tư. Theo truyền thống, nhà đầu tư là người kiên nhẫn và dũng cảm sẽ mua khi một nhà đầu cơ buồn phiền và ngã lòng đem bán. Nếu nhà đầu tư giữ lại cho đến khi nhận được tín hiệu khuyến khích từ thị trường, người này khác biệt với nhà đầu cơ thế nào? Trong tình huống đó, liệu người này có xứng đáng nhận số phận khác với nhà đầu cơ thông thường không?

**Kết luận.** Công cuộc tìm kiếm các tiêu chuẩn đầu tư rõ ràng cho người mua cổ phiếu phổ thông đưa ra các cảnh báo nhiều hơn những đề xuất cụ thể. Chúng tôi bị dẫn đến nguyên tắc xưa cũ rằng, nhà đầu tư nên đợi đến các thời đoạn kinh doanh và thị trường suy yếu để mua các cổ phiếu đại diện, vì người này không có khả năng mua chúng vào những thời điểm khác, ngoại trừ ở mức giá mà trong tương lai sẽ phải hối hận. Mặt khác, hàng nghìn doanh nghiệp được gọi là “doanh nghiệp hạng hai” có thể mang lại khá nhiều cơ hội đầu tư dưới mọi điều kiện, ngoại trừ thời kỳ tăng trưởng của thị trường bò. Những cơ hội rộng mở nhưng không phổ biến này là thách thức hợp lý hơn để một nhà đầu tư chân thật và tài năng phân tích chứng khoán.



**Phần I**

**KHẢO SÁT  
VÀ CÁCH TIẾP CẬN**

---

## Dẫn nhập vào Phần I

# NHỮNG BÀI HỌC CỐT YẾU

ROGER LOWENSTEIN

---

---

Traí phiếu uy tín thấp của thập niên 1980, cổ phiếu dot-com của giai đoạn cuối thập niên 1990, và gần đây hơn, các danh mục cầm cố dưới chuẩn khác nhau của những năm 2000 có điểm gì chung? Câu trả lời đúng đầu tiên là mỗi loại trong số này đều lao dốc xuống mức gần như bằng 0 từ mức giá bị thổi phồng quá cao. Để đánh giá đúng, bạn có thể sử dụng giá trị tài sản ròng và danh tiếng của quỹ phòng hộ thông minh nhất thế giới, Quỹ Đầu tư Vốn Dài hạn (Long-Term Capital Management – LTCM). Đáp án đúng thứ hai là mỗi trường hợp trên đều là thảm họa đầu tư có thể được phòng tránh bằng cách kiên nhẫn đọc cuốn *Phân tích chứng khoán*. Graham và Dodd viết trong phiên bản đầu tiên vào năm 1934 và sau đó là bản hiệu chỉnh năm 1940 – khoảng 4 thập kỷ trước khi Michael Milken trở thành cái tên thân thuộc với mỗi gia đình và 3 năm trước giai đoạn diên cuồng của các khoản vay cầm cố với tỷ lệ có thể điều chỉnh mà không cần chứng từ. Các tác giả dần trở nên tán thành nhiều hơn. Họ đưa ra một chuỗi hướng dẫn cụ thể, mỗi cái có thể dùng như một biện pháp phòng ngừa trước các thảm họa và phong cách đầu tư liên quan nêu trên.

Dù cuốn sách ngay lập tức được các nhà đầu tư nghiêm túc đón nhận như tác phẩm kinh điển, nhưng tôi không thể kết luận rằng nó đã nâng tầm Phố Wall hay công chúng lên xu hướng đầu cơ của họ. Nếu tôi có thể liều lĩnh đoán lý do tại sao, đó là một nhà đầu tư kinh nghiệm cũng thường xuyên đầu tư như tài xế vị thành niên lần đầu cầm vô lăng. Người này lăng

nghe lời khuyên về việc phải cẩn thận, tránh các con đường băng tuyet... và ném những lời khuyên đó vào phần xa xôi nhất của bộ não, nơi chuyên chứa các huấn thị của phụ huynh. Người này chắc chắn không muốn làm hỏng chiếc xe của gia đình, nhưng tránh tai nạn lại là ưu tiên thấp hơn, vì không tin rằng nó sẽ xảy ra với mình. Do đó, nhà đầu tư này tập trung vào việc kiếm tiền, nhưng không phòng ngừa khả năng thất thoát khoản đầu tư cao gấp nhiều lần. Và tôi đồ rằng, Graham và Dodd đã bị những người nghĩ muốn kiểm những khoản tiền lớn thì phải chịu các rủi ro lớn phớt lờ. Thực tế, trật tự nên đảo nghịch thì đúng hơn. Tránh các khoản thua lỗ lớn là điều kiện tiên quyết để duy trì tỷ lệ tăng trưởng kép cao.

Trong 25 năm làm phóng viên tài chính, hầu hết các nhà đầu tư từng kiếm lợi nhuận tốt đều đặn mà người viết biết, đều sử dụng phương pháp của Graham và Dodd. Nhà đầu tư nổi tiếng nhất tất nhiên là Warren Buffett. Buffett trở thành học trò và môn đồ của Graham vào năm 1950, khi còn là cậu trai 20 tuổi gầy gò. Ông tiết lộ với một người bạn rằng, ông sẽ học được nhiều điều dưới sự dẫn dắt của cặp đôi “nổi tiếng” (ý nói Benjamin Graham và trợ lý David Dodd của ông) ở trường Kinh doanh Columbia.<sup>1</sup> Nhiều năm sau, ông cũng là người đầu tiên nhận rằng đã ra khỏi nhóm cổ phiếu thuộc phạm vi của thầy. Buffett là người biết thích nghi; ông không bắt chước thầy của mình. Ông bắt đầu với loại cổ phiếu của Ben Graham như Berkshire Hathaway, lúc đó là doanh nghiệp dệt đang vật lộn với khó khăn, sau đó chuyển sang Walt Disney và American Express, những doanh nghiệp sở hữu ít tài sản cố định nhưng nhiều giá trị kinh tế hơn. Nhưng cách tiếp cận của ông vẫn nhất quán.

Chính cách tiếp cận này đã được áp dụng thành công bởi một nhóm nhỏ những nhà đầu tư chuyên nghiệp và các chuyên gia khác, biến *Phân tích chứng khoán* trở thành tấm bản đồ bền vững. Nó vẫn là cuốn Kinh thánh để tránh những con đường băng tuyet, nhưng cũng là cuốn cẩm nang để nhận diện các cơ hội đầu tư sinh lợi tốt hơn và an toàn.

Những nhà đầu tư từng theo học các lớp của Graham đều biết quá rõ

1. Roger Lowenstein, *Buffett: The Making of an American Capitalist* (Warren Buffett: Quá trình hình thành một nhà tư bản Mỹ – được Alpha Books mua bản quyền và xuất bản năm 2010) (New York: Random House, 1995), tr. 35.

thực tế trên, vài người đã bước ra khỏi lớp để gọi cho nhà môi giới của mình đặt mua các cổ phiếu mà Giáo sư Graham sử dụng làm ví dụ. Một nhà môi giới thành công sau này xác nhận rằng, những lời khuyên của Graham giá trị đến nỗi giúp anh ta kiếm đủ tiền để trả học phí đại học. Dù sự thật là gì đi nữa, Graham là nhà học thuật hiếm hoi đóng cả hai vai trò nhà lý thuyết và nhà thực hành. Vài mô tả ngắn gọn sẽ giải thích cách tiếp cận của ông.<sup>1</sup> Ở mức độ cá nhân, Graham giống như bức tranh biếm họa về một vị giáo sư đăng trí, truyền thống, một học viên tiếng La-tinh và Hy Lạp, một dịch giả thơ ca Tây Ban Nha có thể đi giày trái đi làm và chẳng hào hứng nhiều với tiền bạc. Nhưng xét về khía cạnh trí tuệ, trí tuệ của ông là vô song. Khi tốt nghiệp Đại học Columbia năm 1914, ông nhận được đề nghị học tiếng Anh, Toán và Triết. Nghe lời khuyên từ vị trưởng khoa, ông đến Phố Wall, nơi ông xem xét những nhánh học thuật khác đầy các nguyên tắc hợp lý và có thể thử nghiệm dù chúng chưa được khám phá. Ông bị hút vào chủ đề quản lý tiền, cái mà ông học giỏi xuất sắc, cuối cùng đưa các kiến thức này vào trong các bài viết và tiết giảng của ông. Graham mất 20 năm – bằng chu kỳ từ thị trường bò đầu những năm 1920 hoành tráng đến những ngày đen tối gần như suy sụp của đầu thập niên 1930 – để tinh lọc triết lý đầu tư của mình thành lĩnh vực khoa học nghiêm ngặt như định lý Ô-clít ông từng biết ở đại học.

## MỘT NHÁNH KHOA HỌC PHÂN TÍCH

Cách tiếp cận phân tích này đã rõ ràng từ chương đầu tiên; ngay trong Phần 1, phần nền tảng, Graham và Dodd đã xây dựng các nội dung cơ bản. Họ hứa hẹn sử dụng “các nguyên tắc vững chắc và logic đúng đắn”, theo cách gọi của tác giả là “phương pháp khoa học”. Dù vậy họ nhận ra rằng, cũng như luật hay y học, đầu tư không phải là môn khoa học khó nhằn, mà cần cả kỹ năng lẫn may mắn. *Phân tích chứng khoán* gồm các chỉ dẫn để tối ưu hóa ảnh hưởng của yếu tố kỹ năng và giảm thiểu yếu tố may mắn. Nếu bạn muốn ủy thác danh mục đầu tư của mình cho may mắn, đây không phải là cuốn sách dành cho bạn. Cuốn sách chủ yếu dành cho nhà đầu tư, ngược lại với nhà đầu cơ, sự khác biệt mà Graham và Dodd vạch

---

1. Lowenstein, *Buffett*, tr. 37.

ra giữa hai khái niệm này vẫn là trọng tâm của cuốn sách.

Những nhà đầu tư vào thời kỳ của Graham tất nhiên hoạt động trong bối cảnh đầu tư vô cùng khác biệt so với ngày nay. Họ chịu đựng các cuộc khủng hoảng có tính chu kỳ và thường khắc nghiệt, khác với những đợt suy thoái không thường xuyên và khá ôn hòa trong thời gian gần đây. Họ thiếu niềm tin rằng tương lai sẽ thịnh vượng, họ có ít thông tin đáng tin cậy về các chứng khoán hơn. Vì những lý do đó, họ nghiêng theo xu hướng đầu tư trái phiếu hơn so với cổ phiếu, thường là trái phiếu của các công ty công nghiệp nổi tiếng. Những cái tên doanh nghiệp dẫn đầu không thay đổi nhiều mỗi năm hoặc thậm chí cả thập kỷ. Ngành công nghiệp Mỹ ngày càng được quản lý chặt, nó không năng động như gần đây. Phố Wall là câu lạc bộ độc quyền, đầu tư là cuộc chơi của người giàu, không phải là môn thể thao phổ biến như ngày nay. Các lựa chọn đầu tư cũng hạn hẹp hơn. Với các “lựa chọn đầu tư thay thế”, có thể nói rằng đầu tư vào các doanh nghiệp mới khởi sự chưa sinh lời được xem là tuyệt đối giàn dở.

Thị trường thay đổi sâu sắc đến nỗi khiến chúng ta phải ngạc nhiên khi cuốn cẩm nang đầu tư viết vào những năm 1930 sẽ chẳng gì liên quan đến ngày nay. Nhưng bản chất của con người không thay đổi. Con người vẫn bị dao động giữa các đỉnh cao điên khùng và đáy thấp chán nản. Khi nói đến sự thèm khát lợi nhuận, ngay tức khắc cảm giác chán ghét khi nghiên cứu nghiêm túc và tư duy độc lập của các nhà đầu tư hiện đại trông rất giống với cha ông, thậm chí ông tổ của mình. Lúc đó cũng như bây giờ, cần phải có kỷ luật để vượt qua những con quỷ (chủ yếu là cảm xúc) cản trở hầu hết nhà đầu tư. Các nội dung cốt yếu trong *Phân tích chứng khoán* không thay đổi nhiều.

Thập niên 1930 tồn tại quan niệm phổ biến rằng trái phiếu là an toàn, phù hợp để “đầu tư”, trong khi cổ phiếu không an toàn. Graham và Dodd phủ nhận quy luật máy móc này nói riêng và quan niệm kết quả đầu tư phụ thuộc vào hình thái chứng khoán nói chung. Họ nhận ra rằng, nhiều chứng khoán khác nhau trong chuỗi thức ăn doanh nghiệp (trái phiếu ưu tiên cao, khoản nợ uy tín thấp, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông) không quá khác biệt mà cùng chung một nhóm. Dù đúng là người nắm giữ trái phiếu có ưu thế kinh tế và luật pháp so với cổ đông, các tác giả chỉ ra rằng không phải nghĩa vụ hợp đồng mà chính “khả năng đáp ứng nghĩa vụ

nợ” mới khiến trái phiếu an toàn. Kết quả là (bỏ qua yếu tố lá chắn thuế từ chi phí lãi vay), trái quyền của người giữ trái phiếu không thể có giá hơn giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp sau khi trừ nợ do cổ đông nắm giữ.

Thực tế này có vẻ hiển nhiên, nhưng nó không hiển nhiên với những chủ nợ của Federated Department Stores (cơ quan vận hành Bloomingdale và các doanh nghiệp bán lẻ cao cấp khác) trong cơn sốt trái phiếu uy tín thấp cuối thập niên 1980. Các ngân hàng đầu tư không cảm thấy xấu hổ khi khám phá ra rằng, có thể bán trái phiếu uy tín thấp cho giới công chúng nhẹ dạ cả tin, bất chấp khả năng trả nợ của đơn vị phát hành. Vào năm 1988, Federated đồng ý thương vụ mua lại bằng vốn đòn bẩy từ chuyên gia phát triển và thâu tóm doanh nghiệp người Canada Robert Campeau, khiến doanh nghiệp phải trả chi phí lãi vay 600.000.000 đô-la mỗi năm. Đó là con số khá thú vị vì Federated chỉ có thu nhập 400.000.000 đô-la. Trái phiếu của Federated theo đó vi phạm nguyên tắc rằng chủ nợ không thể rút nhiều tiền từ doanh nghiệp hơn thu nhập mà doanh nghiệp này sở hữu. Họ cũng vi phạm lý lẽ thông thường. Không đầy hai năm sau, Federated nộp đơn phá sản và trái phiếu của nó cũng phá sản theo. Không cần nói, nhà đầu tư đã không đọc Graham và Dodd.

Theo thông lệ của thời kỳ này, *Phân tích chứng khoán* dành nhiều thời gian cho trái phiếu hơn nếu nó được viết vào ngày nay (giai đoạn Đại Khủng hoảng rất ít nhắc đến rủi ro mà lạm phát gây ra cho những người nắm giữ trái phiếu). Tuy nhiên, lập luận chung phản bác việc định giá chứng khoán trên căn cứ loại hình hoặc cách phân loại thì danh thép hơn bao giờ hết. Nhà đầu tư có thể vượt qua nỗi sợ cổ phiếu, nhưng họ rơi vào cái bẫy quá đơn giản tương tự, cho rằng đầu tư vào thị trường cổ phiếu luôn luôn và mãi mãi ngoan – hoặc cho đến gần đây, rằng bất động sản “không bao giờ đi xuống”. Câu trả lời của Graham và Dodd đúng mãi với thời gian: Ở một mức giá, bất kỳ chứng khoán nào cũng có thể là khoản đầu tư phù hợp, nhưng xin nhắc lại, không chứng khoán nào an toàn chỉ do hình thái của nó. Trường hợp một cổ phiếu “bluechip” (được quan tâm và sở hữu rộng rãi) sẽ bảo vệ nhà đầu tư khỏi thua lỗ cũng không đúng. Graham và Dodd trích dẫn trường hợp của AT&T, cổ phiếu rơi từ mức giá 494 đô-la vào năm 1929 xuống mức 36 đô-la vào thời kỳ Khủng hoảng. Những độc giả hiện đại sẽ nghĩ về cổ phiếu của doanh nghiệp viễn thông

khét tiếng Lucent Technologies, cổ phiếu siêu bluechip vào cuối những năm 1990, lựa chọn đầu tư yêu thích của nhà đầu tư tổ chức cho tới khi nó rớt từ 80 đô-la xuống mức giá chỉ còn dưới 1 đô-la.

Graham và Dodd đi từ thực tế AT&T và sự đên loạn chung của những năm cuối thập kỷ 1920 để lập luận rằng, tiêu chuẩn đầu tư không thể dựa vào các yếu tố “tâm lý” như sự phổ biến hay nổi tiếng, vì nó khiến thị trường sáng chế ra những tiêu chuẩn mới theo thời gian. Trường hợp tương tự xảy ra với bong bóng Internet vào cuối những năm 1990, nghĩ ra những tiêu chuẩn kỳ quái nhà đầu tư đã làm. Những tay quảng cáo tuyên bố rằng cổ phiếu sẽ không bao giờ cần con số thu nhập. Những tay chơi trên Phố Wall gồm các công ty như Morgan Stanley, Goldman Sachs và Merrill Lynch chẳng nghĩ gì ngoài việc chào mời công chúng mua cổ phiếu của các doanh nghiệp không có chút cơ hội nào để hiện thực hóa lợi nhuận.

## **ĐỀ PHÒNG VỐN HÓA HY VỌNG**

Khi Graham và Dodd cảnh báo việc “vốn hóa toàn bộ triển vọng phỏng đoán trong tương lai”, có thể họ đang nhắc đến câu chuyện cuối thế kỷ của Internet Capital Group (ICG), đơn vị tài trợ vốn hạt giống (seed money) cho các doanh nghiệp khởi nghiệp dựa trên web. Hầu hết các doanh nghiệp này cố gắng bắt đầu việc kinh doanh trực tuyến của mình. ICG đầu tư tiền vào 47 doanh nghiệp triển vọng, toàn bộ số vốn đầu tư vào khoảng 350.000.000 đô-la. Sau đó, vào tháng 8 năm 1999, tự thân ICG lại cổ phần hóa với mức giá 6 đô-la mỗi cổ phiếu. Đến cuối năm, giữa bối cảnh thị trường cổ phiếu Internet điên cuồng, cổ phiếu của ICG được giao dịch ở mức giá 170 đô-la. Ở mức giá đó, nó được định giá chính xác 46 tỷ đô-la. Vì công ty này không có nhiều giá trị ngoại trừ các khoản đầu tư cho các doanh nghiệp mới khởi nghiệp, thị trường cho rằng, nhìn chung 47 công ty hạt giống kia sẽ có tỷ lệ thu lời trung bình cao hơn mức 1 ăn 100. Đó là vốn hóa hy vọng! Hầu hết nhà đầu tư không bao giờ bắt gặp dù chỉ một lần trong đời món đầu tư sinh lợi 1 ăn 100. Lạy Chúa, chỉ trong vòng vài năm, cổ phiếu của ICG được thị trường đánh giá lại và về mức 25 xu một cổ phiếu.

Các mẩu chuyện ngắn trên vừa hữu ích, giải trí, vừa mang tính cảnh báo chúng ta không nên làm gì. Sau quá trình thảo luận cẩn thận, Graham

và Dodd vạch ra ranh giới giữa đầu tư và đầu cơ thì chúng ta mới có được cái nhìn đầu tiên về thứ nên làm. Chúng ta được mách bảo bằng một câu từ được lựa chọn rất cẩn thận rằng, “đầu tư” là giao dịch “hứa hẹn bảo đảm an toàn vốn và mang lại lợi nhuận thỏa đáng”.

Từ chính ở đây là “hứa hẹn”. Nó không bao hàm lời bảo đảm như định đóng cột (vài lời hứa rốt cuộc cũng chẳng thể giữ được và vài khoản đầu tư khiến chúng ta mất tiền). Nhưng nó hàm ý mức độ chắc chắn cao. Chưa có ai từng tuyên bố rằng Internet Capital Group “hứa hẹn” an toàn. Nhưng có lẽ tình huống này quá dễ thấy. Hãy thử nghiên cứu một cổ phiếu uy tín và được định giá hợp lý hơn, Washington Mutual. Hầu hết cổ đông của doanh nghiệp này vào năm 2006 xếp bản thân mình vào nhóm những “nhà đầu tư”. Đó là ngân hàng lớn và đa dạng địa lý; có thu nhập tăng trưởng 9 năm liên tiếp khi giảm nhẹ vào năm 2006. Giá cổ phiếu của doanh nghiệp này trong vòng 10 năm đã tăng hơn gấp đôi.

Thực tế “WaMu” có danh mục tài sản thế chấp bao gồm các khoản nợ dưới chuẩn. Xuyên suốt nước Mỹ, các khoản thế chấp này đã được mở rộng trên cơ sở lỏng lẻo, cho những người vay có uy tín mơ hồ, khiến vỡ nợ bắt đầu lăn bánh. Nhưng WaMu được đánh giá cao. Mọi người nói rằng ngân hàng này sở hữu những công cụ phức tạp nhất để thẩm định rủi ro, các phát biểu ra công chúng của nhà băng khiến nhà đầu tư yên lòng. Chủ tịch của ngân hàng trong lá thư cuối năm đã khen ngợi doanh nghiệp của mình rằng “định vị... mang lại hiệu quả hoạt động cao hơn năm 2007”. Những người chọn cổ phiếu thông thường, thậm chí cả các chuyên gia, cũng không ngần ngại mô tả WaMu như một khoản “đầu tư”.

Tuy nhiên, Graham và Dodd khẳng định rằng “an toàn phải dựa trên nghiên cứu và các tiêu chuẩn”, đặc biệt là nghiên cứu các thông tin tài chính được công bố. Với năm 2006, báo cáo của WaMu thể hiện 20 tỷ đô-la nợ vay dưới chuẩn, tương ứng 80% tổng vốn chủ sở hữu. Chưa hết, danh mục nợ dưới chuẩn đã tăng gấp đôi trong 4 năm. WaMu đã quen với việc loại bỏ những khoản vay này ra khỏi bảng cân đối kế toán bằng cách chứng khoán hóa chúng và bán lại cho nhà đầu tư, nhưng như đã ghi chú, nếu tỷ lệ không thể trả nợ gia tăng, nhà đầu tư có thể không còn thích thú với các khoản vay nợ dưới chuẩn, WaMu có thể kết thúc bằng việc ôm hết đồng nợ này. Và tỷ lệ không thể trả nợ đã gia tăng. Các khoản vay dưới

chuẩn bị xếp vào nhóm “nợ xấu” tăng 50% trong năm trước đó và tăng gấp 3 trong 4 năm. Rủi ro không trả nợ đặc biệt cao vì WaMu đã phát hành rất nhiều khoản vay cao hơn hạn mức truyền thống 80% giá trị nhà cửa thế chấp. Nghĩa là nếu thị trường bất động sản yếu đi, khách hàng có thể nợ nhiều hơn giá trị căn nhà của họ.

WaMu có danh mục lớn hơn nhiều, khoảng 100.000.000 đô-la các khoản thế chấp truyền thống (những khoản thế chấp được xếp hạng cao hơn nợ dưới chuẩn). Thậm chí nhiều khoản vay này không thực sự “truyền thống”. Trong 60% khoản vay thế chấp trong tổng danh mục của ngân hàng này, tỷ lệ lãi suất tối hạn điều chỉnh chỉ trong một năm, nghĩa là khách hàng có thể phải đổi mặt với tỷ lệ lãi suất cao hơn rất nhiều và tiềm tàng rủi ro họ không thể trả nợ. WaMu tiết lộ rằng tình huống đó sẽ không xảy ra vì ngân hàng này có khả năng tịch thu nhà và giá nhà sẽ vẫn tăng đều đặn. Đây là nhận xét khá ngông cuồng, đặc biệt khi ngân hàng này quan sát: “mức giá tăng đã xảy ra trong 5 năm trở lại đây có thể sẽ không tiếp diễn”. Thực tế, sự sụt giá của thị trường bất động sản đã xuất hiện trên các bản tin toàn quốc. WaMu đã đặt cược vào khả năng thị trường tăng giá và giờ thị trường đang rớt giá.

Phân tích những nội dung công bố thông tin này dường như cần nhiều nỗ lực (báo cáo của WaMu dài 194 trang), và thực tế là vậy. Nhưng không ai nhọc công đọc báo cáo thường niên của WaMu mà vẫn kết luận WaMu hứa hẹn an toàn. Nhà đầu tư theo phong cách Graham và Dodd theo đó đã thoát khỏi nỗi bàng hoàng khi giá nhà giảm và tỷ lệ mất tiền từ nợ dưới chuẩn leo thang nhanh chóng. Các khoản thua lỗ này nhanh chóng trở thành thảm họa. Cuối năm 2007, WaMu ngừng kinh doanh nợ dưới chuẩn và sa thải hàng nghìn nhân viên. Quý 4, ngân hàng này báo cáo khoản lỗ khoảng 2 tỷ đô-la, và trong suốt cả năm, cổ phiếu sụt giảm 70%.

Vì xu hướng thị trường có thể nhanh chóng đảo chiều, Graham và Dodd khuyên các độc giả hãy đầu tư trên nền tảng lành mạnh hơn, đó là dựa trên căn cứ giá trị nội tại của chứng khoán. Dù họ chưa từng định nghĩa thuật ngữ này, chúng ta cũng thấu hiểu được ý nghĩa của nó. “Giá trị nội tại” là giá trị của một doanh nghiệp với người sở hữu nắm giữ. Theo logic, nó phải dựa trên dòng tiền sẽ chảy đến người sở hữu trong dài hạn, khác với việc định giá giá trị bán lại mang tính đầu cơ.

Tiền đề cơ sở này yêu cầu chúng ta phải có niềm tin. Đôi khi, cổ phiếu và trái phiếu được giao dịch với giá thấp hơn giá trị thực, đó là cơ hội. Nhưng sớm hay muộn, niềm tin cho thấy những chứng khoán như vậy sẽ quay trở về giá trị nội tại (nếu không thì đầu tư vào chúng làm gì?) Để tóm tắt nội dung cốt lõi của Phần 1, Graham và Dodd yêu cầu các nhà đầu tư tìm kiếm các chứng khoán có mức chiết khấu cao so với giá trị của chúng.

## PHẠM VI CÁC GIÁ TRỊ

Cái khó vào thời điểm đó và bây giờ, là cách tính toán giá trị. Tôi hổnghỉ rằng hai tác giả đã cố tình không đưa ra định nghĩa về giá trị nội tại, vì sợ họ sẽ truyền tải suy nghĩ sai lầm rằng giá trị chứng khoán có thể được xác định chính xác. Với giới hạn thực tế trong khả năng dự báo của loài người (thu nhập, tình yêu, thời tiết hay bất kỳ thứ khác), các tác giả thôi thúc nhà đầu tư hãy suy nghĩ theo khía cạnh phạm vi các giá trị. Thật may, cách này thỏa mãn các mục đích của nhà đầu tư. Graham và Dodd viết: “Có thể quyết định thông qua xem xét kỹ lưỡng rằng, một phụ nữ đã đủ tuổi bầu cử mà không cần biết tuổi của cô này, hoặc một người đàn ông nặng hơn vẻ bề ngoài mà không cần biết chính xác cân nặng của anh ta.”

Sự chính xác trong bất kỳ tình huống nào cũng không cần thiết vì mục tiêu là trả ít hơn giá trị nội tại, để có thể đạt được biên độ an toàn. Cũng giống với số phận khi đi qua chiếc cầu với trọng lượng tối đa cho phép, mua cổ phiếu đúng giá trị sẽ chưa đựng “một phần đầu cơ” (vì tính toán có thể không đúng).

Một ghi chú cảnh báo tương tự là xác suất thuận lợi sẽ không phù hợp cho những tay cờ bạc và họ không thể đạt được yếu tố an toàn trong đầu tư. Graham và Dodd sử dụng ví dụ về vòng quay roulette thần bí, trong đó xác suất xuất hiện số lẻ là 18/19, một tỷ lệ thuận lợi cho khách chơi. “Nếu người chơi cược tất cả tiền vào một con số, xác suất thuận lợi nho nhỏ mà người này có chẳng còn quan trọng bao nhiêu”, các tác giả ghi chú. Thực tế, nhà đầu tư sẽ sai nếu đặt tất cả tiền của mình vào một lượt quay, ngay cả khi xác suất đang rất ủng hộ người này.

Quỹ Đầu tư Vốn Dài hạn đã đặt một món cược hoặc chuỗi các món cược như vậy vào năm 1998. Mỗi giao dịch của nó được tính toán bằng

toán học (quỹ này có hai cá nhân từng đoạt giải Nobel) và kinh nghiệm trước đó cho thấy, xác suất đều ủng hộ mỗi giao dịch của quỹ. Tuy nhiên, LTCM, quỹ đầu tư sử dụng vốn đòn bẩy rất cao, đặt nhiều tiền hơn nó có thể thua. Các khoản cược khác nhau của nó, dù nhìn bề mặt không liên quan nhau, nhưng có sự nối kết chung (tất cả các khoản cược đều được đặt vào khả năng khoản bù rủi ro trái phiếu sẽ thu hẹp). Một giao dịch sụp đổ, tất cả sẽ đi theo và quỹ đầu tư huyền thoại kia bị xóa sổ.

Theo đó, chúng ta quay trở lại câu hỏi một khoản đầu tư sẽ sở hữu đủ phẩm chất gì. Có câu chuyện được lưu truyền rộng rãi rằng, Graham và Dodd chỉ dựa vào giá trị sổ sách của doanh nghiệp để quyết định mua bán an toàn. Trong khi giá trị nội tại đo lường tiềm năng kinh tế mà chủ sở hữu có thể hy vọng nhận được từ tài sản, thì giá trị sổ sách là phép tính số học của những gì doanh nghiệp đã đầu tư.<sup>1</sup> Nhưng chỉ giá trị sổ sách thì không đủ xác định. Nếu chúng ta đầu tư cùng khoản tiền vào hai doanh nghiệp xe ô tô, một doanh nghiệp được điều hành bởi Toyota và doanh nghiệp còn lại bởi General Motors, giá trị sổ sách sẽ bằng nhau, nhưng giá trị nội tại hay giá trị kinh tế sẽ rất khác nhau. Graham và Dodd không rơi vào sai lầm này; họ phát biểu rõ ràng rằng, trong dự đoán giá cổ phiếu, giá trị sổ sách “hầu như chẳng có giá trị thực tế gì”.

Graham thường tìm các chứng khoán chỉ dựa trên nền tảng tài sản và sau khi nghiên cứu kỹ chúng, đáp ứng bài kiểm tra nguyên tắc an toàn. Trong những năm 1930, thị trường quá khủng hoảng đến độ chẳng hiếm cổ phiếu bị bán dưới giá tiền mặt mà chúng nắm trong tay, thậm chí sau khi trừ nợ. Điều này giống như mua căn nhà với giá thấp hơn số tiền cất trong két sắt phòng ngủ mà vẫn được giữ cái két! Những khoản đầu tư siêu rẻ như vậy ngày nay rất hiếm thấy, vì sự quan tâm rộng rãi hơn đến thị trường cổ phiếu của nhà đầu tư và vì đội quân của các nhà đầu tư trang bị các màn hình máy tính, liên tục tìm kiếm các món hời.

---

1. Theo kỹ thuật, giá trị sổ sách bằng tổng tài sản đã đầu tư vào doanh nghiệp, cộng với lợi nhuận lũy kế trừ đi cổ tức đã trả. Một định nghĩa khác nhưng tương đương về mặt toán học là giá trị sổ sách bằng tổng tài sản trừ đi tổng nợ phải trả.

## SẴN MÓN HỜI

Tuy nhiên, các món hời vẫn tồn tại. Các cổ phiếu đơn lẻ thường rẻ khi toàn bộ ngành hay nhóm chứng khoán bị bán mà không cần phân biệt. Ví dụ đầu những năm 1980, ngành ngân hàng tiết kiệm và cho vay rơi vào khủng hoảng vì một lý do hợp lý. Sau khi trần lãi suất bị loại bỏ, các tổ chức tiết kiệm buộc phải trả lãi suất cho các khoản tiền gửi ngắn hạn cao hơn lãi nhận được từ các khoản vay dài hạn. Các ngân hàng tiết kiệm tương hỗ (sở hữu bởi người gửi tiền) bắt đầu cổ phần hóa để thu hút thêm vốn, khi làm vậy, cổ phiếu của chúng được bán với giá rất thấp. Ví dụ ngân hàng United Savings Bank of Tacoma được giao dịch với mức giá chỉ bằng 35% so với giá trị sổ sách. Dù rằng rất nhiều tổ chức tiết kiệm thời đó yếu kém, nhưng Tacoma là doanh nghiệp có lời và dồi dào vốn. “Mọi người không hiểu ngân hàng đó”, một nhà đầu tư nói. “Nó chỉ mới vừa chuyển đổi từ sở hữu tương hỗ, nên nó có quy mô nhỏ và không được nhiều người biết đến.” Trong vòng một năm, nhà đầu tư đó đã tăng số tiền của mình lên gấp 5 lần.

Một cơ hội khác xuất hiện vào năm 1997, sau sự sụp đổ mang tính lan truyền của thị trường cổ phiếu và tiền tệ châu Á. Một lần nữa, hành động bán lại không mang tính phân biệt, xem công ty tốt cũng như công ty xấu. Các nhà đầu tư theo phong cách Graham và Dodd nắm lấy cơ hội, đặt chuyến bay đến Hồng Kông, Singapore và Kuala Lumpur. Greg Alexander, người quản lý tiền cho Ruane Cunniff & Goldfarb, đọc báo cáo thường niên của mọi doanh nghiệp châu Á ông từng nghe nói đến và quyết định rằng Hàn Quốc, đất nước trước đó không khuyến khích đầu tư nước ngoài và do đó đặc biệt thiếu vốn, đang chào mời các món hời tốt nhất. Ông bay đến Seoul, sau chuyến bay mệt mỏi, Alexander nhận ra rằng ông đang ở thiên đường Graham và Dodd. Các cổ phiếu rẻ được rao bán khắp thị trường như trái cây chín mềm. Công ty chứng khoán Shinyoung, doanh nghiệp môi giới địa phương đã mua đầy trái phiếu chính phủ Hàn Quốc lợi tức cao khi lãi suất ở đỉnh, được giao dịch với mức giá ít hơn phân nửa giá trị sổ sách. Ngạc nhiên thay, thậm chí đến năm 2004, công ty Daekyo Corp, doanh nghiệp cung cấp dịch vụ hỗ trợ học tập ngoài trường học được giao dịch với mức giá chỉ 20 đô-la mỗi cổ phiếu, dù mỗi cổ phiếu đại diện cho 22,66 đô-la giá trị tiền mặt chưa kể miếng bánh lợi tức từ hoạt động kinh doanh đang

tiếp tục tăng. Theo cách nói của Graham và Dodd, những cổ phiếu này hứa hẹn an toàn vì chúng được bán với giá ít hơn giá trị hữu hình của chúng. Alexander mua cả tá cổ phiếu doanh nghiệp Hàn Quốc; mỗi cổ phiếu về sau tăng giá nhiều lần chỉ trong khoảng thời gian khá ngắn.

Cạnh tranh cho những giá trị như vậy khốc liệt hơn ở Mỹ, nhưng chúng vẫn có thể được tìm thấy, đặc biệt khi một lần nữa xuất hiện xu hướng trùng phạt toàn bộ một ngành của thị trường. Ví dụ, năm 2001, cổ phiếu năng lượng rẻ và giá dầu cũng vậy. Graham và Dodd chắc hẳn sẽ không khuyên chúng ta đầu cơ giá dầu đang phụ thuộc vào những yếu tố bất định từ OPEC, tỷ lệ tăng trưởng của kinh tế Trung Quốc, thời tiết. Nhưng vì ngành này khủng hoảng, các doanh nghiệp khoan dầu bị bán dưới giá trị các thiết bị của họ. Enesco International bị bán với giá thấp hơn 15 đô-la mỗi cổ phiếu, trong khi giá trị thay thế các thiết bị được ước tính ở mức 35 đô-la. Patterson-UTI Energy sở hữu khoảng 350 thiết bị có giá khoảng 2,8 tỷ đô-la. Nhưng cổ phiếu của doanh nghiệp này được giao dịch với giá chỉ 1 tỷ đô-la. Nhà đầu tư mua được các tài sản này với mức chiết khấu cực lớn. Dù rằng giá dầu sau đó tăng khiến các cổ phiếu này tăng giá, điểm chính ở đây là các khoản đầu tư không phụ thuộc vào giá dầu. Những nhà đầu tư theo phong cách Graham và Dodd mua các cổ phiếu này với biên độ an toàn rất cao.

Một loại hình đầu tư tài sản phổ biến hơn là xem xét các doanh nghiệp con khác nhau: Đôi khi, các mảnh ghép nhập lại có giá trị cao hơn bức tranh tổng thể. Trường hợp thú vị là Xcel Energy vào năm 2002. Xcel sở hữu 5 doanh nghiệp con, do đó phân tích cổ phiếu này đòi hỏi thực hiện vài tính toán giải cấu trúc (Graham đặc biệt yêu thích những tính toán kiểu này). 4 công ty con là các doanh nghiệp tiện ích sinh lãi; doanh nghiệp còn lại là đơn vị cung cấp năng lượng thay thế đầy nợ và rõ ràng đang chuẩn bị phá sản. Tuy nhiên, trong hệ quả sụp đổ của Enron, các doanh nghiệp tiện ích bị nhà đầu tư tránh xa. Một giám đốc quỹ phòng hộ nhớ lại: “Đó là một khoảng thời gian kỳ lạ. Mọi người bán trước và sau đó mới suy nghĩ. Thị trường rất phi lý trí.”

Trái phiếu của Xcel được giao dịch ở mức giá 56 xu trên 1 đô-la (theo đó, bạn có thể mua 1.000 đô-la nợ gốc với giá chỉ 560 đô-la). Và các trái phiếu trả mức lãi suất hấp dẫn: 7%. Câu hỏi là liệu Xcel có thể trả lãi hay

không. Nhà đầu tư quỹ phòng hộ khám phá ra rằng Xcel có 1 tỷ đô-la giá trị trái phiếu lưu hành và giá trị sổ sách của các doanh nghiệp con khỏe mạnh là 4 tỷ đô-la (đây là những dạng số liệu vô cùng hữu dụng có thể được tìm thấy trong các thông tin công bố của doanh nghiệp). Trên giấy tờ, giá trị tài sản dư sức trả hết nợ trái phiếu. Nhà đầu tư quỹ phòng hộ mua hết tất cả trái phiếu mà ông này có thể mua.

Khi hết sạch trái phiếu, nhà đầu tư kia bắt đầu nhìn vào cổ phiếu của Xcel đang bị suy yếu với cùng lý do như trái phiếu. Cổ phiếu không thực sự an toàn, vì trong tình huống phá sản, người giữ trái phiếu sẽ nhận được tiền trước. Dù vậy, các tính toán đã thuyết phục ông ta rằng công ty mẹ sẽ không nộp đơn xin phá sản. Và các doanh nghiệp con sinh lời đang kiếm 500.000.000 đô-la, nhiều hơn 1 đô-la mỗi cổ phiếu. Cổ phiếu được giao dịch ở mức 7 đô-la, hoặc chưa đến 7 lần mức thu nhập. Do đó, nhà đầu tư cũng mua cổ phiếu.

Công ty con yếu kém cuối cùng nộp đơn xin phá sản, nhưng giống như kỳ vọng, chuyện này không làm giảm giá trị của công ty mẹ. Trong vòng một năm, cơn hoảng loạn liên quan đến các doanh nghiệp tiện ích ngơi xuống, Phố Wall đánh giá lại Xcel. Trái phiếu tăng từ 56 đô-la lên 105 đô-la. Cổ phiếu cũng tăng vùn vụt. Nhà đầu tư tăng gấp đôi khoản tiền của mình trong tất cả các món đầu tư vào Xcel. Đó không phải là may rủi mà được chứng minh định lượng như phương pháp đầu tư Graham và Dodd. “Đó là ngành an toàn, ổn định”, nhà đầu tư kia đồng ý. “Không có nhiều rủi ro chu kỳ. Tôi nghĩ Ben Graham sẽ đồng ý.”

Cũng hấp dẫn như các bài toán kiểu Xcel, hầu hết cổ phiếu sẽ chỉ được định giá trên thu nhập. Trong thực tế, quá trình này không “đơn giản”. Định giá vốn cổ phần đòi hỏi tính toán những gì doanh nghiệp có khả năng thu lại mỗi năm, khác với ghi nhận bức tranh tài sản hiện tại. Graham và Dodd lưỡng lự chấp thuận bài tập này – “lưỡng lự” vì tương lai sẽ chẳng bao giờ chắc chắn như hiện tại.

## DỰ BÁO ĐỒNG TIỀN

Dự báo thu nhập ở bất kỳ mức độ tự tin nào đều cực kỳ khó khăn. Định hướng tốt nhất chỉ có thể là những khoản thu nhập trong quá khứ. Nhưng thị trường vốn rất năng động. Graham và Dodd không tán thành việc cố

gắng ước tính thu nhập tương lai cho các doanh nghiệp sở hữu “đặc tính vốn dĩ không ổn định”. Với sự tiến hóa nhanh chóng của công nghệ, nhiều doanh nghiệp kỹ thuật cao vốn không ổn định hoặc ít nhất khó đoán. Vào cuối những năm 1990, Yahoo! đứng trước rủi ro có ai đó sẽ sáng chế ra công cụ tìm kiếm tốt hơn (Google đã thành công). McDonald's không đối diện với rủi ro này. Kinh doanh của doanh nghiệp này lệ thuộc chính vào thương hiệu của nó, thứ sức mạnh không dễ thay đổi chỉ trong một năm. Và chẳng ai đi sáng chế lại bánh kẹp. Dù vậy, cần phải lưu ý rằng ngay cả McDonald's cũng có thể thay đổi; gần đây doanh nghiệp này giới thiệu cà phê espresso trong thực đơn, một phần để phòng ngự trước các đối thủ như Starbucks.

Vài nhà đầu tư theo phương pháp Graham và Dodd ngày nay (Buffett nổi tiếng có tâm lý ngại công nghệ cao) đã quan niệm sai lầm rằng, tất cả doanh nghiệp công nghệ đều không thể phân tích và do đó không được mua. Quy tắc cứng nhắc đó đã vi phạm nguyên tắc của Graham và Dodd, rằng người phân tích thực hiện các phân tích quyết định trên dữ kiện cụ thể của doanh nghiệp. Ví dụ về doanh nghiệp công nghệ cao phù hợp cách phân tích của Graham là Amazon.com. Dù kinh doanh hoàn toàn trên web, nhưng Amazon về bản chất là công ty bán lẻ, nó có thể được đánh giá theo cùng cách với Wal-Mart, Sears... Câu hỏi muôn thuở là liệu doanh nghiệp này có đủ biên độ an toàn ở một mức giá thị trường nào đó hay không. Nhưng khi bong bóng dot-com bùng nổ, chứng khoán của Amazon sụp đổ theo. Chính bản thân Buffett đã mua trái phiếu Amazon ở mức giá chiết khấu rất cao sau đợt sụp đổ, trong bối cảnh có nhiều câu chuyện đáng sợ liên đến khả năng phá sản của Amazon. Trái phiếu của doanh nghiệp này sau đó tăng bằng mệnh giá và Buffett thu lãi to. Ví dụ khác là Intel, giờ là doanh nghiệp sản xuất tương đối gạo cội. Số lượng vi mạch điện tử của doanh nghiệp này thay đổi theo thực trạng của nền kinh tế, rất giống với General Motors thời kỳ trước. Thực tế, Intel đã hoạt động trước GM rất lâu khi Graham và Dodd viết cuốn sách này.

Trong việc ước tính thu nhập tương lai cho bất kỳ loại doanh nghiệp nào, *Phân tích chứng khoán* trình bày hai nguyên tắc quan trọng. Một trong hai nguyên tắc này, như đã nhắc đến, là các doanh nghiệp với thu nhập ổn định sẽ dễ dàng dự đoán hơn, do đó nên được ưa thích hơn. Thế giới đang trở nên dễ thay đổi hơn, nguyên tắc này có thể được cập nhật

đôi chút, nghĩa là: Thu nhập doanh nghiệp càng không ổn định, chúng ta càng cẩn trọng hơn trong việc ước tính tương lai và càng cần nhìn kỹ hơn quá khứ của nó. Graham và Dodd đề xuất thời gian là 10 năm.

Điểm thứ hai liên quan đến xu hướng dao động ít nhiều của thu nhập, trong một mô hình mang tính chu kỳ. Theo đó, Graham và Dodd đưa ra cách phân biệt mang tính sống còn nhưng thường bị bỏ qua. Thu nhập trung bình của doanh nghiệp có thể đưa ra định hướng tương đối cho tương lai. Xu hướng thu nhập rất ít đáng tin cậy. Bất kỳ người hâm mộ bóng chày nào cũng biết rằng, chỉ vì một cầu thủ đánh 0.250 nay đánh 0.300 một tuần, không đồng nghĩa với việc người này nhất định sẽ đánh tốt ở mùa giải còn lại. Thậm chí nếu có thực sự thi đấu tốt như vậy, anh ta nhiều khả năng sẽ quay trở về phong độ cũ vào mùa sau. Nhưng nhà đầu tư bị khuyên nhủ đi theo xu hướng; có lẽ họ muốn thế, vì theo Graham và Dodd quan sát: “Các xu hướng nếu được phóng chiếu đủ xa vào tương lai, có thể cho ra bất kỳ kết quả lợi tức mong muốn nào.”

Để hiểu rõ hơn khác biệt giữa thu nhập trung bình và xu hướng thu nhập, hãy nhìn vào thu nhập trên cổ phiếu của Microsoft trong nửa sau thập niên 1990. (Mỗi năm tài chính kết thúc vào tháng 6.)

1995	0,16 đô-la
1996	0,23 đô-la
1997	0,36 đô-la
1998	0,46 đô-la
1999	0,77 đô-la
2000	0,91 đô-la

Dù thu nhập trung bình của giai đoạn này là 48 xu, nhưng các con số gần đây cao hơn, khiến xu hướng đi lên bị hiểu sai. Bằng cách phóng chiếu xu hướng vào tương lai, một chuyên gia phân tích bình thường vào cuối thế kỷ cũng có thể viết ra những con số như dưới đây:

1,10 đô-la
1,30 đô-la
1,55 đô-la

Thêm hay bớt đi vài xu, đây chính xác là thứ mà những chuyên gia phân tích đã làm. Đầu năm 2000, cổ phiếu Microsoft được giao dịch trên mức giá 50 đô-la, dựa trên kỳ vọng rằng thu nhập sẽ tiếp tục tăng vọt. Nhưng năm 2000 là đỉnh của chu kỳ máy tính mới. Khi các đơn đặt hàng giảm, thu nhập của Microsoft rớt theo. Trong năm 2001, thu nhập của Microsoft là 72 xu. Năm sau đó, thu nhập chỉ là 50 xu, hầu như bằng với mức trung bình của giai đoạn giữa những năm 1990. Cổ phiếu của doanh nghiệp này rớt xuống chỉ còn khoảng 20 đô-la.

Tuy nhiên, Microsoft không phải là doanh nghiệp Internet bay cao chỉ trong một đêm. Trong hơn 20 năm, nó luôn sinh lãi, ngoại trừ đợt suy giảm lợi nhuận mang tính chu kỳ vào năm 2001-2002, thu nhập của công ty này đều tăng trưởng. Nhà đầu tư không nghi ngờ gì đã phản ứng thái quá trước sự sụt giảm nhiều như họ đã kích động trước những thông tin tốt. Họ lo sợ rằng Google có thể tấn công vào lãnh địa của Microsoft, dù rằng sự lo sợ này mang tính đầu cơ rất cao. Microsoft tiếp tục thống trị lĩnh vực hệ điều hành (thực tế, Microsoft gần như độc quyền trong lĩnh vực kinh doanh đó) và tạo ra dòng tiền rất lớn. Vì chẳng cần phải tái đầu tư nhiều, Microsoft có nhiều lựa chọn sử dụng tiền mặt. (Trái lại, các hãng hàng không phải liên tục tái đầu tư vào những chiếc máy bay mới.) Theo lẽ đó, Microsoft vốn dĩ là doanh nghiệp tốt. Vào năm tài chính 2007, nó được giao dịch ở mức giá gấp 15 lần mức thu nhập, thấp hơn nhiều so với các đặc tính nội tại với sức mạnh nhượng quyền mà Microsoft sở hữu. Khi Phố Wall nhận ra thực tế này, cổ phiếu Microsoft nhanh chóng tăng 50% từ mức giá thấp kia. Ví dụ này mô tả một bước nhảy đồng diệu giữa thị giá và giá trị. Ở mức giá cao, Microsoft chỉ đơn thuần là vụ đầu cơ; ở mức giá thấp, nó là khoản đầu tư lành mạnh.

Thảo luận về dòng tiền chỉ ra vùng kiến thức ở cuốn sách này thực sự lỗi thời. Vào những năm 1930, các doanh nghiệp không phải công bố báo cáo lưu chuyển tiền tệ, hầu như không doanh nghiệp nào làm chuyện này. Ngày nay, các báo cáo lưu chuyển tiền tệ chi tiết là bắt buộc, những nhà đầu tư nghiêm túc không thể bỏ qua chúng. Báo cáo lãi lỗ trình bày lợi nhuận kế toán của doanh nghiệp; báo cáo lưu chuyển tiền tệ trình bày những gì xảy ra với tiền mặt.

Các doanh nghiệp cố gắng xào nấu sổ sách như Enron hay Waste Management có thể làm đẹp báo cáo thu nhập của mình, ít nhất là trong

một quãng thời gian. Nhưng họ không thể sản xuất ra tiền mặt. Do đó, khi báo cáo lãi lỗ và báo cáo lưu chuyển tiền tệ bắt đầu đi theo hai hướng khác nhau, đó là dấu hiệu cho thấy có gì đó không đúng. Ở Sunbeam, doanh nghiệp đồ gia dụng tăng trưởng đột phá được điều hành bởi Al Dunlap “Cưa máy”, doanh số bán máy xay sinh tố theo báo cáo từ doanh nghiệp tăng vọt, nhưng tiền mặt thì không. Hóa ra Dunlap đã làm giả số liệu ở quy mô lớn. Dù ông này đã bán doanh nghiệp, rồi sụp đổ không lâu sau đó, “Cưa máy” bị SEC cưa đôi bằng việc cấm tham gia điều hành hay làm giám đốc bất kỳ doanh nghiệp cổ phần nào.

Tương tự, khi cổ phiếu Lucent tăng vọt, hãng thực tế không thu được tiền mặt từ rất nhiều hệ thống điện thoại đã giao hàng, đặc biệt là với khách hàng từ những nước đang phát triển. Thực tế, hãng cho họ mua bằng các khoản trả chậm. Dù “doanh số bán hàng” được ghi nhận vào thu nhập, một lần nữa, báo cáo lưu chuyển tiền tệ không nói dối.

Đây là rủi ro mà Graham chắc hẳn sẽ phát hiện ra vì những khoản chưa thu tiền sẽ đi vào mục khoản phải thu trong báo cáo tài chính, Graham là người nghiên đọc báo cáo tài chính. Graham và Dodd chú ý nhiều hơn đến báo cáo tài chính ghi nhận bức tranh mang tính thời điểm, khác với báo cáo thu nhập và dòng tiền miêu tả các thay đổi qua mỗi quý hay mỗi năm, vì những thông tin như vậy không sẵn có hoặc không chi tiết vào thời của Graham. Thậm chí quy định yêu cầu công bố báo cáo thu nhập theo quý cũng mới ra đời vào năm 1940, các báo cáo thu nhập không được chuyển đến tận nhà như ngày nay, chưa có các ghi chú dưới chân trang chi tiết và các thảo luận về những rủi ro quan trọng.

Graham bổ sung các thông tin tài chính (dù chúng là nguồn thông tin chính của ông) bằng hỗn hợp đa dạng các báo cáo thương mại và chính phủ. Khi nghiên cứu cổ phiếu ngành than, ông tham khảo các báo cáo Cục Than Hoa Kỳ; xe ô tô từ Cram's Auto Service. Với những nhà đầu tư đương đại, trong hầu hết trường hợp, các thông tin tài chính công bố vừa đầy đủ vừa đáng tin cậy. Ngày nay, dữ liệu ngành cũng sẵn có rộng rãi hơn.

Nhà đầu tư chứng khoán Mỹ ngày nay đối diện với thử thách mà ngay cả Graham và Dodd cũng không thể tưởng tượng ra. Trong khi hai tác giả khan hiếm thông tin, nhà đầu tư ngày nay đối mặt với sự thừa mứa. Các thông tin tài chính doanh nghiệp dày đặc hơn, thông tin trên Internet tất nhiên là vô hạn, một thực tế đáng lo ngại trong tình trạng thông tin không đồng nhất. Thử thách sẽ là loại bỏ những cái không liên quan, không quan trọng hoặc sai rành rành, để tìm ra cái đặc biệt quan trọng. Nghĩa là nhận diện ra vấn đề dòng tiền ở Lucent hoặc rủi ro nợ dưới chuẩn trong trường hợp WaMu trước khi các cổ phiếu này gấp vấn đề.

Đại khái mà nói, nhà đầu tư phải dành nhiều thời gian vào các thông tin công bố của chứng khoán đang nghiên cứu, họ nên dành khoản thời gian đủ nhiều để đọc báo cáo của các doanh nghiệp đối thủ. Cái chính không phải chỉ nhớ tên, mà còn phải hiểu chúng. Như chúng ta đã thấy, cả bảng cân đối kế toán và báo cáo lưu chuyển tiền tệ sẽ làm sáng tỏ hơn con số mà Phố Wall giành nhiều sự chú ý nhất, con số thu nhập theo báo cáo.

Không thể đưa ra khuyến nghị toàn diện nào cho các nguồn tham khảo thông tin vì con người học theo các cách khác nhau. Walter Schloss, nhân viên của Graham và sau đó là nhà đầu tư nổi danh cùng con trai và người cộng sự Edwin lựa chọn dùng chung một chiếc điện thoại, để không ai sử dụng quá nhiều thời gian nói chuyện điện thoại. Công ty Schlossess làm việc trong văn phòng có diện tích nhỏ như tủ quần áo. Giống với công ty Schlossess, rất nhiều nhà đầu tư làm việc hiệu quả theo nhóm. Mặt khác, Buffett, người làm việc trong văn phòng khiêm tốn ở Omaha, nổi tiếng hay làm việc một mình. Đối tác của ông, Charlie Munger, cư trú ở Los Angeles, 1.500 dặm về phía tây, và mỗi ngày Buffett hầu như chỉ làm việc một mình. Trong khi vài nhà đầu tư lệ thuộc chặt chẽ vào thông tin tài chính công bố, những người khác thực hiện nhiều khảo sát thực địa. Eddie Lampert, nhà quản lý quỹ phòng hộ, đến thăm hàng tá cửa hàng của doanh nghiệp bán lẻ phụ tùng xe AutoZone trước khi mua cổ phần kiểm soát doanh nghiệp này. Đây là cách giúp Lampert cảm thấy an toàn.

## THÔNG TIN QUÝ HIẾM

Nhìn chung, thông tin công cộng ngày nay phân tán rộng hơn, khiến các thông tin độc quyền càng trở nên có giá. Nguồn nhiều khả năng độc quyền thông tin nhất (xin lỗi Schloss) là điện thoại. Vài quỹ tương hỗ thuê các cựu phóng viên săn tìm những “món lời” đầu tư. Những người này gọi cho các cựu nhân viên để nhận được các đánh giá công bằng về ban quản trị doanh nghiệp; họ nói chuyện với nhà cung cấp và các đối thủ. Một quỹ đầu tư khám phá ra rằng CEO mới nhậm chức của một doanh nghiệp tài chính nổi bật đã thú nhận với cộng sự rằng, ông khá lo lắng về công việc vì không thể đọc các báo cáo tài chính. Quỹ đầu tư đó đang tìm kiếm cơ hội đầu tư cổ phiếu, ngay lập tức mất hứng thú với doanh nghiệp kia. Dù rằng không phải tất cả mọi người đều có những nguồn lực để thuê thám tử tư, nhưng vài nghiên cứu chắc chắn có thể chấp nhận được về mặt chi phí. Jones Soda, môi giới chứng khoán doanh nghiệp theo dõi cổ phiếu, bằng cách trò chuyện với những nhân viên pha chế ở Starbucks, một trong những địa điểm mà món thức uống Jones được bán. Khi họ nói với người này rằng Starbucks đang từ bỏ nhãn hiệu kia, người này bán cổ phiếu ngay lập tức. Cũng có những kết luận khác có thể chỉ cần dựa trên các câu trả lời không được soạn sẵn của ban quản trị. Dù vậy, hãy cẩn thận, vài tay quản lý sẽ nói dối.

Graham không hề tin các tay quản lý (ông không thích thăm viếng ban quản trị vì lý do này). Ông và Dodd cảnh báo rằng: “Các bài kiểm tra khách quan năng lực quản trị là rất hiếm.” Xác định thành công của doanh nghiệp có bao nhiêu phần trăm đến từ các quản lý cũng khó như chia phần danh vọng phù hợp cho một huấn luyện viên giành chiến thắng. Nhà đầu tư thường gán năng lực quản lý cho kết quả của điều kiện thuận lợi (hoặc đơn thuần chỉ là may mắn). Thu nhập của Coca-Cola tăng vọt trong đầu và giữa thập niên 1990, và vị CEO được thăng cấp nhanh chóng Roberto Goizueta xuất hiện trên trang bìa của tạp chí *Fortune*. Goizueta tài năng, nhưng tài năng của ông này đã phản ánh hết trong thu nhập của Coca-Cola, và thu nhập này đã phản ánh trong giá cổ phiếu. Tuy nhiên, nhà đầu tư đi xa hơn khi đẩy giá cổ phiếu lên mức cao ngất ngưởng 45 lần thu nhập, vì niềm tin vào việc ban quản trị sẽ giúp doanh nghiệp tăng thu nhập thêm nữa. Graham và Dodd gọi trường hợp này là “tính hai lần” – nghĩa là nhà

đầu tư mua cổ phiếu trên căn cứ niềm tin vào ban quản trị và sau đó nhìn thấy cổ phiếu tăng, xem đó là bằng chứng chứng minh cho sức mạnh của ban quản trị và đẩy giá cổ phiếu lên xa hơn. Năm 1997, một chuyên gia phân tích ở quỹ đầu tư Oppenheimer đã quá say mê Goizueta, người sẽ qua đời cuối năm đó, đã viết rằng Coca-Cola có “kiểm soát tuyệt đối với kết quả ngắn hạn”.<sup>1</sup>

Niềm tin như vậy được đặt sai chỗ vì 3 lý do. Đầu tiên, tài năng của Goizueta đã được phân bổ vào giá cổ phiếu. Thứ hai, quan niệm rằng ban quản trị có “khả năng kiểm soát tuyệt đối” là chuyện hoang đường, điều được thấy khi đà tăng trưởng bắt đầu hẹp dần. Thứ ba, ban quản trị chỉ có thể thực sự kiểm soát ở mức độ “quản lý” thu nhập của Coca-Cola bằng sự giúp sức của các thủ thuật kế toán đáng ngờ. Ví dụ, Coca-Cola bán cổ phần trong các nhà máy đóng chai và ghi nhận khoản lợi nhuận này vào doanh thu từ hoạt động. Coi Goizueta như phù thủy thần kỳ là dấu hiệu đáng báo động. Thay vì chứng minh Goizueta có khả năng gia tăng thu nhập tương lai của Coca-Cola, thực tế này đặt câu hỏi về chất lượng thu nhập ông đã mang về trong quá khứ. Khi thực tế được phơi bày, cổ phiếu của Coca-Cola rơi xuống mức thấp nhất trong một thập kỷ.

Những ví dụ trên chứng minh rằng đầu tư ngày nay thường ít rủi ro hơn thời kỳ của Graham và Dodd, loài người cũng không mạnh mẽ hơn trước cám dỗ và sai lầm. Thị trường phức tạp đã củng cố mạnh mẽ hơn nhu cầu phải có một cuốn sách chỉ dẫn đầu tư thẳng thắn, hợp lý, chi tiết, đặc biệt là thận trọng. Đây chính xác là những gì các tác giả đã viết. Với Phần 1 – vở lòng về giá trị nội tại, khám phá khác biệt giữa đầu tư và đầu cơ, là phần dẫn nhập vào cách tiếp cận Graham và Dodd, triết lý, mưu mẹo, chỉ dẫn và các công cụ của hai tác giả.

---

1. Roger Lowenstein, *Origins of the Crash: The Great Bubble and Its Undoing* (tạm dịch: Nguồn của vụ sụp đổ: Bong bóng vĩ đại và sự hủy hoại thanh danh) (New York: Penguin Press, 2004), tr. 70.

## *Chương 1*

# **PHẠM VI VÀ HẠN CHẾ CỦA PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN – KHÁI NIỆM GIÁ TRỊ NỘI TẠI**

---

---

**P**hân tích nghĩa là nghiên cứu cẩn thận những dữ kiện sẵn có nhằm rút ra kết luận dựa trên các nguyên tắc vững chắc và hợp lý. Nó là một phần của phương pháp khoa học. Nhưng khi ứng dụng phân tích vào lĩnh vực chứng khoán, chúng tôi gặp phải những trở ngại lớn, rằng đầu tư tự thân nó không phải là môn khoa học chính xác. Thực tế này cũng đúng với luật và y học, vì cả kỹ năng cá nhân (nghệ thuật) và may rủi đều là những yếu tố quan trọng trong việc quyết định thành công hay thất bại. Tuy nhiên, phân tích không chỉ hữu dụng mà còn mang tính sống còn, nhiều khả năng không chỉ đúng trong lĩnh vực đầu tư mà còn cả đầu cơ.

Trong 3 thập kỷ vừa qua, uy tín phân tích chứng khoán ở Phố Wall đã trải qua tăng trưởng chói lòa và suy giảm đáng xấu hổ – lịch sử liên quan nhưng không phản ánh quan hệ song song với tăng giảm giá chứng khoán. Phân tích chứng khoán liên tục phát triển cho đến khoảng năm 1927, bao quát giai đoạn dài ngày càng chú ý đến mọi mặt của báo cáo tài chính và dữ liệu thống kê. Nhưng “thời kỳ mới” bắt đầu vào năm 1927 gắn liền với việc từ bỏ cách tiếp cận phân tích; trong khi nhà đầu tư có vẻ vẫn xem trọng các dữ kiện và con số, những dữ kiện và con số này dường như bị thao túng bởi loại phân tích giả tạo hỗ trợ cho các ảo tưởng của giai đoạn đó. Thị trường sụp đổ

vào tháng 10 năm 1929 không quá ngạc nhiên với những chuyên gia phân tích kia vì họ đã lường tới việc đó từ trước, nhưng mức độ sụp đổ sau với các hệ quả tàn phá lên sức mạnh thu nhập vững chắc của doanh nghiệp, một lần nữa lại ném những tính toán của các chuyên gia này ra khỏi cửa sổ. Vì vậy, phân tích nghiêm túc bị mất uy tín hai lần: Lần đầu trước vụ sụp đổ vì giá trị ảo kéo dài dai dẳng, lần thứ hai sau vụ sụp đổ vì giá trị thực biến mất.

Kinh nghiệm đầu tư trong giai đoạn 1927-1933 quá khác thường, khiến chúng khó lòng làm nên tiêu chuẩn để đánh giá đúng tính hữu dụng của phân tích chứng khoán. Những năm sau 1933, có lẽ còn cơ hội cho cách nhìn khác. Trong phạm vi đầu tư trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi, chúng tôi tin rằng nguyên tắc cẩn trọng lựa chọn và từ chối chứng khoán đã tự khẳng định bản thân chúng khá tốt. Trong đầu trường cổ phiếu phổ thông, thị trường thiên vị có xu hướng nhầm lẫn với cách nhìn cẩn thận, ngược lại có rất nhiều chứng khoán được phân tích là rẻ, nhưng kết quả đầu tư lại đáng thất vọng. Mặt khác, cách tiếp cận phân tích đã đưa ra những lý do thuyết phục để tin rằng giá các cổ phiếu tiêu biểu quá cao vào đầu năm 1937 và quá thấp sau đó một năm.

## BA CHỨC NĂNG CỦA PHÂN TÍCH

### 1. Chức năng mô tả

Các chức năng của phân tích chứng khoán có thể được mô tả dưới 3 đầu mục: mô tả, chọn lựa và phê bình. Theo cách nói dễ hiểu hơn, phân tích mô tả là dẫn ra các dữ kiện quan trọng liên quan đến một chứng khoán và trình bày chúng theo cách mạch lạc, dễ hiểu. Chức năng này được thực hiện đầy đủ với toàn bộ chứng khoán doanh nghiệp có thể mua bán bởi các cầm nang khác nhau, dịch vụ của Standard Statistics và Fitch cùng những nguồn khác. Loại mô tả thấu đáo hơn tìm kiếm ưu nhược điểm trong vị thế của một chứng khoán, so sánh các đặc điểm chào bán của nó với những chứng khoán khác có đặc tính tương tự, định giá các yếu tố nhiều khả năng có ảnh hưởng đến hiệu quả tương lai của nó. Kiểu phân tích này áp dụng được với hầu hết chứng khoán doanh nghiệp, có thể được xem là bổ sung

không chỉ cho đầu tư mà còn cả đầu cơ, lĩnh vực mà phân tích mô tả cung cấp các căn cứ dữ kiện tính toán có cấu trúc để thực hiện đánh giá.

## 2. Chức năng chọn lọc

Trong chức năng chọn lọc, phân tích chứng khoán đi xa hơn và trình bày các đánh giá cụ thể. Nó xác định liệu một chứng khoán nên được mua, bán, giữ, hay đổi với chứng khoán nào đó khác. Loại chứng khoán gì hoặc tình huống nào phù hợp nhất với hoạt động tích cực hơn của nhà phân tích, nhược điểm hay hạn chế là gì? Có thể bắt đầu với các ví dụ về đánh giá phân tích để làm cơ sở trả lời cho câu hỏi tổng quát hơn.

**Ví dụ về đánh giá phân tích.** Năm 1928, thị trường được chào mời lượng lớn cổ phiếu ưu đãi không tích lũy trả cổ tức 6% của công ty St. Louis-San Francisco Railway ở mức giá 100. Số liệu quá khứ cho thấy không năm nào thu nhập của doanh nghiệp này bằng 1,5 lần tổng chi phí lãi vay và cổ tức ưu đãi cộng lại. Nếu ứng dụng các tiêu chuẩn chọn lựa được thiết lập từ lâu cho các dữ kiện, chúng ta sẽ từ chối mua chứng khoán này vì nó không đủ an toàn.

**Một ví dụ đối lập:** Vào tháng 6 năm 1932, trái phiếu lãi suất 5% của doanh nghiệp Owens-Illinois Glass, đến hạn năm 1939, ở mức giá 70, cho ra lợi tức 11% cho tới khi đáo hạn được chào bán. Thu nhập của doanh nghiệp này cao hơn nhiều lần so với yêu cầu trả lãi, kể cả thu nhập trung bình hay thu nhập trong giai đoạn khủng hoảng trầm trọng. Chỉ cần tài sản ngắn hạn là đủ đảm bảo cho trái phiếu này. Ngoài trái phiếu, cổ phiếu phổ thông và ưu đãi với tổng giá trị thị trường rất lớn đang ở mức giá thấp nhất. Các phân tích sẽ dẫn đến khuyến nghị rằng đây là khoản đầu tư cực kỳ lành mạnh và có giá hấp dẫn.

**Ví dụ về cổ phiếu phổ thông:** Năm 1922, trước giai đoạn bùng nổ chứng khoán hàng không, cổ phiếu của Wright Aeronautical Corporation được bán ở NYSE với mức giá chỉ 8 đô-la, dù rằng nó trả cổ tức 1 đô-la và từng có thời gian đạt mức thu nhập trên 2 đô-la/cổ phiếu, có hơn 8 đô-la/cổ phiếu tài sản tiền mặt trong ngân quỹ. Trong trường hợp này, phân tích sẽ khẳng định rằng giá trị nội tại của chứng khoán này cao hơn thị giá rất nhiều.

Hãy một lần nữa xem xét chứng khoán đó vào năm 1928 khi nó đã tăng lên 280 đô-la. Lúc đó, cổ phiếu này có thu nhập 8 đô-la so với mức 3,77 đô-la năm 1927. Tỷ lệ cổ tức là 2 đô-la; giá trị tài sản lưu động ròng ít hơn 50 đô-la/cổ phiếu. Nghiên cứu cổ phiếu này chắc chắn dẫn đến kết luận rằng thị giá đã phản ánh phần lớn giá trị vốn hóa của toàn bộ viễn cảnh phỏng đoán tương lai, nói cách khác, giá trị nội tại thấp hơn rất nhiều so với thị giá.

Loại kết luận thứ ba có thể được minh họa khi so sánh trái phiếu 5% của Interborough Rapid Transit Company First và Refunding với Phiếu khoán thế chấp 7%, khi cả hai trái phiếu này được bán cùng giá (62) vào năm 1933. Phiếu khoán 7% rõ ràng có giá trị cao hơn đáng kể so với trái phiếu 5%. Mỗi 1.000 đô-la trái phiếu 5% được bảo đảm bởi khoản tiền gửi trị giá 1.736 đô-la mệnh giá; giá trị gốc của các phiếu khoán đã đáo hạn; chúng ta giữ quyền lấy lại tất cả tiền gốc hoặc bán tài sản thế chấp để thu lợi. Lãi suất hằng năm nhận được từ tài sản thế chấp khoảng 87 đô-la cho mỗi phiếu khoán 7% (số tiền này thực tế được phân bổ đến những người nắm giữ phiếu khoán), do vậy thu nhập hiện tại của phiếu khoán 7% cao hơn rất nhiều so với trái phiếu 5%. Dù sử dụng kỹ thuật nào để ngăn những người giữ phiếu khoán không đòi các quyền hợp đồng của mình ngay lập tức, cũng rất khó để tưởng tượng ra tình huống phiếu khoán 7% không có giá trị nội tại cao hơn trái phiếu 5%.

So sánh hai loại chứng khoán nhìn chung đơn giản hơn so sánh cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi ưu tiên của Paramount Pictures bán ở mức giá 113 vào tháng 10 năm 1936 và cổ phiếu phổ thông được bán cùng thời điểm ở mức giá 15 $\frac{7}{8}$ . Cổ phiếu ưu đãi có thể được chuyển đổi theo lựa chọn của người nắm giữ, thậm chí thành 7 cổ phiếu phổ thông, nó bao gồm các khoản trả cổ tức tích lũy khoảng 11 đô-la/cổ phiếu. Tất nhiên, cổ phiếu ưu đãi rẻ hơn cổ phiếu phổ thông, vì nó sẽ nhận được các khoản cổ tức quan trọng trước khi cổ phiếu phổ thông có thể nhận được gì, nó cũng tăng giá như cổ phiếu phổ thông nhờ có quyền chuyển đổi. Nếu một cổ đông sở hữu cổ phiếu phổ thông đồng ý với phân tích này và chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi thành 7 cổ phiếu phổ thông, người này sẽ nhanh chóng kiếm món lời lớn bằng cổ tức lắn giá trị tiền gốc.

**Giá trị nội tại so với thị giá.** Từ những ví dụ trước, chúng ta thấy rằng công việc của nhà phân tích chứng khoán không thể thiếu kết quả cụ thể về giá trị thực tế để cân nhắc, công việc này có thể ứng dụng vào nhiều tình huống đa dạng. Trong tất cả ví dụ, nhà phân tích thường như quan tâm đến giá trị nội tại của chứng khoán, cụ thể hơn là khám phá ra khác biệt giữa giá trị nội tại và thị giá. Tuy nhiên, chúng ta phải nhận ra rằng giá trị nội tại là khái niệm khó nắm bắt. Nó được hiểu là giá trị lý giải bằng các dữ kiện, ví dụ tài sản, thu nhập, cổ tức, viễn cảnh xác định. Trong khi đó, thị giá được thiết lập bởi bàn tay thao túng con người hoặc bóp méo bởi tâm lý thừa mứa. Nhưng sẽ là sai lầm lớn khi tưởng tượng rằng giá trị nội tại cũng rõ ràng và có thể xác định cụ thể như thị giá. Trước kia, giá trị nội tại của cổ phiếu phổ thông được cho là “giá trị sổ sách”, nghĩa là nó bằng giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp được định giá đúng. Cách nhìn này khiến giá trị nội tại khá rõ ràng, nhưng nó hầu như chẳng có ý nghĩa thực tế gì, vì cả thu nhập trung bình lẫn thị giá trung bình đều không bị điều chỉnh bởi giá trị sổ sách.

**Giá trị nội tại so với “sức mạnh thu nhập”.** Cách nhìn mới hơn đó là, giá trị nội tại của doanh nghiệp được xác định bằng sức mạnh thu nhập. Nhưng cụm từ “sức mạnh thu nhập” phải hàm ý kỳ vọng khá tự tin về kết quả chắc chắn trong tương lai. Sẽ không đủ nếu chỉ biết thu nhập trung bình trong quá khứ, hoặc thậm chí biết xu hướng tăng trưởng hay suy giảm rõ ràng. Có phải những cơ sở hợp lý để tin rằng thu nhập trung bình hay xu hướng này là định hướng đáng tin cậy cho tương lai? Kinh nghiệm cho thấy rất sinh động rằng, trong nhiều trường hợp, chuyện này không xảy ra. Nghĩa là khái niệm “sức mạnh thu nhập” được trình bày dưới dạng con số rõ ràng, khái niệm giá trị nội tại kèm theo đó cũng được cho là rõ ràng và có thể xác định tương tự, không thể được chấp nhận an toàn như tiền để chung cho phân tích chứng khoán.

**Ví dụ:** Để làm rõ nghĩa lập luận này, hãy xem một ví dụ cụ thể và điển hình. Chúng ta xác định giá trị nội tại của cổ phiếu phổ thông của J. I. Case sau khi phân tích doanh nghiệp này vào thời điểm đầu năm 1933 thế nào? Thị giá là 30 đô-la; giá trị tài sản trên cổ phiếu là 176 đô-la; không có cổ

tức; thu nhập trung bình trong 10 năm là 9,5 đô-la; kết quả năm 1932 thể hiện mức giảm giá 17 đô-la trên mỗi cổ phiếu. Nếu đi theo phương pháp đánh giá thông thường, chúng ta có thể lấy thu nhập trung bình của 10 năm, nhân với 10, cho ra giá trị nội tại là 95 đô-la. Nhưng hãy xem xét các con số đơn lẻ của 10 năm này. Con số trung bình 9,5 đô-la rõ ràng không là gì khác ngoài trung bình cộng 10 con số chẳng liên quan gì nhau. Rất khó để tin rằng con số trung bình 9,5 đại diện cho bất kỳ điều kiện đặc thù nào trong quá khứ, hoặc đại diện cho kỳ vọng xảy ra trong tương lai. Do đó, bất kỳ giá trị “thực” hay nội tại rút ra từ con số trung bình này, đều mang tính ngẫu nhiên hoặc nhân tạo.<sup>1</sup>

#### THU NHẬP TRÊN CỔ PHIẾU CỦA J. I. CASE

1932	17,4 đô-la (d)
1931	2,9 (d)
1930	11
1929	20,4
1928	26,9
1927	26
1926	23,3
1925	15,3
1924	5,9 (d)
1923	2,1 (d)
Trung bình	9,5 đô-la

(d) Thâm hụt

**Vai trò của giá trị nội tại trong việc phân tích.** Hãy để chúng tôi cố gắng xây dựng công thức về vai trò của giá trị nội tại trong phân tích những ví dụ khác nha. Điểm cốt yếu ở đây là, phân tích chứng khoán không tập trung xác định chính xác giá trị nội tại của một chứng khoán. Nó chỉ cần

1. Giữa năm 1933 và 1939, thu nhập cổ phiếu phổ thông của Case dao động xung quanh con số giảm 14,66 đô-la và lợi nhuận đạt 19,2 đô-la/cổ phiếu, trung bình là 3,18 đô-la. Giá dao động giữa khoảng 30½ và 191¾, đóng cửa năm 1939 ở mức 73¾.

xác định liệu giá trị đó có đủ để bảo đảm cho một trái phiếu hoặc giải thích lý do mua cổ phiếu – hay giá trị đó có quá cao hoặc quá thấp hơn thị giá không. Với mục đích đó, đo lường không cụ thể và ước chừng cho giá trị nội tại có thể đã đủ. Nói đơn giản hơn, có thể quyết định sau khi xem xét kỹ lưỡng rằng một phụ nữ đã đủ tuổi bầu cử mà không cần biết tuổi của cô ta, hoặc một người đàn ông nặng hơn vẻ bề ngoài mà không cần biết chính xác số cân nặng của anh này.

Phát biểu này được làm rõ hơn bằng cách quay nhanh lại các ví dụ ban đầu. Chúng ta đã từ chối mua cổ phiếu ưu đãi St. Louis-San Francisco mà không cần tính toán chính xác về giá trị nội tại của doanh nghiệp đường sắt này. Chỉ cần kết quả thu nhập là đủ để chứng minh rằng biên độ giá trị phía trên quyền của người giữ trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi quá nhỏ để đảm bảo an toàn. Tình huống trái ngược xảy ra với trái phiếu 5% của Owens-Illinois Glass. Trong ví dụ, cũng rất khó để xác định giá chính xác cho doanh nghiệp này; nhưng sẽ dễ dàng để quyết định rằng giá trị này trong bất kỳ trường hợp nào cũng vượt rất xa khoản nợ của doanh nghiệp.

Trong ví dụ Wright Aeronautical, tình huống trước đó đưa ra các dữ kiện chứng minh rằng doanh nghiệp có giá cao hơn 8 đô-la hay tổng cộng 1.800.000 đô-la rất nhiều. Năm sau đó, dữ kiện cũng mang tính kết luận tương tự rằng doanh nghiệp kia không có giá trị hợp lý ở mức giá 280 đô-la trên mỗi cổ phiếu hay tổng cộng 70.000.000 đô-la. Nhà phân tích chắc hẳn gặp nhiều khó khăn để quyết định liệu Wright Aeronautical có thực sự có giá 20 đô-la hay 40 đô-la mỗi cổ phiếu vào năm 1922 – hoặc thực sự có giá 50 đô-la hoặc 80 đô-la vào năm 1929. Nhưng may thay, không cần thiết phải xác định các mức giá trị nội tại này để kết luận rằng cổ phiếu kia hấp dẫn ở mức 8 đô-la và không hấp dẫn ở mức 280 đô-la.

Ví dụ J. I. Case minh họa tình huống cổ phiếu phổ thông điển hình hơn, trong đó nhà phân tích không thể rút ra kết luận đáng tin cậy về quan hệ giữa giá trị nội tại và thị giá được. Nhưng trong trường hợp này, vẫn có thể có câu trả lời cho câu hỏi *liệu giá đã đủ thấp hay cao*. Để diễn đạt tính bắt định của bức tranh, chúng ta có thể nói rằng rất khó để quyết định đầu

năm 1933, liệu giá trị nội tại của cổ phiếu Case gần 30 đô-la hay 130 đô-la. Nhưng nếu cổ phiếu đó được bán ở mức thấp 10 đô-la, nhà phân tích không nghi ngờ gì sẽ tuyên bố rằng cổ phiếu đó có giá trị cao hơn thị giá.

**Tính linh hoạt của khái niệm giá trị nội tại.** Thực tế này chỉ ra khái niệm giá trị nội tại linh hoạt thế nào khi được áp dụng vào phân tích chứng khoán. Khái niệm giá trị nội tại của chúng tôi có thể khác biệt nhiều hay ít, phụ thuộc vào trường hợp cụ thể. Mức độ khác biệt được biểu thị bởi “dãy giá trị ước chừng” giả thiết, sẽ mở rộng hơn khi tính không chắc chắn của bức tranh gia tăng, ví dụ 20-40 đô-la cho Wright Aeronautical trong năm 1922, so với 30-130 đô-la cho Case năm 1933. Nghĩa là thậm chí khái niệm giá trị nội tại rất khó chính xác, cũng vẫn có thể giải thích cho kết luận liệu giá hiện tại có nằm trong mức định giá cao nhất và thấp nhất không.

**Khái niệm rõ ràng hơn trong các trường hợp đặc biệt.** Ví dụ về công ty Interborough Rapid Transit đã đưa ra kết luận chính xác hơn bất kỳ trường hợp nào khác. Thị giá của trái phiếu 5% này được định giá rất rõ ràng trong quan hệ với phiếu khoán 7%. Nếu chắc chắn rằng tài sản thế chấp bảo đảm phiếu khoán sẽ được lấy lại và phân bổ cho những người giữ phiếu khoán, thì quan hệ toán học  $1.736$  đô-la giá trị của phiếu khoán 7% so với  $1.000$  đô-la của trái phiếu 5%, rốt cuộc sẽ được xác định ở mức tỷ lệ này trên thị trường. Nhưng vì phức tạp chính trị luôn tồn tại trong bức tranh này, nên cách tính toán thông thường này không phải lúc nào cũng chắc chắn. Do đó, theo thực tế, sẽ không khả thi khi tuyên bố rằng phiếu khoán 7% thực sự có giá trị cao hơn 74% so với trái phiếu 5%. Tuy nhiên, chúng ta có thể tuyên bố cẩn trọng hơn rằng, phiếu khoán 7% có giá trị cao hơn nhiều so với trái phiếu 5%. Đây là kết luận rất hữu ích khi hai loại chứng khoán được bán với giá như nhau.

Chứng khoán Interborough là ví dụ về nhóm tình huống khá đặc biệt, trong đó phân tích có thể đưa ra các kết luận xác định về giá trị nội tại. Những tình huống này có thể liên quan đến thanh lý hoặc dẫn đến hoạt động kỹ thuật có tên gọi “mua bán chênh lệch giá” hoặc “phòng hộ”. Dù đã nói trong phần tóm tắt, các tình huống này chắc hẳn được nhà phân tích

yêu thích nhất, thực tế rằng chúng đặc biệt và không thường xuyên xuất hiện, khiến các tình huống này tương đối không quan trọng từ góc nhìn lý thuyết và thực hành đều tư rộng hơn.

### Các trở ngại chính cho thành công của một nhà phân tích.

a. *Dữ liệu không đủ hoặc không chính xác.* Nhà phân tích không thể lúc nào cũng đúng. Hơn nữa, kết luận có thể đúng theo logic nhưng lại sai trong thực tế. Các trở ngại chính cho thành công của nhà phân tích còn gia tăng gấp ba, đó là (1) dữ liệu không đủ hoặc không đúng, (2) tính không chắc chắn của tương lai, (3) hành vi phi lý trí của thị trường. Trở ngại đầu tiên dù nghiêm trọng lại ít quan trọng nhất. Tình trạng cố tình làm giả dữ liệu hiếm khi xảy ra; hầu hết hiện tượng diễn dịch sai đều xuất phát từ việc sử dụng các thủ thuật kế toán, nhiệm vụ của nhà phân tích có năng lực là phải khám phá ra chúng. Tình trạng cố tình che đậy thường xảy ra hơn so với vô tình phát biểu sai. Nhưng mức độ che đậy đã bị giảm xuống đáng kể bởi các quy định pháp luật, đầu tiên là của NYSE và sau đó là SEC, yêu cầu công bố đầy đủ thông tin và giải thích các phương pháp kế toán đầy đủ hơn. Trong trường hợp thông tin quan trọng bị từ chối cung cấp, kinh nghiệm của nhà phân tích sẽ hướng người này đến việc lưu ý và tính toán thực tế này, nếu thực sự anh ta không thể moi các dữ kiện bằng cách đặt câu hỏi và gây áp lực. Trong vài trường hợp, hành động che giấu sẽ không bị phát hiện ra và theo đó dẫn đến kết luận sai.

b. *Tính không chắc chắn của tương lai.* Yếu tố quan trọng hơn là các thay đổi của tương lai. Một kết luận được bảo đảm bởi các dữ kiện và viễn cảnh rõ ràng có thể trở nên vô nghĩa từ các diễn biến mới. Thực tế này đặt ra câu hỏi rằng chức năng của phân tích chứng khoán có thể dự báo những điều kiện thay đổi xa đến đâu. Chúng ta sẽ tạm không cân nhắc điểm này cho đến khi thảo luận về các yếu tố tham gia vào quá trình phân tích. Tuy nhiên, rõ ràng rằng các thay đổi tương lai phần lớn bất đoán, rằng phân tích chứng khoán phải diễn ra bình thường dựa trên giả định rằng kết quả trong quá khứ ít nhất có thể đem đến một định hướng tương đối cho tương lai. Giả định này càng đáng ngờ thì phân tích càng ít giá trị. Do đó, kỹ thuật này hữu dụng hơn khi

ứng dụng vào các chứng khoán uy tín cao (cái được bảo vệ trước thay đổi) hơn so với cổ phiếu phổ thông; hữu dụng hơn khi áp dụng cho doanh nghiệp sở hữu các đặc tính tự tại ổn định so với doanh nghiệp chịu nhiều thay đổi; và cuối cùng, hữu dụng hơn khi thực hiện trong các điều kiện chung tương đối bình thường so với các thời đoạn bất định và biến đổi to lớn.

c. *Hành vi phi lý của thị trường*. Trở ngại thứ ba của phân tích chứng khoán tồn tại trong chính bản thân thị trường. Từ một góc nhìn, thị trường và tương lai mang đến cùng loại khó khăn. Cả hai đều không thể được dự đoán và kiểm soát bởi nhà phân tích, nhưng thành công của anh ta lại phụ thuộc phần lớn vào hai yếu tố trên. Các hoạt động chính của nhà phân tích đầu tư có thể cho là rất ít hoặc không liên quan đến giá cả thị trường. Nhiệm vụ tiêu biểu của anh ta là chọn ra các trái phiếu xếp hạng cao có thu nhập cố định và sau khi thẩm định, đánh giá rằng nó an toàn về mặt lãi suất và tiền gốc. Người mua không cần chú ý gì đến các dao động thị trường sau đó, mà chỉ quan tâm đến câu hỏi liệu chứng khoán kia có tiếp tục là khoản đầu tư lành mạnh hay không. Theo ý kiến của chúng tôi, quan điểm truyền thống về thái độ của nhà đầu tư này không chính xác và có phần đạo đức giả. Những người sở hữu chứng khoán, dù tính cách thế nào đi nữa, cũng quan tâm đến giá thị trường. Thực tế này được nhận thấy trong việc nhà đầu tư luôn nhấn mạnh về tính khả bán. Nếu tính khả bán quan trọng, sẽ vẫn cần thiết để bán ở mức giá thỏa đáng. Trong khi, vì những lý do hiển nhiên, nhà đầu tư trái phiếu xếp hạng cao ít lo lắng về các dao động thị trường hơn nhà đầu cơ, họ vẫn chịu những ảnh hưởng tâm lý, có thể liên quan đến tài chính. Do vậy, thậm chí ngay cả trong lĩnh vực này, nhà phân tích phải cân nhắc các ảnh hưởng có thể chi phối giá theo hướng bất lợi, cũng như ảnh hưởng lên sự an toàn của chứng khoán.

Trong các hoạt động liên quan đến việc phát hiện ra các chứng khoán bị định giá thấp và cao, nhà phân tích quan tâm trực tiếp hơn đến giá thị trường. Ở đây, kết luận từ đánh giá của người này phần lớn dựa vào các hành động thị trường. Công việc phân tích dựa trên hai giả định: Đầu tiên, giá thị trường thường không đúng với giá trị thực; thứ hai, xu hướng tự tại

cho rằng sai biệt này sẽ tự điều chỉnh. Rất khó để nghi ngờ tính đúng đắn trong phát biểu đầu tiên, thậm chí dù Phố Wall thường liến thoảng nhắc đến “đánh giá không thể sai lầm của thị trường” và quả quyết rằng “một cổ phiếu chỉ có giá trị bằng giá bán – không nhiều hơn hay ít hơn”.

**Rủi ro điều chỉnh thị giá chậm chạp.** Giả định thứ hai cũng đúng trong lý thuyết, nhưng trong thực tế nó hầu như không thỏa đáng. Định giá thấp xuất phát từ việc bỏ qua hay thành kiến với chứng khoán, có thể tồn tại trong khoảng thời gian dài đến khó chịu. Thực tế này cũng đúng với các mức giá bị thổi phồng do thái độ nhiệt tình thái quá hay các xúc tác nhân tạo. Mỗi nguy hiểm đặc biệt với nhà phân tích là, vì những trì hoãn đó, các yếu tố quyết định mới có thể làm thay đổi kết quả trước khi thị giá tự điều chỉnh để đạt đến giá trị mà người này đã tìm ra. Nói cách khác, đến thời điểm mà thị giá rốt cuộc cũng phản ánh giá trị, giá trị này có thể đã thay đổi đáng kể, các dữ kiện cũng như lý lẽ mà người này dựa vào để ra quyết định có thể chẳng còn phù hợp nữa.

Nhà phân tích phải tìm cách tốt nhất để bảo vệ bản thân trước rủi ro này: Một mặt, tìm ra những tình huống tốt hơn là không thay đổi; mặt khác, ưu tiên các chứng khoán mà công chúng có đủ quan tâm để phản ứng tương đối nhanh với các yếu tố giá trị mà nhà phân tích đã nhận ra trước; đồng thời, tiết chế các hoạt động của bản thân ở những tình huống tài chính tổng quát – tập trung nhiều hơn cho việc phát hiện ra các chứng khoán bị định giá thấp khi điều kiện kinh doanh và thị trường tương đối tốt, tiếp tục cẩn trọng cao trong những khoảng thời gian bất định và căng thẳng bất thường.

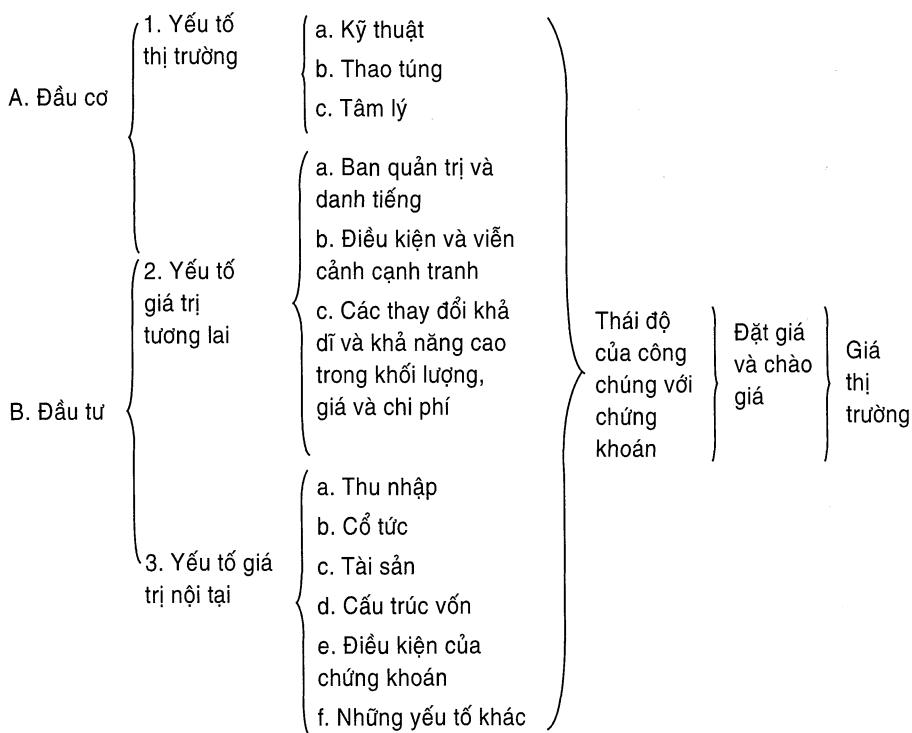
**Quan hệ từ giá trị nội tại đến thị giá.** Câu hỏi tổng quát về quan hệ giữa giá trị nội tại với thị giá có thể được làm rõ hơn bằng đồ thị dưới đây, đồ thị theo dõi tiến trình đạt đỉnh của thị trường. Quan sát đồ thị, rõ ràng các yếu tố phân tích lên trên thị giá đều ảnh hưởng cục bộ và gián tiếp. Cục bộ vì nó thường cạnh tranh với các yếu tố thuần túy đầu cơ – thứ ảnh hưởng lên giá theo hướng ngược lại; gián tiếp vì nó hành động thông qua chất trung gian cảm xúc và quyết định con người. Nói cách khác, thị trường không phải là chiếc cân máy mà giá trị của từng chứng khoán được

ghi nhận bằng cơ chế chính xác và khách quan theo đúng các đặc tính cụ thể của nó. Thay vào đó, chúng ta nên gọi thị trường là chiếc máy bỏ phiếu, nơi vô vàn các cá nhân đăng ký lựa chọn vừa là sản phẩm của lý trí, vừa là sản phẩm của cảm xúc cá nhân.

### QUAN HỆ CỦA YẾU TỐ GIÁ TRỊ NỘI TẠI VỚI THỊ GIÁ

I. Yếu tố thị trường chung

II. Yếu tố đơn lẻ



### PHÂN TÍCH VÀ ĐẦU CƠ

Có thể mọi người nghĩ rằng, phân tích hợp lý nên cho ra các kết quả thành công trong mọi tình huống, bao gồm các tình huống đầu cơ chịu ảnh hưởng của tính bất ổn và rủi ro lớn. Nếu việc chọn chứng khoán có tính đầu cơ dựa trên nghiên cứu chuyên môn về vị thế của doanh nghiệp, liệu cách tiếp cận này có mang lại cho người mua lợi thế hay không? Các

sự kiện tương lai mang tính bất định, liệu các diễn biến thuận lợi và không thuận lợi có thể được cân nhắc để ít nhiều tự loại trừ lẫn nhau, để lợi thế ban đầu có được từ phân tích hợp lý sẽ chuyển hóa thành lợi nhuận trung bình cuối cùng không? Đây là một lập luận hợp lý nhưng dối trá; chấp thuận nó quá dễ dàng sẽ khiến nhiều nhà phân tích lạc lối. Do đó, cần thiết phải trình bày chi tiết vài lập luận chính xác nhằm phản bác lại việc phụ thuộc vào phân tích trong các tình huống đầu cơ.

Ngay từ đầu, cơ chế đầu cơ đã tạo ra nhiều bất lợi cho nhà đầu cơ, khiến nghiên cứu phân tích không còn nhiều lợi ích. Những bất lợi này bao gồm việc chi trả hoa hồng và lãi suất mà người ta gọi là “ngã rẽ của thị trường” (nghĩa là phân tách giá đặt mua và giá hỏi mua), quan trọng hơn hết là xu hướng tự tại thua lỗ trung bình luôn vượt qua lợi nhuận trung bình, trừ khi nhà đầu cơ sử dụng kỹ thuật nào đó đi ngược lại cách tiếp cận phân tích.

Lập luận phản bác thứ hai là các yếu tố phân tích cơ sở trong tình huống đầu cơ phụ thuộc vào quá trình hiệu chỉnh nhanh chóng và đột ngột của thị trường. Theo đó, rủi ro giá trị nội tại có thể thay đổi trước khi thị giá phản ánh giá trị đó, nghiêm trọng trong các tình huống đầu cơ hơn là đầu tư. Khó khăn thứ ba xuất phát từ các tình huống với những ẩn số không nhất thiết tồn tại trong phân tích chứng khoán. Theo lý thuyết, các ẩn số sẽ có xác suất thuận lợi và không thuận lợi bằng nhau, theo đó chúng trung hòa nhau trong dài hạn. Ví dụ, có vẻ dễ dàng xác định một doanh nghiệp đang bán ở mức giá thấp hơn nhiều so với doanh nghiệp khác cùng ngành bằng cách phân tích so sánh thu nhập, dù rằng cả hai đều có viễn cảnh tương lai giống nhau. Nhưng có thể mức giá thấp đầy hấp dẫn kia có nguyên do xuất phát từ các yếu tố nào đó không thuận lợi, dù chưa được công bố, song những người thân quen với doanh nghiệp lại biết. Tình huống ngược lại với chứng khoán được bán cao hơn mức giá trị tương đối của nó. Trong các tình huống đầu cơ, những người “bên trong” thường có lợi thế này, làm vô hiệu hóa tiên lượng rằng những thay đổi tốt và xấu trong bức tranh sẽ trung hòa nhau, khiến xác suất trở nên bất lợi với nhà phân tích thiếu dữ kiện.

**Giá trị của phân tích giảm dần khi yếu tố may rủi tăng.** Lập luận phản bác thứ ba dựa trên cơ sở trừu tượng hơn, nhưng tầm quan trọng thực tế rất to lớn. Thậm chí nếu chúng ta cho rằng phân tích có thể giúp nhà đầu cơ có lợi thế toán học, nó cũng không bảo đảm người này sẽ có lợi nhuận. Thương vụ mạo hiểm của người này sẽ vẫn mang tính rủi ro; trong bất kỳ trường hợp nào vẫn có thể xảy ra thua lỗ; và sau khi thương vụ được chốt, sẽ rất khó xác định liệu các đóng góp của nhà phân tích có lợi hay có hại. Do đó, vị trí của nhà phân tích trong tình huống đầu cơ sẽ không rõ ràng và thiếu giá trị nghề nghiệp. Nhà phân tích và thần may mắn (Dame Fortune) giống như đang đánh đòn trên chiếc đàn dương cầm đầu cơ, nũ thần bất định sẽ toàn quyền quyết định luật chơi thế nào.

Bằng cách sử dụng kỹ thuật so sánh khác ít tính hứa hẹn, chúng ta có thể chứng minh thuyết phục hơn tại sao phân tích phù hợp với các tình huống đầu tư hơn đầu cơ. (Câu hỏi chi tiết này sẽ được nhắc tới trong chương sau, chúng tôi giả định xuyên suốt chương này rằng đầu tư hàm chứa kỳ vọng an toàn và đầu cơ hàm chứa rủi ro được công nhận.) Trong bài toán Monte Carlo, xác suất xuất hiện số lẻ là 18/19 cho người cầm vòng quay roulette, trung bình người này sẽ thắng 1 đô-la cho mỗi 37 lần người chơi đặt cược. Thực tế này cho thấy xác suất không ủng hộ nhà đầu tư hoặc đầu cơ chưa được đào tạo. Thông qua một phân tích tương đương, hãy giả định rằng người chơi roulette có khả năng đảo ngược xác suất này trong vài lần đặt cược giới hạn, để giờ đây tỷ lệ là 19/18. Nếu người này phân bổ các lần đặt cược của mình đều cho tất cả các con số, sau đó con số nào xuất hiện thì người này cũng chắc chắn thắng khoản tiền vừa phải. Hoạt động này giống với chương trình đầu tư dựa trên phân tích hợp lý và thực hiện dưới những điều kiện chung thuận lợi.

Nhưng nếu người chơi đặt cược tất cả số tiền của mình vào một con số, xác suất nhỏ ủng hộ người này sẽ chẳng còn quan trọng trong câu hỏi tương quan: Liệu yếu tố may rủi có cho ra con số người này chọn hay không. “Phân tích” của người này cho phép anh ta thắng nhiều hơn một chút nếu may mắn; trắng tay nếu thần may mắn không đứng về phía anh ta. Ví dụ này hơi nói quá chút, mô tả vị thế của nhà phân tích khi đối mặt

với các giao dịch mang bản chất đầu cơ. Lợi thế toán học bảo đảm kết quả tốt trong đầu tư có thể hoàn toàn không hiệu quả khi may mắn giữ phần lớn quyền ảnh hưởng.

Do đó, nên cẩn trọng hơn khi cân nhắc phân tích như cách bổ sung hoặc bổ trợ hơn là định hướng trong đầu cơ. Chỉ khi may rủi đóng vai trò thứ yếu, thì nhà phân tích mới có tiếng nói quyền lực và chấp nhận trách nhiệm cho kết luận đánh giá của bản thân.

### **3. Chức năng phản biện**

Các nguyên tắc đầu tư tài chính và phương pháp tài chính doanh nghiệp đều thuộc lãnh thổ của phân tích chứng khoán. Đánh giá phân tích được đưa ra bằng cách áp dụng các tiêu chuẩn vào dữ kiện. Do vậy, nhà phân tích quan tâm đến tính hợp lý và thực tế của các tiêu chuẩn lựa chọn. Người này cũng cần kiểm tra xem liệu các chứng khoán, đặc biệt là trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi, có được phát hành với các điều khoản an toàn hay không. Quan trọng hơn, liệu các phương pháp phù hợp trong thực thi giao kèo này có phải là một phần của thực hành tài chính.

Nhà phân tích sẽ rất mừng khi các dữ kiện được trình bày minh bạch, điều này đồng nghĩa nhà phân tích phải có khả năng nghiên cứu các phương pháp kế toán. Cuối cùng, anh ta phải quan tâm tất cả chính sách doanh nghiệp ảnh hưởng đến người sở hữu chứng khoán, vì giá trị chứng khoán người này phân tích có thể phụ thuộc chính vào hành động của ban quản trị. Ở đây bao gồm các câu hỏi về bối cảnh vốn hóa thị trường, chính sách cổ tức và mở rộng, thu nhập của ban quản trị, thậm chí việc tiếp tục hay thanh lý một hoạt động kinh doanh không sinh lợi.

Trong những vấn đề có tầm quan trọng khác nhau này, phân tích chứng khoán có thể trình bày những đánh giá phê bình liên quan đến các phương pháp tránh mắc lầm, cách điều chỉnh hành động sai, cách bảo vệ an toàn tốt hơn cho những người sở hữu trái phiếu hoặc cổ phiếu.

## *Chương 2*

# **CÁC YẾU TỐ CĂN BẢN TRONG VẤN ĐỀ CỦA PHÂN TÍCH – ĐỊNH LƯỢNG VÀ ĐỊNH TÍNH**

---

T<sup>r</sup>ong chương trước, chúng ta nhắc đến vài khái niệm và nguyên liệu của phân tích từ góc nhìn mà nhà phân tích kỳ vọng sẽ đạt được. Giờ hãy tưởng tượng nhà phân tích đang làm việc và đặt câu hỏi: Đâu là những cân nhắc tổng quát điều chỉnh cách tiếp cận của mình cho vấn đề cụ thể, thái độ chung ra sao với nhiều loại thông tin phải xử lý.

### **4 YẾU TỐ CĂN BẢN**

Mục tiêu của phân tích chứng khoán là trả lời, hoặc hỗ trợ việc trả lời các câu hỏi thực tế nhất định. Những câu hỏi thông thường nhất là: Nên mua chứng khoán nào với mục đích cụ thể? Liệu có nên mua, bán hay giữ chứng khoán S hay không?

Trong tất cả câu hỏi như vậy, có 4 yếu tố chính xuất hiện, được phát biểu rõ ràng hoặc ẩn trong câu hỏi. Chúng là:

1. Chứng khoán
2. Giá

### 3. Thời điểm

#### 4. Con người

Khi phát biểu đầy đủ, câu hỏi điển hình thứ hai sẽ trở thành: Liệu người I có nên mua (bán, hoặc giữ) chứng khoán S ở mức giá P vào thời gian T hay không? Việc thảo luận về tầm quan trọng tương đối của 4 yếu tố này rất cần thiết và sẽ thuận tiện hơn khi cân nhắc chúng theo thứ tự ngược lại.

**Con người.** Yếu tố con người tham gia ít nhiều vào mỗi giao dịch mua chứng khoán. Khía cạnh quan trọng nhất thường là vị thế tài chính của người mua. Một khoản đầu cơ hấp dẫn với doanh nhân, có thể không hấp dẫn người ủy thác hay quả phụ với thu nhập hạn chế. Trái phiếu Liberty 3,5% có lẽ không dành cho những người chẳng được hưởng lợi từ việc được hoàn toàn miễn thuế, khi người này có thể mua được chứng khoán chính phủ bị đánh thuế một phần với lợi tức cao hơn nhiều.<sup>1</sup>

Những đặc tính cá nhân khác đôi khi có thể ảnh hưởng lên lựa chọn mua chứng khoán của mỗi người, đó là các trình độ học vấn và năng lực tài chính, tính khí và sở thích. Chúng quan trọng, song thường không phải là các yếu tố quyết định trong phân tích. Hầu hết kết luận rút ra từ phân tích có thể được phát biểu bằng các câu chữ khách quan, áp dụng chung cho nhà đầu tư cũng như nhà đầu cơ.

**Thời điểm.** Thời điểm chứng khoán được phân tích có thể ảnh hưởng lên kết luận theo nhiều cách khác nhau. Doanh nghiệp có thể tốt, hoặc triển vọng tốt hơn vào thời điểm này so với thời điểm khác, những tình huống thay đổi này tạo ra các ảnh hưởng khác nhau lên cái nhìn của nhà phân tích chứng khoán. Hơn nữa, chứng khoán được lựa chọn bằng cách áp dụng các tiêu chuẩn chất lượng và lợi tức. Cả hai tiêu chuẩn này, đặc biệt là lợi tức sẽ biến đổi theo các điều kiện tài chính. Trái phiếu đường sắt xếp hạng cao nhất có lợi tức 5% đường như hấp dẫn vào tháng 6 năm 1931 vì lợi nhuận trung bình là 4,32%. Nhưng trái phiếu đó 6 tháng sau sẽ trở nên không hấp

---

1. Trong năm 1927, lợi tức của những trái phiếu  $3\frac{1}{2}\%$  này là 3,39 đô-la, trong khi trái phiếu Liberty  $4\frac{1}{4}\%$ , đáo hạn cùng thời điểm, có lợi tức 4,08%.

dẫn lầm, vì giá trái phiếu sụt giảm mạnh và lợi tức của nhóm này đã tăng lên 5,86%. Cuối cùng, hầu như tất cả chứng khoán bị ảnh hưởng ở mức độ nào đó bởi cái nhìn hiện tại về viễn cảnh tài chính và kinh doanh. Trong các giao dịch đầu cơ, các cân nhắc này đóng vai trò chủ đạo; trong khi cách đầu tư bảo thủ thường không quan tâm đến những yếu tố này.

Phân tích chứng khoán như một hoạt động nghiên cứu, nhất thiết phải quan tâm càng nhiều càng tốt đến các nguyên tắc và phương pháp đúng trong mọi thời điểm, hoặc ít nhất trong các điều kiện thông thường. Tuy nhiên, phải nhớ rằng các hoạt động ứng dụng thực tế phân tích được thực hiện trên bức tranh tó điểm bởi các thay đổi qua thời gian.

**Giá.** Giá là phần không thể tách rời của bất kỳ đánh giá chứng khoán hoàn chỉnh nào. Trong việc lựa chọn trái phiếu đầu tư hạng nhất, giá thường là yếu tố phụ, không phải vì chúng không quan trọng, mà bởi trong thực tế, giá của trái phiếu này hiếm khi cao bất hợp lý. Do đó, hầu như trọng tâm chính đặt vào câu hỏi liệu chứng khoán có đủ an toàn hay không. Nhưng trong tình huống đặc biệt, ví dụ như mua trái phiếu xếp hạng cao có khả năng chuyển đổi, giá có thể là yếu tố quan trọng tương đương với độ an toàn. Thực tế này được minh họa bởi trường hợp trái phiếu chuyển đổi 4,5% của American Telephone and Telegraph Company đáo hạn năm 1939, được bán trên mức giá 200 vào năm 1929. Tiền gốc (mệnh giá) và lãi suất chắc chắn an toàn không ngăn được thực tế rằng, chứng khoán kia là giao dịch cực kỳ rủi ro ở mức giá 200. Thực tế sau đó, chứng khoán này đã mất hơn phân nửa giá trị thị trường.<sup>1</sup>

Với cổ phiếu phổ thông, chúng ta càng phải quan tâm tới giá, vì rủi ro trả sai giá gần như cao bằng rủi ro mua sai chứng khoán. Phần sau chúng

1. Dao động giá thường niên của trái phiếu chuyển đổi 4½% của American Telephone & Telegraph Company đáo hạn năm 1939 như dưới đây:

Năm	Cao	Thấp
1929	227	118
1930	193%	116
1931	135	95

tôi sẽ chỉ ra rằng lý thuyết đầu tư thời kỳ mới đã bỏ qua yếu tố giá và mang đến những hậu quả tai hại nhất có thể.

**Chứng khoán: Đặc tính của doanh nghiệp và các điều kiện cam kết.** Vai trò của chứng khoán và giá cả trong quyết định đầu tư có thể trở nên rõ ràng hơn, nếu chúng ta phát biểu lại vấn đề dưới dạng khác. Thay vì hỏi, (1) Mua chứng khoán nào? (2) Và ở mức giá nào? Hãy hỏi, (1) Mua doanh nghiệp nào? (2) Và ở điều kiện cam kết để nghị nào? Cách hỏi này giúp chúng ta phân biệt toàn diện và cân bằng hơn giữa hai yếu tố trong phân tích. Khi nói tới điều kiện của khoản đầu tư hay đầu cơ, chúng tôi không chỉ nhắc đến giá, mà còn gồm điều khoản của chứng khoán và tình trạng, hồ sơ của chứng khoán đó vào một thời điểm.

**Ví dụ về cam kết dựa trên các điều kiện không hấp dẫn.** Khoản đầu tư vào loại hình doanh nghiệp lành mạnh nhất có thể được thực hiện dựa trên các điều kiện không lành mạnh và bất lợi. Trước năm 1929, giá trị của bất động sản nội đô có xu hướng tăng trưởng đều đặn trong khoảng thời gian dài; do đó, nó được nhiều nhà đầu tư xem như hình thức đầu tư “an toàn nhất”. Nhưng việc mua cổ phiếu ưu đãi trong doanh nghiệp phát triển bất động sản ở New York năm 1929 có thể đi kèm những điều kiện đầu tư bất lợi hoàn hảo, xua đuổi tất cả yếu tố lành mạnh từ doanh nghiệp kia. Đề nghị chào bán chứng khoán được tóm tắt như dưới đây:<sup>1</sup>

1. *Điều khoản của chứng khoán.* Một cổ phiếu ưu đãi, được xếp hạng ưu tiên thấp với khoản thế chấp quan trọng ưu tiên, không có các quyền nhận chi trả cổ tức hay tiền gốc. Nó được xếp hạng trên cổ phiếu phổ thông không cần đầu tư tiền mặt, do đó cổ đồng cổ

---

1. Phương pháp tài chính được những doanh nghiệp sở hữu khác nhau sử dụng, cơ cấu và tài trợ bởi công ty Fred F. French và các doanh nghiệp con của nó, ngoại trừ các đơn vị sau này của Tudor City tài trợ vốn bằng các phiếu khoán trả lãi, có thể chuyển đổi ngang hàng thành cổ phiếu ưu đãi theo quyền chọn của doanh nghiệp, được thay thế bằng cổ phiếu ưu đãi trong kế hoạch tài chính. Hãy tham khảo *The French Plan* (tạm dịch: Kế hoạch của French) (phiên bản 10, tháng 12 năm 1928) được công ty Fred F. French Investing xuất bản và phân phối. Hãy cũng tham khảo *Moody's Manual* (tạm dịch: Cẩm nang của Moody); “Ngân hàng và tài chính”, năm 1933, tr. 1703-1707.

phiếu phổ thông không có gì để mất và có thể thu lợi lớn, trong khi cổ động cổ phiếu ưu đãi có thể mất mọi thứ và chỉ nhận được khoản lợi nhuận khả dĩ nhỏ.

2. *Tình trạng chứng khoán.* Chứng khoán đi kèm với cam kết trong một tòa nhà mới ở mức chi phí cực kỳ cao, mà không có hoặc có rất ít vốn dự trữ trong trường hợp xảy ra vấn đề.
3. *Giá chứng khoán.* Ở mệnh giá, cổ tức là 6%, thấp hơn rất nhiều so với lợi tức đạt được từ các thế chấp bất động sản thứ hai, cái có nhiều lợi thế hơn cổ phiếu ưu đãi này.<sup>1</sup>

**Ví dụ về cam kết dựa trên các điều kiện hấp dẫn.** Chúng tôi chỉ mới xem xét tình hình tài chính của các doanh nghiệp điện và chiếu sáng trong những năm gần đây, mà đã tìm ra vô vàn ví dụ về các chứng khoán không lành mạnh trong ngành công nghiệp căn bản là hấp dẫn. Theo cách ngược lại, chúng tôi trình bày tình huống trái phiếu ưu tiên 5% của Brooklyn Union Elevated Railroad đáo hạn vào năm 1950, bán ở mức giá 60 vào năm 1932 cho lợi tức 9,85% đến khi đáo hạn. Chúng là các chứng khoán nghĩa vụ nợ của Brooklyn-Manhattan Transit System. Ngành công nghiệp xe điện hay tàu điện từ lâu đã bị xem là không có triển vọng, vì chịu cạnh tranh của xe ô tô, vì các khó khăn từ quy định và tiền vé. Do đó, chứng khoán này đại diện loại hình doanh nghiệp không hấp dẫn. Nhưng điều khoản của khoản đầu tư dưới đây có thể là cam kết thỏa đáng như sau:

1. *Điều khoản của chứng khoán:* Theo hợp đồng giữa doanh nghiệp vận hành và thành phố New York, chứng khoán này được ưu tiên trả lãi đầu tiên từ khoản thu nhập cộng lại giữa hệ thống tàu điện ngầm và tàu điện trên cao, do cả doanh nghiệp lẫn thành phố sở

1. Doanh nghiệp bất động sản từ ví dụ này để nghị một khoản thường cổ phiếu phổ thông với cổ phiếu ưu đãi. Cổ phiếu phổ thông không có giá trị ngay lập tức, nhưng nó có giá trị tiềm tàng, *đuối những điều kiện thuận lợi*, có thể khiến việc mua cổ phiếu này sinh lãi. Tuy nhiên, từ góc nhìn đầu tư, cổ phiếu ưu đãi của doanh nghiệp này bị phản đối như chúng tôi đã liệt kê chi tiết. Không cần phải nói, người mua những chứng khoán này hầu như trong mọi tình huống sẽ không có lợi.

hữu, đại diện cho khoản đầu tư lớn hơn quy mô chứng khoán này.

2. *Tình trạng chứng khoán:* Bên cạnh điều khoản bảo đảm an toàn hiếm có như vừa mô tả, trái phiếu là nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp với sức mạnh thu nhập ổn định và đầy đủ.
3. *Giá chứng khoán:* Chứng khoán có thể mang lại lợi tức cao hơn cả trái phiếu doanh nghiệp Brooklyn-Manhattan Transit Corporation 6% đáo hạn vào năm 1968 có vị thế thấp. (Ở mức giá thấp 68 phát hành sau đó vào năm 1932, trái phiếu này có lợi tức 9% so với 9,58% của Brooklyn Union Elevated 5%).<sup>1)</sup>

**Sự quan trọng tương đối của điều kiện cam kết và đặc tính của doanh nghiệp:** Sự phân biệt của chúng tôi giữa đặc tính doanh nghiệp và điều khoản cam kết gợi ra câu hỏi rằng: Yếu tố nào quan trọng hơn? Sẽ tốt hơn khi đầu tư vào một doanh nghiệp hấp dẫn hay vào những điều khoản hấp dẫn? Đa số không lưỡng lự ưu tiên cho lựa chọn đầu tiên, cách làm này đúng về mặt bản năng hơn là logic. Trong dài hạn, kinh nghiệm sẽ cho thấy nhà đầu tư mất ít tiền hơn khi trả quá nhiều cho các chứng khoán được đánh giá cao, hơn là cố gắng có được khoản thu nhập hay lợi nhuận lớn từ cam kết của những doanh nghiệp được đánh giá thấp.

Tuy nhiên, từ góc nhìn phân tích, kết quả mang tính kinh nghiệm này không trả lời thỏa đáng cho câu hỏi. Nó chỉ đơn thuần minh họa cho một nguyên tắc áp dụng được cho tất cả mọi hoạt động mua bán, đó là những người mua thiếu kinh nghiệm đạt được kết quả tốt nhất khi mua các sản phẩm có danh tiếng tốt nhất, thậm chí dù người này trả cái giá khá cao. Nhưng đây không phải là nguyên tắc định hướng người mua chuyên nghiệp, vì người này được kỳ vọng phải đánh giá chất lượng chứng khoán qua quá trình thẩm tra chứ không phải chỉ bằng danh tiếng, có những thời

1). Cho tới năm 1936, giá của trái phiếu Brooklyn Union Elevated 5% đã tăng đến mức 115%. Sau năm 1937, thu nhập của B.M.T sụt giảm, giá chứng khoán này giảm xuống còn 50. Tuy nhiên, nếu mua chứng khoán hệ thống của thành phố New York vào năm 1940, vị thế mạnh của chứng khoán này được nhìn nhận sau đó, giá của nó hồi phục lại ở mức 92.

điểm, người này có thể hy sinh mức độ nhất định chất lượng nếu chứng khoán mua được đáp ứng đủ mục đích và có mức giá hấp dẫn. Khác biệt này áp dụng cho việc mua chứng khoán cũng như quần áo hay đồng hồ. Nó dẫn đến hai nguyên tắc có đặc tính khá đối lập, cái này phù hợp với nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm, cái kia chỉ hữu dụng cho nhà phân tích.

1. Nguyên tắc cho người mua chứng khoán thiếu kinh nghiệm:  
*Không đặt tiền vào doanh nghiệp bị đánh giá thấp dưới bất kỳ điều kiện nào.*
2. Nguyên tắc cho nhà phân tích chứng khoán: *Hầu như mọi chứng khoán đều có thể rẻ trong phạm vi giá nhất định và đắt đỏ trong một phạm vi khác.*

Chúng ta đã phê bình việc chỉ đặt trọng tâm vào lựa chọn doanh nghiệp, bằng lập luận nó thường dẫn đến tình trạng trả giá quá cao cho một chứng khoán tốt. Lập luận phản bác thứ hai là tự thân doanh nghiệp có thể là lựa chọn không khôn ngoan. Yêu thích doanh nghiệp lớn được quản lý tốt, có kết quả tốt, được kỳ vọng tăng trưởng thu nhập trong tương lai là hành động tự nhiên và phù hợp. Nhưng những kỳ vọng này tưởng như rất có căn cứ, thường không trở thành hiện thực. Nhiều doanh nghiệp dẫn đầu trong quá khứ ngày nay đã suy yếu rất nhiều. Tương lai, nhiều khả năng cũng sẽ diễn ra tương tự. Ví dụ minh họa ấn tượng nhất chính là vị thế đầu tư trượt dốc không ngừng của các doanh nghiệp đường sắt trong vòng hai thập kỷ qua. Vị thế đầu tư của doanh nghiệp vừa mang tính dữ kiện thực tế, vừa mang tính quan điểm. Trong vài năm trở lại đây, các quan điểm đầu tư thay đổi rất nhiều và không đáng tin cậy. Năm 1929, doanh nghiệp Westinghouse Electric và Manufacturing được cho là có vị thế công nghiệp thuận lợi đặc biệt. Hai năm sau, cổ phiếu của doanh nghiệp này được bán thấp hơn giá trị tài sản lưu động ròng. Hiện tượng này dường như thể hiện nỗi hoài nghi rộng rãi về khả năng có được bất kỳ thu nhập nào trong tương lai của doanh nghiệp. Great Atlantic và Pacific Team, từng được xem là công ty thần kỳ vào 1929, rơi từ mức giá 494 trong năm đó xuống 36 vào năm 1938. Sau đó, cổ phiếu phổ thông của doanh nghiệp này

được bán với giá thấp hơn giá trị tài sản tiền mặt, trong khi cổ phiếu ưu đãi của doanh nghiệp được bảo đảm đầy đủ bởi những tài sản ngắn hạn khác.

Các cân nhắc này không đi ngược lại với nguyên tắc rằng, nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm nên giới hạn bản thân trong những doanh nghiệp được đánh giá tốt nhất. Tuy nhiên, họ nên nhận ra rằng bản thân phải làm vậy, vì những hướng đầu tư khác sẽ rủi ro hơn rất nhiều, chứ không phải vì các chứng khoán phổ biến nhất thì an toàn nhất. Nhà phân tích phải dành đầy đủ sự chú ý cho các đánh giá tình trạng thị trường và những doanh nghiệp được thị trường ưu ái, nhưng người này phải duy trì cái nhìn độc lập và phản biện. Anh ta không nên luống lự khi bỏ qua các chứng khoán được ưa chuộng và tán đồng với các chứng khoán không được ưa chuộng, nếu có đầy đủ lý do vững chắc và thuyết phục.

## **CÁC YẾU TỐ ĐỊNH LƯỢNG VÀ ĐỊNH TÍNH TRONG PHÂN TÍCH**

Phân tích chứng khoán liên quan đến việc phân tích doanh nghiệp. Nghiên cứu này có thể được thực hiện ở mức độ vô cùng chi tiết; do đó nhà phân tích phải đưa ra đánh giá thực tế để quyết định nên đi xa đến đâu. Quyết định đó sẽ có quan hệ thuận tự nhiên với các tình huống cụ thể. Một người mua trái phiếu 1.000 đô-la sẽ không thấy xứng đáng phải bỏ thời gian thực hiện phân tích toàn diện, như doanh nghiệp bảo hiểm lớn phân tích khi mua nhóm chứng khoán 500.000 đô-la. Phân tích của doanh nghiệp bảo hiểm kia vẫn có thể ít chi tiết hơn những chuyên gia ngân hàng. Từ góc nhìn khác, ít cần phân tích sâu khi chọn trái phiếu xếp hạng cao với lợi tức 3% hơn chứng khoán an toàn cao có lợi tức 6% hoặc món hời chắc chắn trong nhóm các cổ phiếu phổ thông.

**Kỹ thuật và mức độ của phân tích nên được giới hạn bởi đặc tính và mục đích của cam kết.** Nhà phân tích phải có khả năng đánh giá mức độ sử dụng các kỹ thuật. Trong việc chọn và xử lý những tài liệu phân tích, người này phải cân nhắc không chỉ tầm quan trọng và độ tin cậy vốn có, mà cả tính khả cận và thuận tiện của kỹ thuật. Anh ta không được để khối lượng lớn dữ liệu dẫn đến sai lầm, ví dụ, các báo cáo đường sắt của

Hội đồng Thương mại Liên Tiểu bang để nghiên cứu những thứ không cần thiết. Mặt khác, anh ta phải thường xuyên đặt bản thân vào tình trạng thiếu những thông tin quan trọng, vì anh ta chỉ có được an toàn khi cố gắng đến mức tối đa. Thực tế này thường đúng với vài yếu tố liên quan đến “phân tích kinh doanh” hoàn chỉnh, ví dụ với mức độ phụ thuộc của doanh nghiệp lên lợi thế từ bảo hộ bản quyền, lợi thế địa lý hay các điều kiện lao động thuận lợi có thể không kéo dài.

**Giá trị của dữ liệu thay đổi tùy theo loại hình doanh nghiệp.** Quan trọng nhất, nhà phân tích phải nhận ra rằng giá trị của loại dữ liệu cụ thể thay đổi rất nhiều, tùy theo loại hình doanh nghiệp đang được nghiên cứu. Số liệu thu nhập ròng hay thuần 5 năm của doanh nghiệp đường sắt hay chuỗi cửa hàng lớn, nếu không mang tính quyết định cũng có thể ít nhất là một căn cứ đủ hợp lý, để đo lường mức độ an toàn của các chứng khoán xếp hạng cao và tính hấp dẫn của cổ phiếu phổ thông của những doanh nghiệp này. Các số liệu tương tự từ một doanh nghiệp sản xuất dầu nhớt có thể mang tính đối lừa nhiều hơn hữu dụng, vì các con số này là kết quả của hai yếu tố, đó là mức giá nhận được và năng suất, cả hai đều tiềm ẩn nhiều khác biệt trong tương lai.

**Các yếu tố định lượng so với định tính trong phân tích.** Đôi khi, sẽ thuận tiện để phân loại các yếu tố xuất hiện trong phân tích dưới hai mục: định lượng và định tính. Yếu tố đầu tiên có thể được gọi là các số liệu thống kê về doanh nghiệp. Nó bao gồm tất cả hạng mục hữu ích trong báo cáo thu nhập và cân đối kế toán, cùng những dữ liệu bổ sung cụ thể khác liên quan đến hoạt động sản xuất và đơn giá hàng bán, chi phí, năng suất, đơn hàng chưa hoàn thành... Những hạng mục khác nhau này có thể được phân nhô thành các tiêu đề: (1) vốn hóa, (2) thu nhập và cổ tức, (3) tài sản có và tài sản nợ, (4) số liệu hoạt động.

Mặt khác, các yếu tố định tính liên quan đến những vấn đề như bản chất kinh doanh; vị trí tương đối của doanh nghiệp trong ngành; các đặc tính vật lý, địa lý và hoạt động; đặc điểm ban quản trị; và cuối cùng, viễn cảnh của doanh nghiệp, ngành và nền kinh tế nói chung. Các câu hỏi dạng

này thường không liên quan đến báo cáo doanh nghiệp. Nhà phân tích phải tìm đáp án ở các nguồn thông tin hỗn hợp với độ tin cậy khác biệt nhau rất nhiều, bao gồm ý kiến của các cá nhân.

Nói chung, các yếu tố định lượng được sử dụng trong phân tích hoàn chỉnh dễ dàng hơn yếu tố định tính. Yếu tố định lượng ít hơn, dễ thu thập hơn, phù hợp để cho ra các kết luận đáng tin cậy hơn. Hơn nữa, tự thân kết quả tài chính đã có đọng những yếu tố định tính, khiến nghiên cứu chi tiết về yếu tố định tính có thể không còn quan trọng với bức tranh tổng thể nữa. Các báo cáo phân tích chứng khoán điển hình được xây dựng, trong các tài liệu của doanh nghiệp môi giới hay báo cáo của doanh nghiệp thống kê, sẽ xử lý các yếu tố định tính theo cách thiển cận hay mang phong cách tóm tắt, và dành hầu hết diện tích cho các con số.

**Yếu tố định tính: Bản chất của kinh doanh và viễn cảnh tương lai.** Các yếu tố định tính được nhấn mạnh nhất là bản chất kinh doanh và đặc điểm ban quản trị. Những yếu tố này cực kỳ quan trọng, nhưng cũng rất khó để xử lý thông minh. Đầu tiên, hãy cân nhắc bản chất kinh doanh, bao gồm cái nhìn tổng quan về viễn cảnh tương lai của doanh nghiệp. Hầu hết mọi người hiểu “kinh doanh tốt” là gì và không phải là gì. Những cái nhìn này dựa một phần vào kết quả tài chính, phần khác vào kiến thức về ngành, phần còn lại vào các phỏng đoán hay thành kiến.

Trong hầu hết giai đoạn thịnh vượng chung giữa năm 1923 và 1929, có khá nhiều ngành quan trọng bị tụt hậu. Những ngành này bao gồm xi-gà, than, sản phẩm từ vải cotton, phân bón, da, gỗ, đóng gói thịt, giấy, hàng hải, đường xe điện, đường, sản phẩm len. Nguyên nhân cơ sở thường là do sự phát triển của các sản phẩm hay dịch vụ cạnh tranh (ví dụ than, sản phẩm vải cotton, tàu điện) hoặc dư thừa năng suất và các hoạt động thương mại phi đạo đức (ví dụ giấy, gỗ, đường). Trong giai đoạn đó, những ngành khác thịnh vượng hơn rất nhiều, bao gồm sản xuất, chuỗi cửa hàng, thuốc lá, phim ảnh, tiện ích công cộng. Nguyên nhân chính của kết quả kinh doanh vượt trội này là nhu cầu tăng trưởng đặc biệt (thuốc, phim ảnh) hoặc thiểu vắng hoạt động kiểm soát cạnh tranh (tiện ích công cộng, sản

xuất vỏ lon), hoặc năng lực giành chiến thắng kinh doanh từ ngành (chuỗi cửa hàng).

Hiện nhiên, mọi người nghĩ rằng các ngành có kết quả kém hơn trung bình rơi vào “tình thế bất lợi”, do đó nên né tránh. Quan điểm ngược lại được áp dụng cho các doanh nghiệp có kết quả vượt trội. Nhưng kết luận này có thể chứng minh là sai lầm. Các tình huống tốt hay xấu bất thường không tồn tại mãi mãi. Điều này không chỉ đúng cho doanh nghiệp mà cho cả ngành. Các áp lực hiệu chỉnh thường sẽ xuất hiện với xu hướng khôi phục lại lợi nhuận trong tình huống lợi nhuận biến mất, hoặc giảm lợi nhuận ở tình huống lợi nhuận trên vốn quá cao.

Các ngành đặc biệt thuận lợi vì nhu cầu phát triển có thể chịu ảnh hưởng xấu bởi tốc độ tăng trưởng nhanh hơn của nguồn cung. Thực tế này đúng với ngành vô tuyến, hàng không, tủ lạnh, giao thông xe buýt, dệt kim. Năm 1922, các cửa hàng bách hóa tổng hợp được đánh giá có triển vọng cao vì kết quả kinh doanh xuất sắc trong giai đoạn khủng hoảng 1920-1921; nhưng chúng không duy trì được lợi thế này vào những năm tiếp sau. Các doanh nghiệp tiện ích cũng không được ưa chuộng trong năm bùng nổ 1919 vì chi phí cao; chúng trở thành các lựa chọn đầu cơ và đầu tư thích vào giai đoạn 1927-1929; trong giai đoạn 1933-1938, nỗi sợ lạm phát, đạo luật điều chỉnh giá và cạnh tranh trực tiếp từ chính phủ một lần nữa làm xói mòn lòng tin của công chúng vào các doanh nghiệp này. Trong khi đó, vào năm 1933, ngành công nghiệp cotton sau đợt khủng hoảng dài đã vượt lên nhanh hơn hầu hết các ngành khác.

**Yếu tố ban quản trị.** Việc đánh giá cao tầm quan trọng trong chọn lựa “ngành tốt” phải được kiềm chế, vì nó chẳng dễ dàng như bề ngoài. Khó khăn tương tự cũng xảy ra khi nỗ lực chọn ra ban quản trị cực kỳ có năng lực. Cách kiểm tra khách quan rất ít khả năng và không phải là môn khoa học. Trong hầu hết trường hợp, nhà đầu tư phải dựa vào danh tiếng mà ban quản trị có thể không xứng đáng. Bằng chứng thuyết phục nhất chứng minh ban quản trị có năng lực là kết quả vượt trội trong một quãng thời gian. Nhưng cách nhìn này ngược lại với các dữ liệu định lượng.

Xu hướng đánh giá yếu tố quản trị hai lần tồn tại trong các tính toán của thị trường cổ phiếu. Giá cổ phiếu phản ánh thu nhập tốt mà ban quản trị đã tạo ra, cộng với khoản giá trị gia tăng quan trọng cho “quản trị tốt” được xem xét riêng. Hiện tượng này rõt cuộc “tính cùng một thứ đến hai lần”, được chứng minh là nguyên nhân thường xuyên dẫn đến việc định giá quá cao.

**Xu hướng thu nhập tương lai.** Trong những năm gần đây, thị trường ngày càng xem trọng xu hướng thu nhập. Kết quả tăng trưởng lợi nhuận là dấu hiệu thuận lợi. Tuy nhiên, lý thuyết tài chính đã đi xa hơn và tìm cách ước tính thu nhập tương lai bằng cách phóng chiếu xu hướng quá khứ đến tương lai, sau đó sử dụng xu hướng này làm căn cứ cho việc định giá doanh nghiệp. Vì quá trình này sử dụng các con số, nên mọi người tin tưởng sai lầm rằng hành động này “hợp lý về toán học”. Xu hướng quá khứ là thực tế, “xu hướng tương lai” chỉ là một giả định. Các yếu tố sẽ hiệu chỉnh tình trạng thịnh vượng hay khủng hoảng bất thường mà chúng ta đã nhắc đến trước đó, đều đối lập với xu hướng đi lên hay đi xuống tiếp diễn không giới hạn. Cho đến lúc xu hướng trở nên rõ ràng, các điều kiện sẽ chín muồi chuẩn bị cho sự thay đổi.

Chúng tôi cũng phản đối quan niệm rằng kỳ vọng duy trì xu hướng quá khứ cũng hợp lý như kỳ vọng lặp lại mức thu nhập trung bình. Thực tế này nhiều khả năng đúng, nhưng không có nghĩa là xu hướng sẽ hữu dụng cho phân tích hơn các số liệu quá khứ đơn lẻ hay trung bình. Vì phân tích chứng khoán không giả định rằng con số trung bình quá khứ sẽ lặp lại, mà nó chỉ là chỉ số gần đúng với kỳ vọng tương lai. Tuy nhiên, xu hướng không thể được sử dụng như chỉ số gần đúng; nó trình bày một dự đoán kết quả tốt hay tệ hơn rõ ràng, nó phải đúng hoặc sai.

Sự khác biệt này ảnh hưởng lớn đến thái độ của nhà phân tích, có thể được làm rõ bằng các ví dụ. Hãy giả sử năm 1929, một trái phiếu đường sắt có thu nhập cao hơn lãi suất 3 lần trong giai đoạn 7 năm trước. Nhà phân tích chủ yếu quan tâm đến điểm này như chỉ báo rằng trái phiếu đó lành mạnh. Đây là đánh giá dựa trên dữ liệu và tiêu chuẩn định lượng. Nhưng

nó không bao hàm dự đoán rằng thu nhập trong 7 năm tới sẽ có mức trung bình cao hơn 3 lần so với lãi suất; nó chỉ cho thấy rằng thu nhập không nhiều khả năng rơi quá thấp xuống dưới 3 lần lãi suất làm trái phiếu kia trở nên rủi ro. Trong hầu hết mọi tình huống thực, kết luận kia chắc hẳn đúng, bất chấp sự sụp đổ kinh tế có thể xảy ra.

Giờ hãy cân nhắc một đánh giá tương tự dựa chính trên xu hướng. Năm 1929, hầu như toàn bộ hệ thống tiện ích công cộng thể hiện tăng trưởng liên tục về thu nhập, nhưng nhiều doanh nghiệp trong số đó chịu lãi suất rất nặng bởi cấu trúc vốn hình tháp, do đó các doanh nghiệp này chi tiêu hầu hết doanh thu ròng của mình. Nhà đầu tư mua các trái phiếu của hệ thống một cách thoái mái dựa trên gốc nhìn rằng, biên độ an toàn nhỏ không phải là trở ngại vì thu nhập chắc chắn sẽ tiếp tục tăng trưởng. Những người này đã đưa ra dự đoán rõ ràng về tương lai, mà độ tin cậy của tiên đoán này dựa trên các bằng chứng của khoản đầu tư. Nếu dự đoán của họ sai – và thực tế như vậy – họ phải chịu các khoản thua lỗ nghiêm trọng.

**Xu hướng tất yếu là một yếu tố định tính.** Trong thảo luận của chúng tôi về định giá cổ phiếu phổ thông, trong phần sau của cuốn sách, chúng tôi sẽ chỉ ra rằng việc đặt trọng tâm vào xu hướng nhiều khả năng sẽ cho ra các kết quả định giá cao hoặc thấp một cách sai lầm. Thực tế này đúng vì không có giới hạn cố định nào cho việc phóng chiếu xu hướng; theo đó, quá trình định giá dường như có vẻ toán học, trong thực tế lại mang tính tâm lý và khá tùy ý. Vì lý do này, chúng tôi xem xu hướng thực chất là yếu tố định tính dù rằng nó được phát biểu bằng các ngôn từ định lượng.

**Yếu tố định tính cưỡng lại việc cho ra một định giá khá chính xác.** Thực tế, xu hướng là phát biểu về viễn cảnh tương lai dưới dạng dự đoán chính xác. Tương tự, các kết luận về bản chất kinh doanh và năng lực ban quản trị có ảnh hưởng chính yếu lên viễn cảnh của doanh nghiệp. Những yếu tố định tính này do đó đều có chung đặc điểm. Tất cả chúng đều gây ra cùng một khó khăn căn bản cho nhà phân tích, đó là không thể đánh giá những yếu tố này phản ánh lên giá của chúng khoán hợp lý đến đâu. Trong hầu hết các trường hợp, nếu chúng được nhận ra thì đều bị cưỡng điệu quá

mức. Chúng ta luôn thấy cùng một ảnh hưởng trong thị trường nói chung. Sự tăng và giảm giá liên tục diễn ra là vì thực tế, giá trị được lý giải chủ yếu bởi viễn cảnh, những đánh giá theo đó không phụ thuộc vào bất kỳ kiểm soát toán học nào và hầu như không thể tránh khỏi việc bị đẩy lên tới các điểm cực.

Phân tích liên quan chủ yếu đến các giá trị được hỗ trợ bởi dữ kiện và không gồm những yếu tố phụ thuộc vào kỳ vọng. Theo góc nhìn này, cách tiếp cận của nhà phân tích tuyệt đối đối lập với nhà đầu cơ, người thành công nhờ vào khả năng dự báo hoặc dự đoán các diễn biến tương lai của thị trường. Nhà phân tích phải cân nhắc những thay đổi khả dĩ trong tương lai, nhưng mục tiêu chính của người này không phải là kiếm lợi nhuận từ những thay đổi này, mà là bảo vệ bản thân trước chúng. Nói chung, anh ta nhìn bản chất kinh doanh như rủi ro, kết luận của mình phải đối mặt với rủi ro này hơn là nguồn lý lẽ chứng minh kết luận đúng.

**Sự ổn định tự tại – Một yếu tố định tính quan trọng.** Yếu tố định tính mà nhà phân tích phải quan tâm nhiều nhất là sự ổn định tự tại. Ông định nghĩa là kháng cự lại các thay đổi, do đó các kết quả trong quá khứ sẽ đáng tin cậy hơn. Ông định cũng giống như xu thế, có thể được thể hiện bằng các ngôn từ định lượng, ví dụ, phát biểu rằng thu nhập của General Baking trong giai đoạn 1923-1932 không bao giờ ít hơn 10 lần lãi suất năm 1932, hoặc lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của Woolworth giữa năm 1924 và 1933 chỉ dao động trong khoảng 2,12 đô-la và 3,66 đô-la trên mỗi cổ phiếu. Nhưng theo ý kiến của chúng tôi, sự ổn định thực sự là định tính, vì trong ví dụ đầu tiên nó xuất phát từ đặc điểm kinh doanh chứ không phải từ các con số thống kê. Một con số thống kê ổn định cho chúng ta thấy rằng doanh nghiệp ổn định tự tại, song ý kiến này có thể bị bác bỏ bởi những cân nhắc khác.

*Ví dụ:* Quan điểm trên có thể được minh họa bằng cách so sánh hai cổ phiếu ưu đãi đầu năm 1932, đó là, cổ phiếu Studebaker (động cơ) và First National Stores (cửa hàng), cả hai đều được bán trên mệnh giá. Số liệu của hai cổ phiếu giống nhau, cả hai đều công bố biên độ nằm trên yêu cầu

cổ tức ưu đãi thỏa đáng trong quãng thời gian liên tục. Tuy nhiên, con số của Studebaker ấn tượng hơn như bảng dưới đây sẽ chỉ ra:

### SỐ LẦN CỔ TỨC CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI ĐƯỢC BẢO ĐẢM

First National Stores		Studebaker	
Giai đoạn	Số lần bảo đảm	Năm dương lịch	Số lần bảo đảm
Năm dương lịch 1922	4,0	1922	27,3
Năm dương lịch 1923	5,1	1923	30,5
Năm dương lịch 1924	4,9	1924	23,4
Năm dương lịch 1925	5,7	1925	29,7
15 kết thúc 31/03/1927	4,6	1926	24,8
Năm kết thúc 31/03/1928	4,4	1927	23,0
Năm kết thúc 31/03/1929	8,4	1928	27,3
Năm kết thúc 31/03/1930	13,4	1929	23,3
<b>Trung bình năm</b>	<b>6,3</b>		<b>26,2</b>

Song nhà phân tích phải đi xa hơn những con số này và cân nhắc đặc điểm tự tại của hai cổ phiếu. Cổ phiếu chuỗi bán lẻ tạp hóa được giao dịch có rất nhiều yếu tố ổn định tương đối, ví dụ nhu cầu ổn định, địa điểm đa dạng hóa, vòng xoay hàng tồn kho nhanh. Một doanh nghiệp lớn trong lĩnh vực này, nếu không rơi vào sai lầm mở rộng khinh suất, thì ít có khả năng phải chịu đựng các biến động lớn trong doanh thu. Nhưng tình hình của một nhà sản xuất ô tô điển hình lại khác. Mặc dù cả ngành nhìn chung khá ổn định, song các doanh nghiệp đơn lẻ chịu những biến đổi to lớn, chủ yếu do sở thích bất thường của công chúng. Sự ổn định trong thu nhập của Studebaker không mang theo bất kỳ lý luận thuyết phục nào, chứng minh rằng doanh nghiệp này miễn nhiệm đặc biệt và dài hạn trước các chu kỳ thăng trầm mà hầu hết đối thủ của nó đang phải chịu. Do đó, mức độ lành mạnh của cổ phiếu ưu đãi Studebaker phụ thuộc chính vào con số thống kê ổn định, khác biệt với đặc điểm chung của ngành khi nhìn một đơn vị đơn lẻ. Mặt khác, các con số thỏa đáng của cổ phiếu ưu đãi First National Stores giống với đặc điểm tự tại chung trong kinh doanh của doanh nghiệp này. Cân nhắc đặc điểm tự tại rất quan trọng với nhà phân tích, nó khiến

cổ phiếu ưu đãi của First National Stores là lựa chọn đầu tư cỗ định lành mạnh hơn cổ phiếu ưu đãi Studebaker, bất chấp con số thống kê của doanh nghiệp động cơ trông ấn tượng hơn.<sup>1</sup>

**Tổng kết.** Để tổng kết phần thảo luận về các yếu tố định tính và định lượng, chúng tôi kết luận rằng các kết luận của nhà phân tích luôn phải dựa vào các con số, bài kiểm tra và tiêu chuẩn vững chắc. Nhưng chỉ những con số này thì không đủ; chúng sẽ hoàn toàn vô ích bởi các cân nhắc định tính trái chiều. Một chứng khoán có thể cho ra những con số thống kê thỏa đáng nhưng tương lai mập mờ và thiếu tin tưởng vào ban quản trị có thể buộc nhà phân tích từ chối nó. Một lần nữa, nhà phân tích có thể xem ổn định là yếu tố định tính quan trọng hàng đầu, vì kết luận được đưa ra dựa trên các kết quả quá khứ ít khả năng bị thay đổi bởi những diễn biến bất ngờ trong tương lai. Người này cũng sẽ tự tin hơn trong lựa chọn chứng khoán nếu có thể cung cấp các con số định lượng đầy đủ với những yếu tố định tính đặc biệt thuận lợi.

Tuy nhiên, khi cam kết phụ thuộc nhiều vào các yếu tố định tính là lúc giá cao hơn nhiều so với khả năng thuyết phục của các con số, thì sẽ thiếu căn cứ phân tích để đưa đến kết luận tán thành. Theo cách nói toán học, các con số thống kê thỏa đáng là điều kiện cần nhưng không thể là điều kiện đủ cho quyết định tán thành.

---

1. First National Stores từ đó đã duy trì sức mạnh thu nhập mà không thay đổi nhiều; cổ phiếu ưu đãi của doanh nghiệp này được mua lại từ năm 1934. Thu nhập của Studebaker giảm nhanh chóng sau năm 1930; một người quản lý tài sản được bổ nhiệm vào năm 1933; và cổ phiếu ưu đãi mất h้าu như toàn bộ giá trị.

## *Chương 3*

# **CÁC NGUỒN THÔNG TIN**

---

**K**hông thể thảo luận hay thậm chí liệt kê tất cả nguồn thông tin mà nhà phân tích có thể thấy được lợi ích. Trong chương này, chúng tôi sẽ trình bày dàn bài súc tích các nguồn thông tin và những quan sát quan trọng; chúng tôi cũng cố gắng truyền tải bằng các ví dụ, đặc điểm và công dụng của các nguồn thông tin đặc biệt.

### **DỮ LIỆU VỀ CÁC ĐIỀU KIỆN CỦA CHỨNG KHOÁN**

Giả sử trong trường hợp điển hình, nhà phân tích tìm kiếm dữ liệu: (1) điều kiện của một chứng khoán cụ thể, (2) doanh nghiệp, (3) ngành. Các điều khoản của chứng khoán vốn đã được tổng kết trong nhiều cuốn cẩm nang chứng khoán hay bởi dịch vụ thống kê. Để biết thêm chi tiết liên quan đến hợp đồng trái phiếu, nhà phân tích nên tham khảo bản khế ước (hoặc hợp đồng tín thác), có thể xin bản sao hoặc tham khảo ở văn phòng bên được ủy thác. Các điều kiện của cổ phiếu tương ứng của doanh nghiệp được nêu đầy đủ trong điều lệ (hoặc điều lệ thành lập doanh nghiệp), cùng với quy chế doanh nghiệp. Nếu cổ phiếu được niêm yết, những chứng từ này được lưu trữ tại SEC và sàn chứng khoán tương ứng. Trong cả trường hợp trái phiếu và cổ phiếu, hồ sơ niêm yết có thể lấy được và chứa tất cả thông tin về các điều khoản quan trọng. Bản cáo bạch của chứng khoán mới phát hành cũng có các điều khoản.

## DỮ LIỆU DOANH NGHIỆP

**Báo cáo cổ đông (bao gồm các thông tin công bố định kỳ).** Giờ đến doanh nghiệp, nguồn dữ liệu thống kê chính, tất nhiên đến từ các báo cáo dành cho cổ đông. Những báo cáo này khác nhau rất nhiều về mức độ hoàn chỉnh và tính thường xuyên như mô tả trong phần tổng hợp dưới đây:

Tất cả doanh nghiệp đường sắt cung cấp các con số doanh thu ròng sau chi phí thuê hằng tháng (doanh thu hoạt động đường sắt ròng). Hầu hết doanh nghiệp cung cấp thông tin tài khoản cổ tức (thu nhập ròng). Rất nhiều doanh nghiệp cung cấp thông tin doanh thu tọa hàng hóa theo tuần, một số ít doanh nghiệp công bố lãi gộp hằng tuần. Báo cáo thường niên công bố các con số tài chính và hoạt động rất chi tiết.<sup>1</sup>

Chính sách hiện thời của doanh nghiệp tiện ích công cộng thay đổi giữa báo cáo quý và tháng. Các con số thường bao gồm lãi gộp, lãi ròng sau thuế, khoản chi trả cổ tức. Vài doanh nghiệp chỉ công bố con số tổng sau 12 tháng, ví dụ American Water Works và Electric Company (tháng), North American Company (quý). Rất nhiều doanh nghiệp cung cấp con số kilowatt điện bán mỗi giờ theo tuần hay tháng.

**Các ngành công nghiệp.** Mỗi doanh nghiệp công nghiệp thường có chính sách riêng. Với một số nhóm, hầu hết doanh nghiệp trong nhóm có xu hướng hành động giống nhau.

1. *Báo cáo tháng.* Hầu hết chuỗi bán lẻ công bố doanh số bán bằng tiền theo tháng. Trước năm 1931, các đơn vị sản xuất đồng thường công bố sản lượng đầu ra theo tháng. General Motors cũng công bố doanh số bán theo đơn vị xe theo tháng.

Giữa năm 1902 và 1933, United States Steel Corporation công bố đơn đặt hàng chưa được hoàn thành mỗi tháng, nhưng năm 1933, nó thay thế con số này bằng doanh số giao hàng theo tấn thép. Baldwin Locomotive

---

1. Vài doanh nghiệp đường sắt ngày nay gửi một bản báo cáo thường niên cô đọng đến tất cả cổ đông và sẽ gửi một báo cáo đầy đủ hơn nếu được yêu cầu.

Works công bố con số chuyển hàng chuyển đi, đơn hàng mới và các đơn hàng chưa hoàn thành bằng tiền. Các doanh nghiệp vận hành ống dẫn dầu của nhóm Standard Oil Group công bố con số hoạt động theo thùng dầu mỗi tháng.

Các doanh nghiệp đơn lẻ công bố thông tin thu nhập ròng theo tháng nhưng có xu hướng mang tính ngẫu nhiên hoặc tạm thời (ví dụ Otis Steel, Mullins Manufacturing, Alaska Juneau).<sup>1</sup> Có xu hướng công bố báo cáo tháng trong các giai đoạn làm ăn khá khẩm và ngừng tiết lộ khi thu nhập giảm. Đôi khi, con số báo cáo tháng được công bố trong báo cáo quý, ví dụ United States Steel Corporation trước năm 1932.

*2. Báo cáo quý.* Báo cáo kết quả theo quý được xem là quy trình chuẩn của hầu hết các ngành. NYSE ngày càng thúc giục mạnh mẽ hơn việc cung cấp báo cáo quý và có khả năng xây dựng nó thành yêu cầu có hiệu lực để niêm yết chứng khoán mới hoặc niêm yết bổ sung trên sàn. Một số loại hình doanh nghiệp được miễn trừ yêu cầu này, vì bản chất mùa vụ trong kinh doanh. Những ngành này bao gồm sản xuất đường, phân bón, dụng cụ nông nghiệp. Các dao động mang tính mùa vụ có thể được che đậy bằng cách công bố theo quý các con số thu nhập 12 tháng qua. Cách làm này đã được Continental Can Company thực hiện.<sup>2</sup>

Để hiểu tại sao tất cả các doanh nghiệp thuộc lá lớn và hầu hết cửa hàng bách hóa lại chỉ công bố thông tin theo năm không dễ. Doanh nghiệp như Woolworth cũng thiếu nhất quán khi công bố doanh số bán hàng mỗi tháng nhưng không có con số lợi nhuận ròng theo kỳ. Rất nhiều doanh nghiệp đơn lẻ thuộc tất cả mọi ngành, vẫn không công bố báo cáo quý.

1. Các con số của Alaska Juneau – rất vắn tắt – tiếp tục từ khoảng 1925 đến 1939. Trong năm 1938, Caterpillar Tractor bắt đầu xuất bản một bảng cân đối kế toán và tài khoản thu nhập hoàn chỉnh theo tháng. Cách làm này không thực sự quá đặc biệt, vì hầu hết doanh nghiệp đều cung cấp những dữ liệu này cho các giám đốc của mình.

2. Tháng 3 năm 1936, NYSE đề xuất rằng tất cả doanh nghiệp niêm yết đều phải theo quy định này thay vì công bố thu nhập thông thường theo quý. Đề xuất này tạo ra nhiều phản đối và bị rút lại vào tháng tiếp theo.

Trong hầu hết trường hợp, những con số theo kỳ đó sẵn có với ban quản trị nhưng không công bố với cổ đông mà thiếu lý do hợp lý.

Dữ liệu trong báo cáo quý dao động từ con số thu nhập ròng (đôi khi chưa trừ khấu hao hay thuế liên bang) đến báo cáo thu nhập và bảng cân đối kế toán đầy đủ chi tiết, có đánh giá của giám đốc doanh nghiệp. General Motors Corporation là ví dụ nổi bật của cách làm thứ hai.

1. *Báo cáo bán niên.* Đây không phải là cách làm tiêu chuẩn với bất kỳ nhóm công ty công nghiệp nào, ngoại trừ doanh nghiệp cao su. Một số doanh nghiệp cung cấp báo cáo bán niên, ví dụ American Locomotive và American Woolen.
2. *Báo cáo thường niên.* Tất cả doanh nghiệp niêm yết đều công bố báo cáo thường niên. Báo cáo thường niên chi tiết hơn những báo cáo theo các kỳ khác. Nó bao gồm đánh giá của giám đốc và chủ tịch hội đồng quản trị về kết quả năm vừa qua và viễn cảnh tương lai, dù không phải lúc nào cũng dễ hiểu. Tuy nhiên, khác biệt của báo cáo thường niên là nó luôn trình bày bảng cân đối kế toán.

Thông tin kinh doanh trong các báo cáo khác nhau rất nhiều. Vài báo cáo không đưa ra thông tin gì ngoài thu nhập trả cổ tức và con số cổ tức chi trả, ví dụ United States Leather Company.<sup>1</sup>

1. Pocohontas Fuel là doanh nghiệp duy nhất dù niêm yết trên NYSE, chỉ công bố báo cáo thường niên và không cung cấp báo cáo doanh thu. Trái phiếu của nó bị hủy niêm yết vào tháng 10 năm 1934.

Sàn giao dịch New York Curb bao gồm một số các doanh nghiệp được gọi là “chưa niêm yết” có từ thời trước SEC và những doanh nghiệp này không phải tuân theo các yêu cầu của SEC. Trong số này bao gồm American Book, doanh nghiệp không công bố tài khoản doanh thu, và New Jersey Zinc, doanh nghiệp công bố tài khoản doanh thu nhưng không công bố bảng cân đối kế toán.

Các doanh nghiệp chứng khoán “giao dịch qua quầy” (OTC) theo đó không phải tuân theo các quy định của SEC, nhìn chung chỉ công bố báo cáo thường niên. Chúng có xu hướng ít chi tiết hơn các báo cáo của doanh nghiệp niêm yết, đặc biệt thường bỏ qua con số doanh thu và khấu hao. Đa số doanh nghiệp công bố cả bảng cân đối kế toán và tài khoản thu nhập, nhưng cũng có rất nhiều ngoại lệ. Một ví dụ hài hước là Dun & Bradstreet Corporation. Doanh nghiệp cung cấp thông tin tài chính này không tiết lộ thu nhập của mình cho các cổ đông. Các doanh nghiệp

*Tài khoản doanh thu.* Theo ý kiến của chúng tôi, tài khoản doanh thu thường niên sẽ không hoàn chỉnh trừ khi bao gồm những hạng mục sau: (1) doanh thu, (2) thu nhập ròng (trước các hạng mục theo sau), (3) khấu hao (và tổn hao), (4) chi phí lãi vay, (5) lợi nhuận từ các hoạt động khác (chi tiết), (6) thuế thu nhập, (7) cổ tức chi trả, (8) điều chỉnh thặng dư (chi tiết).

Trước khi Đạo luật Chứng khoán và Hối đoái ra đời, ít hơn phân nửa các doanh nghiệp công nghiệp công bố thông tin doanh thu khiêm tốn như thế này. (Ngược lại, dữ liệu liên quan đến ngành đường sắt và tiện ích công cộng từ lâu đều rất đầy đủ.) Các quy định của SEC giờ đây yêu cầu công bố hầu hết thông tin này trong báo cáo đăng ký nguyên bản (Mẫu 10) và báo cáo thường niên (Mẫu 10-K). Nhiều doanh nghiệp đã yêu cầu với SEC được giữ bí mật doanh thu với lý do rằng, công bố thông tin sẽ gây thiệt hại cho doanh nghiệp. Hầu hết những yêu cầu như vậy sau đó được rút lại hoặc bị từ chối.<sup>1</sup>

khác không công bố tài khoản doanh thu là Bmis Brothers'Bag, Joseph Dixon Crucible (từ 1935), Glenwood Range, Goodman Manufacturing, Perfection Stove, Regal Shoe.

1. Một số ít doanh nghiệp như Celanese Corporation of America, thành công trong bảo mật các con số doanh thu một vài năm trước năm 1938. Trong vài trường hợp, hầu như tất cả yêu cầu bảo mật đều bị từ chối, và con số doanh thu sau đó được công bố.

Nghiên cứu của chúng tôi về các báo cáo 1938 của tất cả công ty công nghiệp niêm yết trên NYSE (648 doanh nghiệp) tiết lộ rằng chỉ 8 trong số này không công bố doanh số bán hàng vào cuối năm. SEC khuyến cáo rằng đặc ân bảo mật con số bán hàng đã được ban cho một doanh nghiệp (United Fruit) và vẫn chưa có quyết định cho 7 doanh nghiệp còn lại (American Sumatra Tobacco, Bon Ami, Collines & Aikman, Mathieson Alkali, Mesta Machine, Sheaffer Pen, United Engineering & Foundry), vào cuối tháng 12 năm 1939.

Rất nhiều chứng khoán ví dụ Trico Products Corporation, thất bại trong việc đăng ký và bị hủy niêm yết, có lẽ vì họ không sẵn lòng công bố doanh số bán hàng. Việc Marlin Rockwell Corporation tự xin hủy niêm yết năm 1938 có thể cũng vì nguyên nhân tương tự. Các sàn giao dịch chứng khoán ủng hộ sự điều chỉnh trong quy định rằng phải công bố đầy đủ thông tin với trường hợp của các chứng khoán OTC để loại bỏ cái họ cho là lợi thế bất công.

Rất nhiều doanh nghiệp vẫn cung cấp cho cổ đông báo cáo thường niên với ít thông tin hơn rất nhiều so với khi họ nộp lên SEC. Tuy nhiên, Dịch vụ Thống kê Doanh nghiệp Tiêu chuẩn thường công bố các con số từ SEC như một nguồn dữ liệu bổ sung.

Tiêu chuẩn hoàn chỉnh hợp lý của báo cáo thường niên như đã trình bày ở trên, không bao giờ có đủ tất cả thông tin mà cổ đông cần. Báo cáo của United States Steel Corporation có thể được xem như hình mẫu hoàn chỉnh. Dữ liệu mà doanh nghiệp này cung cấp, bên cạnh các yêu cầu tiêu chuẩn của chúng tôi, còn bao gồm những hạng mục sau:

1. Sản lượng và doanh thu theo đơn vị hàng bán. Tỷ lệ năng suất vận hành.

2. Phân chia doanh thu theo:

Thị trường nội và thị trường quốc tế

Liên công ty và đơn vị bên ngoài

3. Chi tiết về chi phí vận hành

Tiền lương, mức lương và số lượng nhân viên

Thuế đã trả cho chính phủ và chính quyền bang

Chi phí bán hàng và chi phí chung

Con số và chi phí bảo trì chi tiết

4. Chi tiết về chi phí vốn trong năm

5. Chi tiết về hàng tồn kho

6. Chi tiết về tài sản sở hữu

7. Số lượng cổ đông

*Bảng cân đối kế toán.* Mẫu báo bảng cân đối kế toán được tiêu chuẩn hóa tốt hơn báo cáo doanh thu, do đó không phải phê bình nhiều. Nhược điểm phổ biến của các bảng cân đối kế toán là thất bại trong việc phân biệt tài sản vô hưu và hữu hình cố định, tuy nhiên trường hợp này khá hiếm xảy ra với các doanh nghiệp niêm yết. (Các doanh nghiệp từ năm 1935 đã công bố tài sản vô hình nằm trong tài khoản tài sản của họ là American Steel Foundries, American Can, Harbison Walker Refractories, Loose-Wiles Biscuit, và United State Steel. Trong hầu hết trường hợp này, tài sản vô hình được xóa bỏ bút toán khỏi thặng dư.)

Có thể chỉ trích cách làm của nhiều doanh nghiệp khi chỉ báo cáo con số tài khoản tài sản ròng mà không thể hiện việc trừ đi khấu hao. Những hạn chế khác đôi khi là không báo cáo giá trị thị trường của chứng khoán sở hữu, ví dụ Oppenheim Collins và Company năm 1932; không đánh giá “các khoản đầu tư” này là khả mại hay không thanh khoản, ví dụ Pittsburgh Plate Glass Company; không định giá hàng tồn kho ở chi phí hay thị giá thấp hơn, ví dụ Celanese Corporation of America năm 1931; không báo cáo nội dung của các khoản dự trữ khác, ví dụ Hazel-Atlas Glass Company; không báo cáo giá trị cổ phiếu quỹ do doanh nghiệp tự mua lại, ví dụ American Arch Company.<sup>1</sup>

**Báo cáo định kỳ đến các cơ quan công cộng.** Doanh nghiệp đường sắt và hầu hết doanh nghiệp tiện ích công cộng được yêu cầu cung cấp thông tin cho nhiều hội đồng liên bang và bang khác nhau. Những thông tin này nhìn chung chi tiết hơn các báo cáo cổ đông, chúng là các nguồn thông tin bổ sung hữu ích. Người đọc có thể quan tâm đến vài ví dụ thực tế minh họa giá trị của những báo cáo này.

Rất nhiều năm trước 1927, Consolidated Gas Company of New York (giờ là Consolidated Edison Company of New York) là “cổ phiếu bí ẩn” ở Phố Wall vì nó cung cấp rất ít thông tin cho cổ đông. Các nhà đầu cơ cực kỳ quan tâm đến giá trị chưa được công bố của doanh nghiệp này và nhiều công ty con của nó. Tuy nhiên, dữ liệu hoạt động và tài chính hoàn chỉnh của chúng lúc nào cũng sẵn có trong báo cáo thường niên của Hội đồng Dịch vụ Công New York. Tình huống tương tự trong giai đoạn dài liên quan đến Mackay Companies, doanh nghiệp kiểm soát Postal Telegraph và Cable Corporation, công ty không báo cáo gì với cổ đông nhưng báo cáo lượng thông tin đáng kể lên Hội đồng Thương mại Liên Tiểu bang. Tình trạng trái ngược tương tự tồn tại giữa các báo cáo mờ mịt của Fifth Avenue

1. Vài điểm trong này liên quan đến một tranh cãi kéo dài giữa NYSE và Allied Chemical & Dye Corporation, doanh nghiệp đã hủy niêm yết để làm hài lòng sàn New York vào năm 1933. Nhưng báo cáo thường niên của doanh nghiệp này vẫn không đủ thông tin vì họ không công bố doanh số bán hàng, chi phí hoạt động hay khấu hao.

Bus Securities và thông tin hoàn chỉnh nộp bởi doanh nghiệp con của nó lên Hội đồng Vận tải New York.

Cuối cùng, chúng ta có thể nhắc đến các doanh nghiệp vận hành ống dẫn dầu của “Standard Oil Group”, những công ty cực kỳ dè dặt trong việc cung cấp thông tin đến cổ đông. Song những công ty này nằm dưới thẩm quyền của Hội đồng Thương mại Tiểu bang và bị yêu cầu nộp báo cáo thường niên tường tận lên Washington. Nghiên cứu các báo cáo này nhiều năm trước sẽ tiết lộ những dữ kiện ấn tượng về các khoản tiền mặt và chứng khoán khả mại của các doanh nghiệp này.

Lượng dữ liệu khổng lồ trong cuốn Khảo sát Doanh nghiệp Hiện thời công bố hàng tháng bởi Bộ Thương mại Hoa Kỳ, bao gồm con số doanh thu của các doanh nghiệp chuỗi cửa hàng không được cung cấp ra công chúng, ví dụ Waldorf System, J. R. Thompson, United Cigar Stores, Hartman Corporation... Các con số thống kê hiện thời của những doanh nghiệp cụ thể thường sẵn có trong các ấn phẩm hay dịch vụ thương mại.

*Ví dụ:* Cram's' Auto Services cung cấp con số sản xuất xe ô tô của từng doanh nghiệp theo tuần. Willett và Gray công bố rất nhiều ước tính sản lượng đường theo doanh nghiệp trong mùa vụ. Tờ *Oil and Gas Journal* thường cung cấp dữ liệu liên quan đến lượng sản xuất của các nhóm hàng hóa quan trọng theo doanh nghiệp. Railway Age cung cấp thông tin chi tiết về các đơn đặt hàng trang thiết bị. Dow Jones and Company ước tính theo tuần tỷ lệ sản xuất của United States Steel.

**Hồ sơ niêm yết.** Vào thời kỳ tiền SEC, đây là những nguồn thông tin không định kỳ quan trọng nhất. Những báo cáo này được yêu cầu bởi NYSE để làm điều kiện cho chứng khoán được niêm yết, chi tiết hơn nhiều so với những báo cáo gửi đến cổ đông. Những dữ liệu bổ sung này có thể bao gồm doanh số bán hàng bằng tiền, sản lượng theo đơn vị, số thuế đóng cho liên bang, chi tiết về các hoạt động của đơn vị con, giá trị tài sản ban đầu và khấu hao cũng như hao tổn. Các tài liệu này cũng cung cấp những thông tin giá trị liên quan đến tài sản sở hữu, điều kiện hợp đồng và phương pháp kế toán áp dụng.

Nhà phân tích sẽ thấy các hồ sơ niêm yết cực kỳ hữu ích. Tuy nhiên, nó xuất hiện không thường xuyên, do đó không thể được xem như nguồn thông tin đều đặn.

**Báo cáo đăng ký và bản cáo bạch.** Nhờ vào các quy định và luật định của SEC, thông tin sẵn có liên quan đến tất cả chứng khoán niêm yết và chứng khoán mới (dù niêm yết hay không) đầy đủ hơn từ trước đến nay. Những dữ liệu này nằm trong báo cáo đăng ký nộp lên Hội đồng ở Washington, sẵn có để nghiên cứu hoặc có thể xin bản sao về nếu trả phí. Thông tin quan trọng hơn trong báo cáo đăng ký là bản cáo bạch, do đơn vị bảo lãnh phát hành cung cấp đến những người mua tương lai của chứng khoán mới. Các báo cáo đăng ký tương tự phải được nộp lên SEC theo điều kiện của Đạo luật Tiện ích Công cộng năm 1935 áp dụng cho doanh nghiệp cổ phần, vài doanh nghiệp trong số này có thể không chịu sự điều chỉnh của các đạo luật khác. Các báo cáo đăng ký quá đỗi số để nhà đầu tư thông thường có thể đọc, dù người này có thể chăm chỉ tiêu hóa hết các nội dung trong bản cáo bạch tóm tắt dày hơn 100 trang, nhưng sẽ là nguồn tài liệu cung cấp giá trị tốt nhất cho nhà phân tích và giới đầu tư.

**Các báo cáo chính thức hỗn tạp.** Thông tin của từng doanh nghiệp có thể được tìm thấy trong nhiều loại tài liệu chính thức khác. Vài ví dụ có thể cho chúng ta cái nhìn về đặc tính hỗn tạp của chúng. Báo cáo của Hội đồng Than Hoa Kỳ năm 1923 (được in trong Tài liệu Thượng Nghị viện năm 1925) cung cấp dữ liệu tài chính và hoạt động của các doanh nghiệp kinh doanh than gãy chưa từng được công bố trước đó. Các báo cáo của Hội đồng Thương nghiệp Liên bang gần đây cung cấp rất nhiều thông tin trước giờ chưa từng liên quan đến công ty cổ phần mẹ và doanh nghiệp vận hành tiện ích; các doanh nghiệp khí ga tự nhiên và ống dẫn dầu cung cấp nghiên cứu chi tiết kéo dài trong giai đoạn 9 năm. Năm 1938 và 1939, Hội đồng công bố các báo cáo chi tiết về các đơn vị sản xuất dụng cụ trang trại và ô tô. Năm 1933, nghiên cứu đầy đủ về các doanh nghiệp ống dẫn dầu được công bố dưới chỉ định của Ủy ban Hạ viện về Thương mại Quốc tế và Liên Tiểu bang. Các nghiên cứu nhiều tập về American Telephone và

Telegraph System được khởi xướng điều tra, thực hiện bởi Hội đồng Viễn thông Liên bang theo quyết định của Quốc hội có hiệu lực vào năm 1935. Vài ý kiến của Hội đồng Thương mại Liên Tiểu bang chứa những nội dung có giá trị lớn với nhà phân tích. Bên nhận ủy thác trong các hợp đồng vay thế chấp có thể tìm thông tin cần thiết cung cấp theo điều khoản của khế ước. Những con số này có thể quan trọng. Ví dụ, các báo cáo không công bố cho bên ủy thác trái phiếu 4% của Mason City và Fort Dodge Railroad tiết lộ rằng, trái phiếu này không còn sinh lãi, các khoản chi trả được tiếp tục bởi Chicago Great Western Railroad như một chính sách, do đó, trái phiếu kia đang ở vị thế rủi ro hơn rất nhiều so với suy nghĩ của mọi người.

**Tài liệu xuất bản thống kê và tài chính.** Hầu hết các thông tin mà nhà phân tích chứng khoán yêu cầu trong công việc hàng ngày có thể được tìm thấy dễ dàng và đầy đủ ở dịch vụ thống kê. Những nguồn thông tin này bao gồm các cẩm nang toàn diện xuất bản mỗi năm đi kèm bản bổ sung định kỳ (Poor's, Moody's); bản yết thị mô tả cổ phiếu và trái phiếu, những cuốn cẩm nang được hiệu chỉnh (Standard & Poor's, Fitch); các tóm tắt thông tin hàng ngày về từng doanh nghiệp (Standard Corporation Records, Fitch).<sup>1</sup> Những dịch vụ này đã tiến bộ rất nhiều trong cách trình bày dữ kiện hoàn chỉnh và chính xác suốt 20 năm qua. Tuy nhiên, không thể phụ thuộc vào chúng để tìm tất cả dữ liệu đã mô tả ở báo cáo nguyên bản. Vài báo cáo không chứa các thông tin này, trong những trường hợp khác, chúng có thể bỏ qua các hạng mục thông tin quan trọng. Do đó với bất kỳ nghiên cứu hoàn chỉnh nào về doanh nghiệp, nhà phân tích phải tham khảo các báo cáo nguyên bản và những tài liệu khác nếu có, không chỉ dựa vào bản tóm tắt hoặc bản sao.

Với các tạp chí tài chính định kỳ, phải nhắc đến tờ *The Commercial & Financial Chronicle*, tuần san với rất nhiều số liệu thống kê bổ sung. Những nghiên cứu về lĩnh vực tài chính và công nghiệp của tờ báo này đặc biệt

---

1. Trong năm 1941, Poor's Publishing và Standard Statistics sáp nhập lại thành Standard & Poor's Corp. Các dịch vụ tách biệt khác của Poor's đã bị ngừng.

hoàn chỉnh; đặc tính đáng lưu ý nhất là sao chép chi tiết lại các báo cáo doanh nghiệp và những tài liệu khác.

**Yêu cầu thông tin trực tiếp từ doanh nghiệp.** Thông tin công bố thường được bổ sung bằng các yêu cầu thông tin riêng hay các cuộc phỏng vấn ban quản trị. Chẳng có lý do gì khiến cổ đông không nên yêu cầu thông tin về chủ đề cụ thể, doanh nghiệp sẽ cung cấp ít nhất một phần dữ liệu được hỏi. Đừng bao giờ quên rằng mỗi cổ đông là một chủ sở hữu của doanh nghiệp và là người đi thuê các giám đốc. Cổ đông không chỉ có quyền hỏi những câu chính đáng, mà còn có quyền nhận được đáp án, trừ khi có lý do thuyết phục để từ chối.

Điểm quan trọng này không nhận được đủ sự chú ý. Các phiên tòa nhìn chung giữ quan điểm rằng, cổ đông cổ phiếu chân chính có quyền tiếp cận đầy đủ thông tin như cổ đông của doanh nghiệp tư nhân. Quyền này có thể không được thực thi nếu làm hại đến doanh nghiệp, nhưng trách nhiệm của ban quản trị là phải chứng minh có động cơ không phù hợp đằng sau yêu cầu, hay việc công bố thông tin đó sẽ gây hại cho công việc kinh doanh.

Bắt doanh nghiệp cung cấp thông tin sẽ dẫn đến quá trình kiện tụng tốn kém, do đó rất ít cổ đông ở vị thế có thể theo đuổi quyền của mình đến giới hạn tuyệt cùng. Tuy nhiên, kinh nghiệm cho thấy những đòi hỏi thông tin chính đáng mạnh mẽ thường nhận được sự đồng ý của những ban quản trị thậm chí cứng đầu nhất. Thực tế này đặc biệt đúng khi thông tin yêu cầu không nhiều hơn những gì thường được công bố bởi các doanh nghiệp cùng ngành.

## THÔNG TIN NGÀNH

Dữ liệu thống kê ngành có sẵn rất nhiều. Khảo sát Doanh nghiệp Hiện thời, xuất bản bởi Bộ Thương mại Hoa Kỳ, cho ra các con số hằng tháng về sản lượng, tiêu thụ, tồn kho, đơn hàng chưa hoàn thành... của rất nhiều ngành khác nhau. Dữ liệu thường niên trong Tóm tắt Thống kê, World Almanac và những bản trích yếu khác. Những số liệu chi tiết

hơn sẵn có trong các báo cáo Kiểm kê Sản xuất hai năm một lần (Biennial Census of Manufactures).

Rất nhiều số liệu tổng kết quan trọng được xuất bản thường xuyên trong các tạp chí thương nghiệp khác nhau. Nhà phân tích cũng tìm thấy bức tranh thực trạng hiện tại và tương lai của ngành mang tính chi tiết và liên tục. Do đó, nhà phân tích thường không quá khó khăn để có được kiến thức khá hoàn chỉnh về lịch sử và vấn đề của ngành đang phân tích.

Vài năm gần đây, các cơ quan thống kê hàng đầu đã phát triển dịch vụ cộng thêm bao gồm khảo sát căn bản về các nhóm công nghiệp chính, bổ sung thường xuyên bằng dữ liệu hiện thời để giúp khảo sát có tính cập nhật hơn.

## *Chương 4*

# **NHỮNG KHÁC BIỆT GIỮA ĐẦU TƯ VÀ ĐẦU CƠ**

---

**N**ghĩa tổng quát của thuật ngữ “Đầu tư”. Đầu tư, cũng như từ “giá trị” theo tuyên bố của Justice Bandeis, là “từ có nhiều nghĩa”. Chúng ta cần quan tâm 3 trong số các nghĩa đó. Nhóm nghĩa đầu tiên liên quan đến việc bỏ tiền vào kinh doanh. Một người “đầu tư” 1.000 đô-la mở cửa hàng tạp hóa; “lợi nhuận đầu tư” trong ngành thép (bao gồm trái phiếu nợ và lợi nhuận giữ lại) trung bình là 2,40% trong giai đoạn 1929-1938.<sup>1</sup> Cách cắt nghĩa ở đây đơn thuần mang tính mô tả; nó không đưa ra phân biệt hay đánh giá nào. Tuy nhiên, lưu ý rằng nó chấp nhận chứ không từ chối yếu tố rủi ro, đầu tư kinh doanh thông thường sẽ được thực hiện “ở mức rủi ro kinh doanh”.

Nhóm nghĩa thứ hai áp dụng tương tự trong lĩnh vực tài chính. Theo nghĩa này, tất cả chứng khoán đều là “các khoản đầu tư”. Chúng ta có những người giao dịch hay môi giới đầu tư, công ty đầu tư<sup>2</sup> hay quỹ ủy thác đầu tư, danh sách đầu tư. Một lần nữa, chẳng có phân biệt giữa đầu tư và những

---

1. *Đồng đô-la đằng sau thép*, cẩm nang của Viện Sắt thép Hoa Kỳ, New York, 1939.

2. Lưu ý rằng tháng 10 năm 1939, SEC niêm yết dưới cái tên “Công ty đầu tư” đề nghị chào bán của “The Adventure Company”, một doanh nghiệp mới được “The Discovery Company” quảng cáo. Việc cổ phiếu có mệnh giá 1 xu đó được chào bán với giá 10 đô-la một cổ, dù rằng không thực sự quan trọng, cũng có đôi chút hợp lý.

loại hoạt động tài chính khác như đầu cơ. Đó là từ dùng chung rất tiện lợi để nói trại, ví dụ khi tôi muốn các giao dịch hỗn tạp được tôn trọng.

Bên cạnh hai cách dùng không phân biệt này, thuật ngữ “đầu tư” có nghĩa thứ ba và bó hẹp hơn, đó là đầu tư đối lập với đầu cơ. Cách phân biệt này thường bị xem thường. Mọi người thường nghĩ rằng đầu tư, theo nghĩa đặc biệt này, lúc nào cũng tốt cho tất cả mọi người. Đầu cơ, có thể tốt hay xấu, phụ thuộc vào điều kiện và người đầu cơ. Do đó, người tham gia các giao dịch tài chính cần biết liệu mình đang đầu tư hay đầu cơ, nếu là đầu cơ phải bảo đảm rằng khoản đầu cơ này chính đáng.

Nhìn chung, ai cũng hiểu khác biệt giữa đầu tư và đầu cơ, nhưng khi cố gắng đưa ra công thức chính xác cho nó, chúng ta gặp phải nhiều khó khăn phức tạp. Thực tế, những kẻ hay giấu cợt đưa ra định nghĩa rằng đầu tư là khoản đầu cơ thành công, còn đầu cơ là khoản đầu tư thất bại. Mọi người cũng hiển nhiên xem chứng khoán chính phủ Hoa Kỳ là khoản đầu tư. Trong khi cổ phiếu phổ thông, ví dụ Radio Corporation of American trong giai đoạn 1931 và 1935 không có cổ tức, thu nhập hay tài sản hữu hình, chắc chắn phải là khoản đầu cơ. Nhưng các hoạt động có bản chất đầu cơ rõ ràng cũng có thể được thực hiện trên trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ (ví dụ bởi các chuyên gia mua lô lớn vì dự đoán giá sẽ tăng nhanh chóng); mặt khác, trong năm 1929, cổ phiếu phổ thông của Radio Corporation of America được nhìn nhận rộng rãi như khoản đầu tư, thực tế là nó nằm trong danh mục đầu tư của các “quỹ ủy thác đầu tư” hàng đầu.

Chắc hẳn chúng ta mong muốn có định nghĩa chính xác và chấp nhận được của hai thuật ngữ kia, thậm chí chỉ vì chúng ta muốn biết rõ mình đang nói gì. Một lý do thuyết phục hơn là thất bại trong việc phân biệt giữa đầu tư và đầu cơ theo góc nhìn rộng, đã phải chịu trách nhiệm cho các thảm họa năm 1928-1929, cũng như chịu trách nhiệm cho quan điểm và chính sách tiếp tục lôn xộn của các nhà đầu tư tương lai. Về vấn đề này, chúng tôi sẽ trả lời câu hỏi bằng một nghiên cứu hoàn chỉnh hơn thông thường. Quy trình tốt nhất là, đầu tiên nghiên cứu cẩn thận các nghĩa khác

nhau thường được sử dụng của hai thuật ngữ, sau đó cố gắng đưa ra khái niệm đơn lập hợp lý và rõ ràng về đầu tư.

**Những khác biệt thường được rút ra giữa hai thuật ngữ.** Các phân biệt chính thường sử dụng có thể được liệt kê trong bảng sau.

Đầu tư	Đầu cơ
1. Mua trái phiếu	1. Mua cổ phiếu
2. Mua toàn bộ	2. Mua ký quỹ
3. Giữ dài hạn	3. Bán nhanh
4. Để có thu nhập	4. Để có lợi nhuận
5. Mua chứng khoán an toàn	5. Mua chứng khoán rủi ro

4 khác biệt đầu tiên có lợi thế là hoàn toàn rõ ràng, mỗi khác biệt trong đó đưa ra một đặc tính có thể áp dụng được cho *hoạt động chung* của đầu tư hay đầu cơ. Tất cả đều có thể bị phản bác, do đó trong nhiều trường hợp đơn lẻ, tiêu chuẩn trên có thể không được áp dụng chính xác.

**1. Phân biệt Trái phiếu với Cổ phiếu.** Hãy xem khác biệt đầu tiên, chúng ta thấy tương ứng với quan điểm phổ biến về đầu tư đối lập với đầu cơ, ít nhất có một tác giả khẳng định rằng chỉ có trái phiếu mới gọi là đầu tư.<sup>1</sup> Tuy nhiên, những tranh luận sau đó đưa ra quan điểm đối lập được chấp nhận gần như rộng rãi rằng, cổ phiếu ưu đãi xếp hạng cao cũng là đầu tư. Hơn nữa, rất nguy hiểm để nhận định trái phiếu vốn dĩ đã sở hữu các đặc tính của khoản đầu tư, vì trái phiếu không an toàn mang tính đầu cơ, thậm chí còn là hình thái đầu cơ kém hấp dẫn nhất. Ngoài ra, sẽ bất hợp lý nếu không xếp cổ phiếu phổ thông cực kỳ lành mạnh vào nhóm lựa chọn đầu tư, vì nó chứa đựng nhiều khả năng lợi nhuận. Thậm chí quan điểm phổ biến cũng nhận ra thực tế này, vì lúc nào cũng có những cổ phiếu phổ thông đặc biệt lành mạnh được đánh giá là chứng khoán đầu tư, những người mua nó cũng được xem là nhà đầu tư, chứ không phải nhà đầu cơ.

---

1. Lawrence Chamberlain, William W. Hay, trang 8 cuốn *Investment and Speculation* (tạm dịch: Đầu tư và đầu cơ), New York, 1931.

**2 và 3. Phân biệt Mua toàn bộ với Mua ký quỹ; Giữ dài hạn với Giữ tạm thời.** Khác biệt thứ 2 và 3 liên quan đến phương pháp và dự định theo thông lệ, hơn là đặc điểm của các hoạt động đầu tư và đầu cơ. Hiển nhiên rằng mua toàn bộ một cổ phiếu không tự thân nó khiến giao dịch kia trở thành khoản đầu tư. Thực tế, các chứng khoán có tính đầu cơ nhất phải được mua toàn bộ, vì không ai cho vay tiền để mua chúng. Trái lại, khi công chúng Hoa Kỳ bị thôi thúc mua trái phiếu Liberty trong thời chiến bằng tiền vay, các trái phiếu này cũng được nhất trí đánh giá là các khoản đầu tư. Nếu áp dụng logic chặt chẽ trong mua bán tài chính là giả thiết cực kỳ không khả thi. Cách làm phổ biến sẽ ngược lại: chứng khoán an toàn hơn (đầu tư) phù hợp để mua ký quỹ hơn, chứng khoán rủi ro hơn (đầu cơ) sẽ được mua toàn bộ.

Tương tự, khác biệt giữa giữ dài hạn và tạm thời chỉ đúng trong trường hợp chung chung và không chính xác. Một tác giả viết về cổ phiếu phổ thông đã định nghĩa đầu tư là bất kỳ hành động mua chứng khoán nào, được thực hiện với dự định giữ một năm hoặc lâu hơn; nhưng định nghĩa này thú thật được đưa ra trên cơ sở thuận tiện hơn là nghiên cứu sâu.<sup>1</sup> Nguyên tắc thiếu chính xác này được chứng minh bằng ví dụ rằng, đầu tư ngắn hạn là cách làm đã có từ lâu. Đầu cơ dài hạn, cũng đã có từ lâu (khi người mua giữ với hy vọng sẽ bù được khoản thua lỗ) và được thực hiện với những dự tính nhất định.

#### **4 và 5. Phân biệt giữa Thu nhập với Lợi nhuận; An toàn với Rủi ro.**

Các khác biệt 4 và 5 cũng liên quan mật thiết đến nhau, do đó chúng gần với hiểu biết lý trí và phổ biến của mọi người hơn. Chắc chắn, nhiều năm trước 1928, nhà đầu tư điển hình quan tâm hơn hết đến mức độ an toàn của tiền gốc và khoản thu nhập tương xứng được duy trì lâu dài. Tuy nhiên, học thuyết cho rằng cổ phiếu phổ thông là các lựa chọn đầu tư dài hạn tốt nhất, dẫn đến thay đổi từ thu nhập hiện tại sang thu nhập tương lai, theo

---

1. Sloan, Laurence H., *Everyman and His Common Stocks* (tạm dịch: Mọi người và cổ phiếu phổ thông), tr. 8-9, 279 ff., New York, năm 1931.

đó chắc chắn nâng cao giá trị tiền gốc trong tương lai. Yếu tố thu nhập hoàn toàn bị xem nhẹ hơn mong muốn có lợi nhuận, trọng tâm chính đặt vào các diễn biến thuận lợi được kỳ vọng trong tương lai, phong cách đầu tư thời kỳ mới của các quỹ đầu tư thác không khác biệt so với đầu cơ. Thực tế, cái được gọi là “đầu tư” này có thể định nghĩa chính xác là đầu cơ cổ phiếu phổ thông của doanh nghiệp ở tình thế cực kỳ khó khăn.

Chắc chắn sẽ là bước đi phù hợp để quay trở lại thừa nhận khái niệm thu nhập như động lực chính trong đầu tư, bỏ qua mục tiêu lợi nhuận hay tăng trưởng tiền gốc, giống đặc tính điển hình của đầu cơ. Nhưng không chắc rằng, liệu bản chất thực của đầu tư có nằm ở khác biệt này hay không. Nghiên cứu các tiêu chuẩn trong quá khứ, chúng tôi tìm thấy vài ví dụ mà trong đó thu nhập hiện tại không phải là mối quan tâm hàng đầu của hoạt động đầu tư chân chính. Điều này đặc biệt đúng với cổ phiếu ngân hàng, những năm gần đây được xem là lãnh địa riêng của giới đầu tư giàu có. Những chứng khoán này mang lại lợi tức từ cổ tức nhỏ hơn trái phiếu xếp hạng cao, nhưng chúng được mua dựa trên kỳ vọng rằng, tăng trưởng đều đặn trong thu nhập và thặng dư sẽ dẫn đến các khoản chia đặc biệt và giá trị cổ phiếu sẽ tăng. Nói cách khác, động lực thúc đẩy mua cổ phiếu là thu nhập cộng dồn chứ không phải cổ tức. Nhưng vẫn hợp lý khi gọi thái độ này là đầu cơ, khi tranh luận rằng chỉ có cổ phiếu ngân hàng chi trả hầu hết thu nhập của mình cho cổ tức (do đó mang lại khoản lợi nhuận hiện tại tương xứng) mới được xem là đầu tư, trong khi những doanh nghiệp theo chính sách xây dựng thặng dư thận trọng phải được xem là đầu cơ. Kết luận này tất nhiên ngược đời; và vì thực tế này, chúng ta phải thừa nhận rằng đầu tư vào cổ phiếu phổ thông có thể được hình dung là khoản đầu tư quan tâm chủ yếu đến sức mạnh thu nhập và không quan tâm đến cổ tức hiện tại.

Liệu thực tế này có mang chúng ta quay về với lý thuyết đầu tư thời đại mới hay không? Liệu chúng ta có phải chấp nhận việc mua cổ phiếu công nghiệp lợi tức thấp năm 1929 cũng được gọi là đầu tư, giống như mua cổ phiếu ngân hàng lợi tức thấp vào thời kỳ trước chiến tranh hay không?

Đáp án cho câu hỏi này sẽ kết thúc chuyến hành trình của chúng ta, nhưng để trả lời nó hợp lý, phải chú ý đến khác biệt cuối cùng – an toàn và rủi ro.

Khác biệt này trình bày khái niệm bao quát nhất trong số 5 khác biệt cơ sở của thuật ngữ đầu tư, nhưng tính hữu dụng thực tế của nó bị hạn chế bởi nhiều nhược điểm khác nhau. Nếu an toàn được đánh giá bằng kết quả, chúng ta hầu như chỉ mới bắt đầu câu hỏi và tiến dần nguy hiểm đến định nghĩa của những kẻ giấu cợt rằng đầu tư là khoản đầu cơ thành công. Theo cách hiển nhiên, an toàn phải được đặt lên phía trước, nhưng ở đây định nghĩa không rõ ràng và đơn thuần mang tính chủ quan. Một tay đặt cược đua ngựa vào “cửa chắc chắn thắng” sẽ tin rằng lựa chọn của mình an toàn. “Nhà đầu tư” năm 1929 mua cổ phiếu phổ thông giá cao tin rằng bản thân an toàn dựa trên cơ sở tăng trưởng tương lai để giải thích cho số tiền mà người này đã bỏ ra.

**Các tiêu chuẩn an toàn.** Khái niệm an toàn có thể thực sự hữu ích khi nó dựa trên thứ gì đó hữu hình hơn tâm lý người mua. An toàn phải được bảo đảm, hoặc ít nhất được chỉ ra thông qua việc ứng dụng các tiêu chuẩn rõ ràng và vững chắc. Đây chính là điểm phân biệt người mua cổ phiếu ngân hàng năm 1912 và nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông năm 1929. Nhóm đầu tiên mua ở mức giá mà người này nghĩ là an toàn theo kinh nghiệm. Từ những hiểu biết của mình về các nguồn lực và sức mạnh thu nhập của doanh nghiệp, người này cảm thấy hài lòng vì đã trả số tiền hoàn toàn xứng đáng cho chứng khoán của mình. Nếu thị trường mang tính đầu cơ mạnh khiến giá tăng vượt ra khỏi tiêu chuẩn giá trị, người này bán cổ phiếu của mình và đợi mức giá hợp lý quay trở lại mua chúng.

Nếu người mua cổ phiếu phổ thông năm 1928-1929 cũng có thái độ tương tự, thuật ngữ đầu tư sẽ không bị dùng sai thảm hại đến vậy. Nhưng bằng cách gọi hoành tráng những chứng khoán giá cao được ưa chuộng là “bluechip”, giới đầu tư đã vô tình thể hiện động cơ đánh bạc ở những lựa chọn được cho là đầu tư. Hiện tượng này khác với hành động mua cổ phiếu ngân hàng thời trước theo khía cạnh quan trọng: người mua không xác định được giá trị của chúng xứng đáng với cái giá được trả thông qua

ứng dụng các tiêu chuẩn giá trị vững chắc. Thị trường xây dựng những tiêu chuẩn mới trên đường nó đi, bằng cách chấp nhận mức giá hiện tại (dù rằng cao hơn) như thước đo duy nhất cho giá trị. Bất kỳ ý tưởng an toàn nào dựa trên cách tiếp cận thiếu óc phê bình này, rõ ràng mang tính ảo tưởng và đầy rủi ro. Cách suy nghĩ này nếu đưa đến cực độ có nghĩa là không mức giá nào sẽ là quá cao cho một cổ phiếu, cổ phiếu đó cũng “an toàn” sau khi nó đã tăng đến 200 như khi nó ở mức 25.

**Định nghĩa đề xuất cho thuật ngữ đầu tư.** Cách so sánh này cho thấy không đủ để nhận diện đầu tư bằng mức độ an toàn kỳ vọng; kỳ vọng phải được dựa trên nghiên cứu và các tiêu chuẩn. Bên cạnh đó, nhà đầu tư không nhất thiết phải quan tâm đến thu nhập hiện tại; người này đôi lúc có thể ra quyết định mua chính đáng dựa trên lợi nhuận tích lũy và sẽ được hiện thực hóa trong tương lai gần hoặc xa hơn. Với những quan sát này, chúng tôi đề xuất định nghĩa đầu tư sau đây. Định nghĩa này kết hợp hiểu biết phổ thông của thuật ngữ với yêu cầu chính xác hợp lý:

*Hoạt động đầu tư là thông qua phân tích kỹ lưỡng, hứa hẹn an toàn tiền gốc và mang lại khoản lợi nhuận thỏa đáng. Các hoạt động không đáp ứng những yêu cầu này là đầu cơ.*

Các ý bao hàm trong định nghĩa này đáng để thảo luận sâu hơn. Chúng ta nói về hoạt động đầu tư thay vì chứng khoán một hành động mua vì nhiều lý do khác nhau. Sẽ không hợp lý để lúc nào cũng nghĩ đến đặc điểm của đầu tư vốn dĩ thuộc về chứng khoán. Giá là yếu tố cốt lõi, do đó một cổ phiếu (hay thậm chí trái phiếu) có giá trị đầu tư ở mức giá này chứ không phải ở mức khác. Hơn nữa, có thể an toàn nếu đầu tư vào nhóm chứng khoán, nhưng từng chứng khoán trong đó sẽ không đủ an toàn. Nói cách khác, đa dạng hóa cần thiết để giảm rủi ro ở từng chứng khoán riêng lẻ, nhằm đạt mức yêu cầu đầu tư tối thiểu. (Nhìn chung, điều này đúng với đầu tư cổ phiếu phổ thông.)

Theo cách nhìn của chúng tôi, một số hoạt động mua bán chênh lệch giá và phòng hộ – bán một chứng khoán song song với việc mua một chứng

khoán khác – cũng phù hợp để được xếp vào nhóm hoạt động đầu tư. Trong những hoạt động này, yếu tố an toàn có được nhờ kết hợp giữa mua và bán. Đây là phần mở rộng khái niệm đầu tư thông thường, nhưng với người viết nó hoàn toàn hợp lý.

Cụm từ phân tích kỹ lưỡng, hứa hẹn an toàn và lợi nhuận thỏa đáng đều không xác định được, nhưng điều quan trọng là chúng đủ rõ nghĩa để tránh hiểu sai. Tất nhiên, khi nói về phân tích kỹ lưỡng, chúng tôi có ý nghiên cứu các dữ kiện dựa vào tiêu chuẩn an toàn và giá trị vững chắc. “Phân tích” khuyến nghị đầu tư vào cổ phiếu phổ thông của General Electric ở mức giá cao gấp 40 lần kỷ lục thu nhập của doanh nghiệp này đơn thuần vì viễn cảnh xuất sắc trong tương lai, rõ ràng sẽ bị loại bỏ, vì chẳng có chút kỹ lưỡng nào cả.

An toàn trong đầu tư không tuyệt đối hay hoàn chỉnh về nghĩa; thay vào đó, từ này có nghĩa là bảo vệ trước các khoản lỗ trong mọi điều kiện, tình huống khả dĩ cao hoặc biến đổi khác có thể xảy ra. Ví dụ, một trái phiếu an toàn chỉ vỡ nợ trong các tình huống rất hiếm khi xảy ra. Tương tự, cổ phiếu an toàn là cổ phiếu thực sự đáng giá, trừ trường hợp xuất hiện các diễn biến khó xảy ra. Nếu nghiên cứu và kinh nghiệm cho người mua nhìn thấy khả năng thua lỗ rõ ràng và người này chấp nhận khả năng đó, chúng ta có tình huống đầu cơ.

Khoản lợi nhuận thỏa đáng là cách diễn đạt bao quát hơn thu nhập tương xứng, vì nó bao gồm gia tăng vốn hay lợi nhuận, cũng như lãi suất hiện tại hoặc cổ tức. “Thỏa đáng” là thuật ngữ chủ quan; nó bao gồm bất kỳ tỷ lệ hay con số lợi nhuận nào dù thấp đến đâu, mà nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận trong trường hợp người này hành động với trí tuệ hợp lý.

Có thể sẽ hữu ích nếu giải thích kỹ hơn định nghĩa của chúng tôi từ góc nhìn khác, nhấn mạnh thực tế rằng đầu tư phải luôn cân nhắc giá cũng như chất lượng của chứng khoán. Chặt chẽ mà nói, không thể có thứ gì đó là “chứng khoán đầu tư” theo nghĩa tuyệt đối, nghĩa là chứng khoán đó là khoản đầu tư ở mọi mức giá. Trong trường hợp trái phiếu xếp hạng cao, điểm này có thể không quan trọng vì rất hiếm khi giá bị thổi phồng để đưa

đến tình trạng rủi ro mất vốn nghiêm trọng. Nhưng với cổ phiếu phổ thông, rủi ro này thường xuất hiện vì việc tăng giá phi lý, nhiều đến nỗi chúng tôi xem hầu hết cổ phiếu phổ thông của các doanh nghiệp mạnh vào phần lớn thời điểm là các khoản đầu cơ, đơn giản vì giá của chúng quá cao để bảo đảm tính an toàn tiền gốc theo bất kỳ nghĩa nào. Chúng tôi phải cảnh báo độc giả rằng quan điểm đang thắng thế trên Phố Wall không đồng ý với góc nhìn của chúng tôi ở điểm này; người đọc phải lựa chọn bên nào sai.

Tuy nhiên, chúng tôi sẽ cụ thể hóa nguyên tắc của mình thành tiêu chuẩn đầu tư bổ sung như sau:

*Hoạt động đầu tư có thể được lý giải dựa trên cơ sở định tính lẫn định lượng.*

Mức độ khác biệt giữa đầu tư và đầu cơ có thể phụ thuộc vào các dữ kiện cơ sở, bao gồm yếu tố giá, chứ không thể được khái quát hóa một cách đơn giản. Thực tế này có thể được minh họa cực đoan bằng hai ví dụ trái ngược diễn ra trong hai tháng liên tiếp, với cổ phiếu ưu đãi đặc biệt của General Electric.

*Ví dụ 1:* Tháng 12 năm 1934, chứng khoán này được bán ở mức giá  $12\frac{3}{4}$ . Nó trả cổ tức 6% ở mệnh giá 10 đô-la và có thể được mua lại vào bất kỳ ngày trả cổ tức nào ở mức giá 11. Bất chấp chất lượng ưu việt của chứng khoán này, khi cần nhắc đến mức độ an toàn của cổ tức, người mua ở mức giá  $12\frac{3}{4}$  đang đầu cơ với mức hơn 10% giá trị tiền gốc của mình. Người này gần như đang đặt cược rằng chứng khoán kia sẽ không bị mua lại trong vài năm tới.<sup>1</sup> Thực tế, chứng khoán kia bị mua lại ngay tháng đó ở mức 11 đô-la mỗi cổ phiếu vào ngày 15 tháng 4 năm 1935.

*Ví dụ 2:* Sau khi chứng khoán được mua lại, giá nhanh chóng sụt giảm về mức 11. Lúc đó, chứng khoán kia mang lại cơ hội kiếm lời đặc biệt bằng

1. Trong những năm gần đây, rất nhiều chứng khoán ngắn hạn của chính phủ Hoa Kỳ được mua lại ở những mức giá với lợi tức gần như bằng không cho đến khi đáo hạn, với kỳ vọng rằng người giữ sẽ có lợi thế quy đổi giá trị cao ở các chứng khoán mới. Theo định nghĩa của chúng tôi, tất cả những hành động mua này phải được gọi là đầu cơ vì giá trị trả cao hơn mệnh giá và lãi suất cho đến khi đáo hạn.

đầu tư ký quỹ ngắn hạn. Các môi giới chứng khoán mua cổ phiếu ở mức 11 (mà không trả hoa hồng), vào 15 tháng 4 năm 1935, có thể mượn 10 đô-la trên mỗi cổ phiếu với mức lãi suất không cao hơn 2% mỗi năm. Hoạt động này chắc chắn mang lại lợi nhuận 40% theo năm trên vốn đầu tư như bảng tính dưới đây.

Chi phí mua 1.000 cổ phiếu ở mức ròng 11 .....	11.000 đô-la
Mua lại vào 15 tháng 4 năm 1935 ở mức 11 cộng cổ tức .....	11.150 đô-la
Lãi gộp .....	150 đô-la
Trừ đi lãi suất 3 tháng ở mức 2% cho 10.000 đô-la.....	50 đô-la
Lãi ròng.....	100 đô-la

Lãi ròng 100 - 1.000 đô-la trong 3 tháng bằng lợi nhuận 40% năm.

An toàn – đặc điểm mang tính đầu tư của giao dịch đặc biệt này chỉ đến từ thực tế, rằng người nắm giữ có thể tin tưởng hoàn toàn vào khả năng cổ phiếu này bị mua lại vào tháng 4 năm 1935.

Khái niệm đầu tư ở trên bao quát hơn hầu hết những khái niệm đang được sử dụng phổ thông. Theo khái niệm này, dù không thường xuyên, đầu tư có thể được thực hiện trên cổ phiếu, giao dịch ký quỹ, mua bằng tiền vay mượn để kiếm lời nhanh. Từ các góc nhìn, nó đi ngược lại 4 khác biệt đầu tiên mà chúng ta đã liệt kê ban đầu. Nhưng để loại trừ luận cứ lỏng lẻo này, chúng tôi nhấn mạnh việc đảm bảo an toàn dựa trên phân tích đầy đủ. Theo đó, chúng tôi kết luận rằng quan điểm phân tích và quan điểm đầu tư có phạm vi gần như giống nhau.

### CÁC KHÍA CẠNH KHÁC CỦA ĐẦU TƯ VÀ ĐẦU CƠ

**Quan hệ của tương lai với đầu tư và đầu cơ.** Với mức độ đúng đắn nhất định, đầu tư dựa trên cơ sở quá khứ, trong khi đầu cơ chủ yếu nhìn vào tương lai. Nhưng phát biểu này vẫn còn nhiều thiếu sót. Cả đầu tư và đầu cơ đều phải vượt qua bài kiểm tra của tương lai; chúng đều chịu những thăng trầm và bị đánh giá bởi các phán quyết trong tương lai. Song những nội dung chúng tôi đã thảo luận về nhà phân tích và tương lai cũng được áp dụng tốt cho khái niệm đầu tư. Với đầu tư, tương lai căn bản là thứ gì đó

để đề phòng hơn là kiếm lãi. Nếu tương lai tốt đẹp thì quá tốt; nhưng đầu tư không thể dựa vào kỳ vọng tốt đẹp trong tương lai. Mặt khác, đầu cơ có thể luôn phù hợp và thường hợp lý để thực hiện dựa trên các cơ sở và lý do từ các viễn cảnh tương lai, khác với các kết quả trong quá khứ.

**Các loại “đầu tư”.** Giả sử sinh viên đã có khái niệm khá rõ ràng về đầu tư theo cách hiểu đặc biệt mà chúng tôi phát triển, song vẫn rỗi rãm trong cách sử dụng thuật ngữ này theo những nghĩa rộng hơn như đã nhắc đến đầu chương. Có thể sẽ hữu ích khi sử dụng một số tính từ mô tả để gán nghĩa cụ thể theo mục đích. Chúng tôi tạm thời đề xuất các định nghĩa sau:

- |  |   |
|--|---|
| 1. Đầu tư kinh doanh                     | Tiền bỏ vào một doanh nghiệp.   |
| 2. Đầu tư tài chính hay đầu tư nói chung | Đầu tư vào chứng khoán  |
| 3. Đầu tư an toàn                        | Đầu tư vào chứng khoán rủi ro thấp vì quyền ưu tiên trên thu nhập của doanh nghiệp hoặc vì chúng dựa trên quyền đánh thuế đầy đủ. |
| 4. Đầu tư của nhà phân tích              | Giao dịch, dựa trên nghiên cứu kỹ lưỡng, hứa hẹn sự an toàn tiền gốc và một khoản lợi nhuận tương xứng.                           |

Rõ ràng những loại hình đầu tư này không loại trừ lẫn nhau. Ví dụ một trái phiếu tốt sẽ rơi vào cả 4 nhóm. Trừ khi đề cập cụ thể, chúng ta sẽ sử dụng từ “đầu tư” và các biến thể của nó theo nghĩa “đầu tư của nhà phân tích” đến cuối cuốn sách.

**Các loại hình đầu cơ.** Khác biệt giữa đầu cơ và đánh bạc trở nên quan trọng khi các hoạt động ở Phố Wall được xem xét kỹ lưỡng. Luận điểm tương đối của NYSE về “đánh bạc” là hoạt động tạo ra các rủi ro không tồn tại trước đó, ví dụ đặt cược đua ngựa; trong khi “đầu cơ” có nghĩa là rủi ro tồn tại sẵn trong tình huống và có ai đó chấp nhận rủi ro. Khác biệt mang tính hình thức giữa “đầu cơ thông minh” và “đầu cơ thiếu thông minh” chắc chắn sẽ vấp phải nhiều phản đối từ lý thuyết, nhưng chúng tôi cho rằng nó hữu ích về mặt thực tế. Do đó, chúng tôi đề xuất các định nghĩa sau:

- |                            |  |
|----------------------------|--|
| 1. Đầu cơ thông minh       | Chấp nhận rủi ro có thể giải trình được sau khi đã cân nhắc cẩn thận các điểm lợi hại. |
| 2. Đầu cơ thiếu thông minh | Chấp nhận rủi ro mà chưa nghiên cứu đầy đủ tình huống.                                 |

Trong lĩnh vực kinh doanh nói chung, hầu hết doanh nghiệp được đánh giá cao sẽ nằm trong nhóm đầu cơ thông minh cũng như “đầu tư kinh doanh” theo nghĩa phổ biến. Nếu rủi ro thua lỗ rất nhỏ, hiếm khi xuất hiện, thì hoạt động mạo hiểm đầu tư có thể được xếp vào nhóm đầu tư của nhà phân tích theo cách hiểu đặc biệt của chúng tôi. Mặt khác, rất nhiều doanh nghiệp bị đánh giá thấp phải được gọi là khoản đầu cơ thiếu thông minh. Tương tự, trong lĩnh vực tài chính, nhiều giao dịch mua cổ phiếu phổ thông được thực hiện với các nghiên cứu hợp lý và có thể được gọi là đầu cơ thông minh; cũng có nhiều giao dịch được thực hiện dựa trên các cân nhắc không đầy đủ và phải được gọi là đầu cơ thiếu thông minh. Trong trường hợp đặc biệt, một cổ phiếu có thể được mua với những điều kiện hấp dẫn, cả định tính lẫn định lượng, để rủi ro vốn có đi về mức thấp nhất và trở thành khoản đầu tư của nhà phân tích.

**Cấu phần của đầu tư và đầu cơ.** Một giao dịch không đủ điều kiện để trở thành “khoản đầu tư của nhà phân tích” tự động sẽ rơi vào nhóm đầu cơ. Nhưng đôi khi có thể hữu ích nếu xem hành động mua đó khác biệt đôi chút, để chia giá đã trả thành một khoản đầu tư và một phần đầu cơ. Ví dụ, nhà phân tích, người cân nhắc cổ phiếu phổ thông của General Electric ở giá trung bình 38 đô-la vào năm 1939, có thể giả sử kết luận rằng 25 đô-la/cổ phiếu được lý giải từ góc nhìn giá trị đầu tư chặt chẽ. Phần 13 đô-la/cổ phiếu còn lại đại diện cho định giá trung bình của thị trường cổ phiếu về viễn cảnh dài hạn tốt đẹp của doanh nghiệp, bao gồm tâm lý ưa chuộng doanh nghiệp nổi bật này. Theo nghiên cứu này, nhà phân tích sẽ tuyên bố rằng giá 38 đô-la cho General Electric bao gồm cấu phần đầu tư trị giá 25 đô-la và cấu phần đầu cơ 13 đô-la/cổ phiếu. Nếu cách nhìn này là hợp lý, ở mức giá 25 đô-la hay ít hơn, cổ phiếu phổ thông của General Electric hoàn toàn là “khoản đầu tư của nhà phân tích”; nhưng trên giá đó,

người mua nên nhận ra rằng người này đang trả cái giá cho các khả năng mang tính đầu cơ.<sup>1</sup>

**Giá trị đầu tư, giá trị đầu cơ, và giá trị nội tại.** Thảo luận ở phần trước là nội dung mở rộng của thảo luận khái niệm “giá trị nội tại” trong Chương 1, được định nghĩa là “giá trị được lý giải bằng các dữ kiện”. Sẽ rất quan trọng để nhận ra rằng giá trị nội tại không chỉ giới hạn trong thuật ngữ “giá trị đầu tư”, nghĩa là cấu phần đầu tư trong toàn bộ giá trị, mà có thể bao gồm một cấu phần không nhỏ giá trị đầu cơ, nếu giá trị đầu cơ đó được khám phá theo cách thông minh. Do đó, thị giá có thể được nhìn nhận vượt quá giá trị nội tại, chỉ khi nó rõ ràng phản ánh hoạt động đầu cơ thiếu thông minh.

Nói chung, nhiệm vụ của thị trường cổ phiếu, chứ không phải của nhà phân tích, là định giá các yếu tố đầu cơ trong mỗi cổ phiếu phổ thông. Với thực tế này, thị trường sẽ quyết định giá trị nội tại, chứ không phải nhà phân tích. Phạm vi của việc định giá này có thể rất rộng, như đã minh họa trong trường hợp giá trị nội tại của cổ phiếu phổ thông J. I. Case vào năm 1933 có thể cao đến mức 130 hoặc thấp dưới mức 30. Ở bất kỳ điểm giá nào giữa hai giới hạn rộng lớn kia, sẽ cần thiết để chấp nhận quyết định của thị trường thay đổi mỗi ngày, như là giá sẵn có tốt nhất cho giá trị nội tại của chứng khoán có tính biến động mạnh này.

---

1. Dù khả năng trong tương lai sẽ phải hối hận, chúng tôi đã chủ ý sử dụng ví dụ có tính tranh cãi cao ở đây. Hầu như tất cả mọi người ở Phố Wall đều xem cổ phiếu General Electric là “chứng khoán đầu tư” bất chấp thị giá, đặc biệt hơn sẽ xem giá trung bình 38 đô-la như mức giá đầu tư phù hợp. Nhưng chúng tôi tin rằng tách biệt chất lượng đầu tư khỏi thị giá là sai lầm cơ bản và nguy hiểm. Ở mức mà giá trị đầu tư của General Electric dừng lại và giá trị đầu cơ bắt đầu, sẽ có rất nhiều ý kiến khác nhau. Số liệu của chúng tôi chỉ mang tính chất minh họa.

## *Chương 5*

# **PHÂN LOẠI CHỨNG KHOÁN**

---

---

**C**hứng khoán theo thông lệ được chia thành hai nhóm: trái phiếu và cổ phiếu. Nhóm thứ hai được chia nhỏ thành cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông. Cách phân chia đầu tiên và cơ bản nhất, tuân theo cách phân chia căn bản từ góc nhìn luật pháp về vai trò của chủ nợ và cổ đông. Người giữ trái phiếu có trái quyền cố định và mang tính ưu tiên với tiền gốc và lãi suất; cổ đông chấp nhận rủi ro lớn và nhận phần chia sẻ lợi nhuận tương ứng với số vốn họ sở hữu. Theo đó, trái phiếu có độ an toàn tự tại cao hơn, trong khi cổ phiếu có nhiều cơ hội thu được lợi tức đầu tư cao hơn để bù trừ phần rủi ro lớn hơn. Khác biệt về cả tình trạng pháp lý và đặc điểm đầu tư giữa hai loại chứng khoán này là cách phân biệt thông thường các loại chứng khoán mà sách giáo khoa hay sử dụng.

### **Các quan điểm phản đối cách phân nhóm truyền thống:**

**1. Cổ phiếu ưu đãi xếp chung nhóm với cổ phiếu phổ thông.** Trong khi cách tiếp cận này đi theo truyền thống, nó vẫn phải vài phản đối nghiêm trọng. Một trong những phản đối dễ thấy nhất là cách tiếp cận này đặt cổ phiếu ưu đãi cùng nhóm với cổ phiếu phổ thông, dù theo góc nhìn đầu tư cho đến thời điểm này, cổ phiếu ưu đãi chắc chắn thuộc về nhóm trái phiếu. Cổ phiếu ưu đãi điển hình hay tiêu chuẩn được mua để có lợi nhuận cố định và bảo đảm an toàn tiền gốc. Người sở hữu xem bản

thân mình không phải chủ sở hữu, mà là người nắm giữ quyền cao hơn quyền thu lợi nhuận của chủ sở hữu, cổ động cổ phiếu phổ thông. Các cổ động cổ phiếu ưu đãi chỉ là cổ động của doanh nghiệp theo nghĩa kỹ thuật và pháp lý; nhưng họ có mục đích và kết quả kỳ vọng giống với người giữ trái phiếu.

**2. Hình thái trái phiếu được nhìn nhận là an toàn.** Một quan điểm phản bác việc tách trái phiếu khỏi cổ phiếu có trọng lượng hơn, nhưng khó nắm bắt, cho rằng hình thái trái phiếu nghĩa là an toàn. Do đó, nhà đầu tư bị dẫn dụ để tin rằng cái tên “trái phiếu” phải kèm theo bảo đảm không thua lỗ đặc biệt nào đó. Thái độ này căn bản là không hợp lý, trong các trường hợp thường thấy, nó chịu trách nhiệm cho những sai lầm và thua lỗ nghiêm trọng. Nhà đầu tư may mắn thoát khỏi hậu quả trừng phạt lớn hơn cho sai lầm này, nhờ thực tế khá ngẫu nhiên, đó là các tay quảng cáo chứng khoán lừa lọc hiếm khi lợi dụng uy tín đầu tư của hình thái trái phiếu.<sup>1</sup> Nhìn chung trái phiếu có độ an toàn đặc biệt cao hơn cổ phiếu phổ thông. Nhưng lợi thế này không phải là kết quả của đặc điểm tự tại trong hình thái trái phiếu; nó là kết quả của thực tế rằng các doanh nghiệp Hoa Kỳ điển hình trung thực và thông minh trong cách huy động vốn, các doanh nghiệp này sẽ không gánh các nghĩa vụ nợ cố định mà thiếu kỳ vọng hợp lý đi kèm. Nhưng an toàn không được tạo ra từ nghĩa vụ nợ, cũng không phải từ các lợi thế xếp hạng ưu tiên cao theo quy định pháp luật dành cho người sở hữu trái phiếu trong trường hợp vỡ nợ. An toàn phụ thuộc và được đo lường hoàn toàn bằng khả năng đáp ứng nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp.

Trái phiếu của doanh nghiệp không có tài sản hoặc sức mạnh thu nhập cũng tệ hại như cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Trái phiếu đại diện cho vốn của doanh nghiệp mới không an toàn hơn cổ phiếu, theo đó ít hấp

1. Tham khảo ví dụ về các vụ kinh doanh trái phiếu lừa đảo ở Đạo luật Chứng khoán 1933: Xuất bản số 2112, ngày 4 tháng 12 năm 1939, kết tội nhiều bên có liên quan đến việc bán trái phiếu của American Terminals và Transit cũng như phiếu khoán của Green River Valley Terminal.

dẫn hơn rất nhiều. Vì người giữ trái phiếu không thể kiếm nhiều lợi nhuận hơn từ trái quyền cố định so với khi sở hữu toàn bộ doanh nghiệp không mắc nợ. Nguyên tắc đơn giản này dường như quá hiển nhiên từ góc nhìn giá trị; nhưng vì theo truyền thống, hình thái trái phiếu liên quan đến mức độ an toàn ưu việt, nhà đầu tư thường bị thuyết phục rằng có thể bảo vệ bản thân khỏi thua lỗ bằng cách giới hạn lợi nhuận của mình.

### **3. Thất bại của các tên gọi trong việc mô tả chính xác chứng khoán.**

Cách phân loại chứng khoán cơ bản vào hai nhóm: trái phiếu và cổ phiếu, hoặc thậm chí thành 3 nhóm: trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông, có thể vấp phải phản bác thứ ba rằng các tên gọi này không thể đưa ra mô tả chính xác về chứng khoán. Đây là hậu quả của việc xuất hiện mới đều đặn các chứng khoán không tuân theo các mô hình tiêu chuẩn, mà thay vào đó điều chỉnh hay trộn lẫn các điều khoản theo thông lệ.

Những mô hình tiêu chuẩn này được trình bày ngắn tắt như sau:

#### I. Mô hình trái phiếu bao gồm:

- A. Quyền nhận lãi suất cố định vào những thời điểm cố định.
- B. Quyền nhận lại khoản tiền gốc cố định vào một thời điểm cố định.
- C. Không có lãi suất hay lợi nhuận trên tài sản khác, không có tiếng nói trong ban quản trị.

#### II. Mô hình cổ phiếu ưu đãi bao gồm:

- A. Một tỷ lệ cổ tức đã định trước có quyền ưu tiên trên hết bất kỳ khoản chi trả cổ tức cổ phiếu phổ thông nào. (Do đó, cổ tức ưu đãi đầy đủ là bắt buộc nếu cổ phiếu phổ thông được nhận cổ tức; nếu không chi trả cho cổ phiếu phổ thông, việc chi trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi sẽ phụ thuộc vào quyết định của ban giám đốc.)
- B. Quyền với số tiền gốc đã định sẵn trong trường hợp giải thể doanh nghiệp, ưu tiên trên hết bất kỳ cổ phiếu phổ thông nào.
- C. Không có quyền bỏ phiếu hoặc chia sẻ quyền bỏ phiếu với cổ phiếu phổ thông.

### III. Mô hình cổ phiếu phổ thông bao gồm:

- A. Tỷ lệ sở hữu tài sản sau khi trừ đi nợ và cổ phiếu ưu đãi.
- B. Tỷ lệ hưởng lãi suất trên tất cả lợi nhuận trước các khoản giảm trừ theo mức độ sở hữu.
- C. Tỷ lệ bỏ phiếu bầu ban điều hành và quyết định các mục đích khác theo mức độ sở hữu.

Trái phiếu và cổ phiếu phổ thông tuân theo những mô hình tiêu chuẩn ở trên đôi khi được gọi là trái phiếu thẳng hay cổ phiếu ưu đãi thẳng.

Có rất nhiều biến thể từ mô hình tiêu chuẩn. Tuy nhiên, hầu hết các biến thể từ mô hình tiêu chuẩn có thể ít nhiều được tìm thấy trên thị trường chứng khoán ngày nay. Thường thấy và quan trọng nhất là những chứng khoán sau: trái phiếu thu nhập, trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi; trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi với quyền chứng nhận mua cổ phiếu đính kèm; cổ phiếu ưu đãi có quyền tham dự; cổ phiếu phổ thông có đặc tính ưu tiên; cổ phiếu phổ thông không quyền bỏ phiếu. Gần đây xuất hiện sáng kiến trả lãi suất trái phiếu hoặc cổ tức cổ phiếu ưu đãi bằng tiền mặt hoặc cổ phiếu phổ thông, tùy theo lựa chọn của người giữ chứng khoán. Đặc tính có thể mua lại giờ được tìm thấy ở hầu hết trái phiếu có thể xem là biến thể gần gũi hơn của các điều khoản đáo hạn tiền gốc tiêu chuẩn.

Các biến thể ít thấy và độc đáo từ mô hình tiêu chuẩn đa dạng đến vô chừng. Chúng tôi sẽ chỉ nhắc đến ở đây ví dụ nổi bật của cổ phiếu ưu đãi Great Northern Railway xét từ mọi khía cạnh rõ ràng là cổ phiếu phổ thông suốt nhiều năm nay; cách Associated Gas và Electric Company chuyển đổi đầy quyết liệt trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu ưu đãi theo lựa chọn của doanh nghiệp.

Trường hợp nổi bật hơn là các loại hình chứng khoán hoàn toàn không liên quan đến mô hình trái phiếu hay cổ phiếu tiêu chuẩn, đến nỗi cần phải đặt cho chúng những cái tên mới. Trong số này, nổi bật nhất là quyền chọn bảo đảm, sáng chế được phát triển trong những năm trước

1929 bởi doanh nghiệp năng lượng đồ sộ nhất và quý quyết nhất. Các quyền chọn chỉ được phát hành bởi doanh nghiệp duy nhất – American và Foreign Power Power – năm 1929 đã chiếm tổng giá trị thị trường hơn 1 tỷ đô-la, con số cao hơn nợ quốc gia vào năm 1914. Một số hình thái chứng khoán mới mang những cái tên như chứng nhận phân phối và quyền tham gia cổ tức cũng có thể được nhắc tới ở đây.<sup>1</sup>

Tính chất khác thường và phức tạp trong danh sách chứng khoán ngày nay đi ngược lại với hệ thống phân loại và khái quát hóa chứng khoán theo tên gọi của chúng. Trong khi cách làm này thuận tiện và tương đối chính xác, chúng tôi nghĩ rằng nó nên được thay thế bởi cơ sở phân loại linh hoạt và chính xác hơn. Theo ý kiến của chúng tôi, tiêu chuẩn hữu ích nhất để phân loại là nghiên cứu hành vi thông thường của chứng khoán sau khi mua, nói cách khác, các đặc điểm rủi ro và lợi nhuận theo cách nhìn hợp lý của người mua hay người sở hữu.

**Cách phân loại đề xuất mới.** Với cách nhìn này, chúng tôi đề xuất chứng khoán nên được phân loại thành 3 nhóm sau:

Nhóm	Chứng khoán đại diện
I. Chứng khoán có giá trị cố định	Trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi xếp hạng cao
II. Chứng khoán ưu tiên cao với giá trị biến đổi	Trái phiếu chuyển đổi xếp hạng cao
A. Chứng khoán được bảo đảm đầy đủ và có khả năng sinh lợi nhuận	Trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi xếp hạng thấp hơn
B. Chứng khoán không được bảo đảm đầy đủ	Cổ phiếu phổ thông
III. Cổ phiếu phổ thông	

1. Tháng 6 năm 1939, SEC đặt ra tiền lệ hữu ích khi từ chối cấp phép phát hành “Giấy nợ Thu nhập Vốn” trong vụ tái cấu trúc Griess-Pfleger Tanning với lý do rằng sáng kiến về loại chứng khoán lai tạp này đã đi quá xa. Hãy tham khảo Ấn bản Tái cấu trúc Doanh nghiệp SEC số 13, ngày 16 tháng 6 năm 1939. Không may thay, tòa án không nhận vấn đề theo cách này và chấp thuận yêu cầu phát hành chứng khoán mới kia.

Cách phân loại gần đúng các nhóm ở trên bằng những thuật ngữ gần gũi hơn như sau:

- I. Trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi đầu tư
- II. Trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi đầu cơ
  - A. Chứng khoán chuyển đổi
  - B. Chứng khoán xếp hạng thấp ưu tiên cao
- III. Cổ phiếu phổ thông

Cách gọi tên có phần mới lạ nhưng cần thiết để khiến việc phân loại toàn diện hơn. Có lẽ, tính cần thiết sẽ rõ ràng hơn trong phần mô tả và thảo luận về từng nhóm theo sau đây.

Các đặc tính chủ đạo của 3 nhóm. Nhóm đầu tiên bao gồm các chứng khoán, mà thay đổi giá trị tương lai không quá quan trọng. Người sở hữu quan tâm chủ yếu đến tính an toàn vốn và mục đích duy nhất trong giao kèo là mang lại khoản thu nhập đều đặn.<sup>1</sup> Trong nhóm thứ hai, các thay đổi giá trị tiền gốc tương lai sẽ thực sự quan trọng. Với nhóm A, nhà đầu tư hy vọng có được an toàn mang đặc tính khoản đầu tư thẳng, cùng khả năng có lợi nhuận từ quyền chuyển đổi hoặc quyền lợi khác tương tự. Với nhóm B, tồn tại rủi ro thua lỗ rõ ràng, bù đắp bởi khả năng sinh lợi tương ứng. Các chứng khoán trong nhóm II.B sẽ khác với cổ phiếu phổ thông nhóm III ở hai khía cạnh: (1) Chúng bao gồm quyền ưu tiên so với các chứng khoán ưu tiên thấp, do đó mang lại mức độ bảo đảm nhất định. (2) Khả năng sinh lợi của chúng dù quan trọng, nhưng có giới hạn khá rõ ràng, trái ngược với tỷ lệ lợi nhuận khả dĩ không giới hạn theo lý thuyết, hay theo cách nhìn lạc quan gắn liền với giao dịch cổ phiếu phổ thông đầy tính may rủi.

---

1. Dao động thực của thị giá trái phiếu dài hạn từ năm 1914 rất lớn để nói rằng các thay đổi giá chắc chắn không quá quan trọng. Sự thực là nhà đầu tư hành động theo thói quen như thế nó không quá quan trọng, vì thế, ít nhất theo chủ quan, tiêu chuẩn và tên gọi này của chúng tôi là đúng. Với các lý lẽ phản bác rằng cách nhìn này là tự lừa dối bản thân, chúng tôi trả lời rằng nhìn chung, nhà đầu tư nhiều khả năng có lợi nhuận cao hơn bằng cách bỏ qua các biến động giá của trái phiếu xếp hạng cao hơn khi cố gắng lợi dụng những biến động này, do đó biến bản thân mình thành tay buôn chứng khoán.

Các chứng khoán giá trị cố định bao gồm tất cả trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi thẳng chất lượng cao, bán ở giá thông thường. Bên cạnh các chứng khoán này, những chứng khoán dưới đây cũng nằm trong nhóm nói trên:

1. Chứng khoán chuyển đổi lành mạnh có mức độ chuyển đổi quá xa vời để được cân nhắc trong quyết định mua. (Tương tự với chứng khoán uy tín cao có quyền tham dự hay bảo đảm.)
2. Cổ phiếu phổ thông bảo đảm lợi tức được xếp hạng đầu tư.
3. Cổ phiếu phổ thông ưu tiên hoặc “nhóm A” có vị trí cổ phiếu ưu đãi thẳng được xếp hạng cao.

Mặt khác, trái phiếu xếp hạng đầu tư được bán với giá quá thấp sẽ thuộc nhóm II, vì người mua có thể có lý do để kỳ vọng và quan tâm đến khả năng tăng giá.

Chính xác điểm nào thì dao động giá trở nên quan trọng thay vì kém quan trọng vốn không thể trả lời chính xác được. Tự thân mức giá không phải là yếu tố quyết định duy nhất. Một trái phiếu dài hạn 3% bán ở mức giá 60 có thể thuộc về nhóm giá trị cố định (ví dụ trái phiếu 3% của Northern Pacific Railway vào giữa năm 1922 và 1930, đáo hạn năm 2047), trong khi trái phiếu đáo hạn một năm bán ở giá 80 sẽ không thuộc nhóm kia vì trong khoảng thời gian tương đối ngắn, chứng khoán này phải trả trước 20% hoặc sẽ vỡ nợ và nhiều khả năng sẽ sụt giá nghiêm trọng. Do đó, chúng ta phải chuẩn bị để đối mặt với các tình huống khi việc phân loại (ví dụ như giữa nhóm I và nhóm II) phụ thuộc vào quan điểm cá nhân của nhà phân tích hoặc đầu tư.

Bất kỳ chứng khoán nào có các đặc tính chủ đạo của cổ phiếu phổ thông sẽ thuộc nhóm III, dù tên là “cổ phiếu phổ thông”, “cổ phiếu ưu đãi” hay thậm chí “trái phiếu”. Trường hợp của trái phiếu 4½% American Telephone & Telegraph Company khi bán ở mức giá 200 là ví dụ chính xác cho trường hợp này. Người mua hay giữ trái phiếu ở mức giá cao có mục đích thực tế là nhắm đến cổ phiếu phổ thông, vì trái phiếu chuyển đổi và cổ phiếu không chỉ tăng cùng nhau, mà còn giảm cùng nhau trong biên độ giá

rất rộng. Ví dụ minh họa rõ ràng hơn điểm này là trường hợp của Giấy nợ có Quyền Tham dự của Kreuger và Toll vào thời điểm bán ra công chúng. Giá chào bán vượt xa hơn rất nhiều trái quyền ưu tiên, đến nỗi tên gọi của chúng chẳng còn quan trọng mà chỉ mang tính lừa dối. Những “trái phiếu” này chắc chắn là cổ phiếu phổ thông.

Trường hợp ngược lại thường thấy khi chứng khoán với tên gọi uy tín cao, bán ở mức giá thấp đến nỗi các chứng khoán kém uy tín không thể có quyền lợi cổ phần, tức là lãi suất từ quyền sở hữu trong doanh nghiệp. Trong những trường hợp này, trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi giá thấp gần như được coi là cổ phiếu phổ thông, do đó cũng nên nhìn nhận như vậy khi phân tích. Ví dụ, cổ phiếu ưu đãi bán ở giá 10 xu trên 1 đô-la không nên xem là cổ phiếu ưu đãi, mà là cổ phiếu phổ thông. Mặt khác, nó thiếu điều kiện cần thiết hàng đầu của chứng khoán ưu tiên cao, đó là có chứng khoán ưu tiên thấp có giá trị theo sau. Mặt khác, nó sở hữu đặc điểm sinh lợi của cổ phiếu phổ thông, vì lợi nhuận khá dĩ từ mức giá hiện tại trên thực tế là không giới hạn.

Đường cắt phân biệt giữa nhóm II và III cũng không rõ ràng như giữa nhóm I và II. Dù vậy, các trường hợp nằm sát biên có thể được xử lý dễ dàng bằng cách xem xét chúng từ góc nhìn của một trong hai nhóm, hoặc cả hai. Ví dụ, liệu cổ phiếu ưu đãi 7% bán ở mức giá 70 nên được xem là chứng khoán ưu tiên cao với giá thấp, hay tương đương với cổ phiếu phổ thông? Đáp án cho câu hỏi này phụ thuộc vào thông tin chào bán của doanh nghiệp và thái độ của người mua trong tương lai. Nếu giá trị thực được nhìn nhận cao hơn mệnh giá của cổ phiếu ưu đãi, chứng khoán này có thể xem là chứng khoán ưu tiên cao. Mặt khác, liệu người mua có nên xem nó là cổ phiếu phổ thông hay không cũng phụ thuộc vào việc người này có đủ thỏa mãn với tỷ lệ tăng giá khả dĩ 250%, hay còn trông chờ vào khoản lợi nhuận đầu cơ còn cao hơn.<sup>1</sup>

---

1. Có rất nhiều cổ phiếu ưu đãi loại này vào năm 1932, ví dụ cổ phiếu ưu đãi Interstate Department Stores được bán ở giá trung bình khoảng 30 vào năm 1932 và 1933, sau đó tăng

Từ các thảo luận trên, đặc điểm và mục đích phân loại thực sự giờ có lẽ đã rõ ràng hơn. Cơ sở phân loại không phải là tên gọi của chứng khoán, mà là tầm quan trọng thực tế của các điều khoản và vị thế cụ thể đối với người sở hữu. Trọng tâm chính cũng không phụ thuộc vào việc liệu người sở hữu có sở hữu các quyền theo pháp luật hay không, mà dựa trên cái người này có khả năng nhận được, hoặc có đủ lý do để kỳ vọng, dưới các điều kiện dễ xảy ra nhất vào thời điểm mua hoặc phân tích.

**Phần II**

**CÁC LỰA CHỌN  
ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ CỐ ĐỊNH**

---

## *Giới thiệu Phần II*

# **TRÁI PHIẾU GIÁ TRỊ CỐ ĐỊNH**

HOWARD S. MARKS.

---

Tôi tiếp xúc với cuốn *Phân tích chứng khoán* lần đầu năm 1965. Là sinh viên Đại học Wharton, tôi được yêu cầu đọc kiệt tác này của Benjamin Graham và David Dodd (phiên bản có sự tham gia của biên tập viên Sidney Cottle).

Chúng ta đang nói về những ngày đầu khi nghề quản trị đầu tư có nghĩa là làm việc trong ngân hàng, công ty ủy thác hoặc hãng bảo hiểm. Một trong những định chế tài chính đầu tư mà tôi nhớ – Jennison Associates – lúc đó chỉ mới thành lập vài năm. Lúc đó, nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông vẫn còn tham khảo Chỉ số Công nghiệp Dow Jones chứ không phải S&P 500, vẫn chưa có ai bàn gì đến số liệu thống kê từ vi phân hay thập vi phân. Thực tế, chỉ vài năm trước đó, ở Trung tâm Nghiên cứu Giá Chứng khoán của Đại học Chicago, giá cổ phiếu hằng ngày kể từ năm 1926 được số hóa, cho phép việc tính toán ra con số lợi nhuận trung bình 9,2% trên vốn cổ phần.

Thuật ngữ “đầu tư cổ phiếu tăng trưởng” còn khá mới (chẳng cần có thuật ngữ đối lập “đầu tư giá trị” vì nó không tồn tại). Quỹ phòng hộ vẫn chưa được để ý, nên tôi không chắc những mô tả về chúng có tồn tại hay không. Chưa ai từng nghe về quỹ đầu tư mạo hiểm, quỹ đầu tư vốn tư nhân, quỹ đầu tư chỉ số thị trường, quỹ đầu tư định lượng, hoặc quỹ đầu

tư thị trường mới nổi. Và rất thú vị, “nhà đầu tư nổi tiếng” hầu như là phép nghịch hợp. Chưa ai nghe đến cái tên Warren Buffett bao giờ, chỉ một nhóm nhỏ nhận ra người thầy của ông này ở Columbia, Ben Graham.

Thế giới đầu tư giá trị cổ định cũng buồn tẻ giống như nó ngày nay. Không có cách nào để né tránh các tỷ lệ bất định mà các khoản chi trả (lãi suất hay cổ tức) sẽ được tái đầu tư, vì trái phiếu không trả lãi chưa được phát minh. Trái phiếu xếp dưới hạng đầu tư không thể được phát hành, các “thiên thần sa ngã” (ý nói chứng khoán tồi) đang lưu hành trên thị trường vẫn chưa được dán nhãn “ưu tiên thấp” hay “lợi tức cao”. Tất nhiên, không có các khoản vay đòn bẩy, chứng khoán bảo đảm bằng cầm cố bất động sản nhà ở (Residential mortgage-backed securities – RMBS), hoặc nghĩa vụ nợ cầm cố bằng trái phiếu, nợ và các khoản vay. Và các chuyên gia trái phiếu ngày nay có thể phải suy nghĩ băn khoăn về cách những người đi trước tính toán lợi tức đáo hạn trước thời đại của máy vi tính, máy tính xách tay hoặc dịch vụ theo dõi thông tin tài chính Bloomberg.

Tôi rất may mắn khi bắt đầu nghiên cứu của mình vào giữa những năm 1960, vì lý thuyết tài chính và đầu tư tôi học ở chương trình cao học Đại học Chicago còn mới, chưa được truyền bá rộng rãi. Do đó, trải nghiệm đại học của tôi không tiếp xúc với Giả thiết Thị trường Hiệu quả, thứ lý thuyết dạy bảo vài thế hệ sinh viên tài chính sau này rằng Phân tích tài chính chẳng có công dụng gì: Cuốn cẩm nang để làm nhiệm vụ bất khả thi là đánh bại thị trường không hiệu quả.

Tôi đã học rất nhiều từ cuốn sách được công nhận rộng rãi là thánh kinh của phân tích chứng khoán vào năm 1965. Tuy vậy, tôi cũng có những phản ứng tiêu cực, cảm giác rằng nó quá giáo điều và nhiều những công thức cố định như “nhân cho con số x” hoặc “chỉ đếm số y năm”.

Lần gần đây đọc lại những chương về chứng khoán thu nhập cố định trong phiên bản cuốn *Phân tích chứng khoán* năm 1940, tôi nhớ lại vài nguyên tắc mà tôi đã cảm thấy quá cứng nhắc. Nhưng nó cũng giúp tôi nhận ra kho tàng ít những lý lẽ định lượng và nhiều những lý lẽ linh hoạt trong cuốn sách, cũng như những cách nhìn rất cấp tiến.

Với tôi, khía cạnh thú vị nhất của cuốn sách và các diễn biến trong thế giới đầu tư vài thập kỷ trở lại đây là góc nhìn tiến hóa của các tiêu chuẩn đầu tư từ Graham và Dodd.

- Ít nhất suốt năm 1940, các tiêu chuẩn được chấp nhận và cụ thể hóa điều phù hợp và không phù hợp, đặc biệt với chứng khoán thu nhập cố định. Các nguyên tắc và thái độ điều chỉnh hành động của người được ủy thác, những thứ họ có thể và không thể làm. Trong môi trường này, người được ủy thác làm mất tiền của người thụ hưởng khi đầu tư vào chứng khoán không đủ tiêu chuẩn có thể “bị phạt”, buộc phải bù lỗ mà không cần cân nhắc xem người này làm tốt công việc đến đâu hay liệu danh mục tổng quát của người này có sinh lợi hay không.
- Sau đó, xuất hiện khái niệm “người cẩn thận” khởi nguồn từ phiên tòa vào thế kỷ XVIII. Liệu đây có phải là điều người cẩn thận sẽ làm, theo đánh giá từ cách nhìn trong bối cảnh ra quyết định và bối cảnh danh mục tổng thể? Theo đó, các khoản đầu tư thua lỗ đơn lẻ không nhất thiết dẫn đến hình phạt, nếu các quyết định và kết quả của người được ủy thác tổng quát có thể chấp nhận được.

Một phát triển của lý thuyết tài chính được quy cho “Đại học Chicago”, vào những năm 1950, Harry Markowitz đóng góp khái niệm rằng, dựa trên hiểu biết về tương quan, thêm một “tài sản rủi ro” vào danh mục có thể giảm thiểu rủi ro chung thông qua việc nâng cao tính đa dạng hóa của danh mục.

Cuối cùng, sự đóng góp sau chót của Đại học Chicago đến từ lý thuyết khẳng định rằng, “tính tốt” của khoản đầu tư và kết quả đầu tư phải được đánh giá dựa trên quan hệ giữa rủi ro và lợi nhuận. Khoản đầu tư an toàn không phải là khoản đầu tư tốt, khoản đầu tư rủi ro không phải là khoản đầu tư xấu. Các viễn cảnh lợi nhuận đủ tốt có thể bù đắp cho rủi ro của khoản đầu tư, khiến chúng trở nên hấp dẫn và an toàn.

Do đó, ngày nay, chúng ta thấy rất ít nguyên tắc tuyệt đối về đầu tư. Thực tế, khó có thể tìm ra bất cứ thứ gì nằm ngoài giới hạn, hầu hết nhà đầu tư sẽ làm mọi cách để kiếm tiền. Phiên bản *Phân tích chứng khoán* năm 1940 đánh dấu bước chuyển đổi thú vị là tư duy hiện đại, tham khảo

các tiêu chuẩn tuyệt đối nhưng bác bỏ rất nhiều tiêu chuẩn khác, phản ánh thái độ tiến bộ về đầu tư thu nhập cố định hợp lý.

## CÁC NGUYÊN TẮC TUYỆT ĐỐI TRONG ĐẦU TƯ

Phiên bản năm 1940 có những phát biểu rất tuyệt đối. Dưới đây là vài ví dụ:

Mức độ an toàn sụt giảm không thể được bù đắp bằng tỷ lệ lãi suất trái phiếu cao bất thường. Việc chọn trái phiếu đầu tư phải tuân theo nguyên tắc loại trừ và tuân theo các bài kiểm tra định lượng cụ thể.

Nếu trái phiếu ưu tiên thấp của doanh nghiệp không an toàn, trái phiếu ưu tiên 1 cũng không phải là lựa chọn đầu tư giá trị cố định đáng mong muốn. Vì nếu trái phiếu cầm cố ưu tiên 2 không an toàn, tự bản thân doanh nghiệp không khỏe mạnh, nói chung, doanh nghiệp yếu kém không thể xếp hạng cao.

Trái phiếu của công ty công nghiệp nhỏ hơn không đáp ứng tốt các tiêu chuẩn để được xem là khoản đầu tư giá trị cố định.

Khi tôi bắt đầu quản lý trái phiếu lợi tức cao năm 1978, hầu hết danh mục đầu tư của các tổ chức được điều chỉnh bởi quy tắc rằng, chỉ nên giữ trái phiếu “xếp hạng đầu tư” BBB hoặc tốt hơn, “A hoặc cao hơn”. Những nguyên tắc như thế này khiến vài chứng khoán nằm ngoài giới hạn với hầu hết người mua, từ đó tạo ra các món đầu tư giá hời với những người không bị giới hạn. Nhìn sơ qua, các nguyên tắc cấm của Graham và Dodd dường như nằm trong nhóm những nguyên tắc này.

## PHÂN BIỆT ĐẦU TƯ VỚI ĐẦU CƠ

Khi tôi đọc lại những chương của phiên bản cập nhật, tôi bắt gặp nhiều phát biểu như thế này, “vài trái phiếu phù hợp hoặc không phù hợp để đầu tư. Không cần đề cập đến giá hay lợi tức; chỉ đúng hoặc sai, tốt hay xấu”. Với những người phụ trách chính việc quản lý các tài sản xếp hạng đầu cơ, phát biểu như vậy dường như loại bỏ cả một vùng rộng lớn của thế giới đầu tư. Cách nhìn rằng lợi nhuận tiềm năng có thể bù đắp rủi ro và nợ của doanh nghiệp gấp vấn đề tài chính có thể được bán với giá thấp đến cực kỳ hấp dẫn, dường như đang phản bác ngược lại các nguyên tắc của tác giả.

Cuối cùng, tôi phát hiện ra Graham và Dodd đang nói về một thứ, còn tôi thì đang đọc thứ khác. Họ không nói rằng không nên mua thứ gì đó, mà là không nên mua nó “trên cơ sở đầu tư”. Ngày nay, mọi người gọi tất cả mọi thứ mình mua để thu lợi tài chính là “đầu tư”, trái nghĩa với mua để sử dụng hay tiêu thụ. Ngày nay, mọi người không chỉ đầu tư cổ phiếu và trái phiếu mà còn nữ trang, quyên sử dụng khu nghỉ dưỡng, các bộ sưu tập và nghệ thuật. Nhưng 75 năm trước, đầu tư nghĩa là mua tài sản tài chính có giá trị nội tại đáp ứng các tiêu chuẩn bảo thủ, cẩn thận, và trên hết an toàn.

Chứng khoán chỉ đủ tiêu chuẩn đầu tư khi dựa trên cơ sở chất lượng, chứ không dựa trên cơ sở lợi nhuận triển vọng. Hoặc chúng đủ tư cách xếp vào đầu tư hoặc không. Theo cách cực đoan này, chúng là những nguyên tắc nhanh và khắc nghiệt, giống những đạo luật áp dụng cho ngân hàng tiết kiệm ban hành bởi chính phủ các bang. Ví dụ ở New York, các ngân hàng tiết kiệm có thể mua trái phiếu đường sắt, khí ga và điện nhưng không thể mua trái phiếu doanh nghiệp đường xe điện hay cấp nước. Trái phiếu được bảo đảm bởi các khoản cầm cố bất động sản ưu tiên đủ tiêu chuẩn đầu tư, nhưng lạ thay, trái phiếu công nghiệp thì lại không.

Các khoản đầu tư đáp ứng đủ các tiêu chuẩn được chấp nhận này là “an toàn” (cũng là bằng chứng kiện tụng cần thiết cho bên ủy thác đầu tư), trong khi đầu cơ là hoạt động rất rủi ro. Chính thái độ về chuẩn mực đầu tư cứng nhắc, mang tính loại bỏ, trắng đen rõ ràng này đã khiến John Maynard Keynes phải tuyên bố danh thép rằng “nhà đầu cơ là người chấp nhận những rủi ro mà người này nhận ra, nhà đầu tư là người chấp nhận những rủi ro mà anh ta không nhận ra”.

Do đó, góc nhìn hiện đại hơn và giống với quan điểm của Keynes vài thời đại trước, cho rằng tất cả tài sản đều có thể là lựa chọn đầu tư tốt nếu được mua với hiểu biết đầy đủ và ở mức giá đủ thấp. Tôi cũng cho rằng tình huống đối lập là đúng: không tài sản nào quá tốt để không thể trở thành khoản đầu tư xấu, nếu được mua với giá quá cao. Mọi người giờ đây nhận ra rằng tham gia vào danh sách “các khoản đầu tư được chấp nhận”

chắc chắn chẳng bảo vệ họ trước thua lỗ. Nếu bạn không đồng ý với phát biểu đó, hãy thử tham khảo các trái phiếu được xếp hạng AAA vài thập kỷ trước hay chứng khoán bảo đảm bằng cầm cố cái đi từ xếp hạng AAA xuống hạng ưu tiên thấp vào năm 2007.

Trong *Phân tích chứng khoán*, nguyên tắc được phát triển và lặp lại rằng “tỷ lệ trả lãi suất trái phiếu cao không đủ để bù đắp rủi ro thua lỗ tiềm gốc nghiêm trọng”. Phát biểu này dường như loại bỏ việc đầu tư vào các trái phiếu lợi tức cao, chiến lược đầu tư đã áp dụng thành công trong 30 năm qua với lợi nhuận điều chỉnh rủi ro và được khẳng định cao hơn nhiều so với trái phiếu xếp hạng đầu tư. Tuy nhiên, đọc kỹ hơn, tôi thấy rằng chứng khoán mà các tác giả nói rằng không nên mua “dựa trên cơ sở đầu tư” vẫn có thể được xem xét trên cơ sở “đầu cơ”. Dù vậy, ngày nay, phát biểu bao chùm của Graham và Dodd chắc hẳn sẽ nghe rất giáo điều, đặc biệt là khi nó nhắc đến cách phân biệt mà ngày nay hầu như đã không còn tồn tại.

Ý kiến cho rằng một số tài sản phù hợp hoặc không phù hợp để mua dựa trên cơ sở đầu tư chắc chắn là tuyên bố giáo điều mà tôi đã phản ứng tiêu cực cách đây 43 năm. Nhưng giờ đọc lại, tôi đã có thể nhìn xa hơn.

## CHỦ NGHĨA HIỆN THỰC ĐẦU TƯ

Trong 4 hay 5 thập kỷ qua, thế giới đầu tư đã chứng kiến các bước phát triển của cách tiếp cận thực tiễn hơn để kiểm tiền: Đánh giá giá trị đầu tư không phải trên các khái niệm tuyệt đối về chất lượng và an toàn, mà trên quan hệ giữa lợi nhuận kỳ vọng và rủi ro kỳ vọng. Tất nhiên, cách tiếp cận này có thể được mô tả như việc hạ thấp tiêu chuẩn; chuyện gì đã xảy ra với các khái niệm như trách nhiệm của bên ủy thác, bảo toàn vốn?

Cách nhìn của Graham và Dodd dường như nằm ở giữa. Họ đề xuất các yêu cầu tuyệt đối khi mua trên cơ sở đầu tư, nhưng họ cũng thừa nhận rằng chỉ với chất lượng và an toàn rõ ràng, không nên kỳ vọng biến chứng khoán thành khoản đầu tư thành công hay loại bỏ những lựa chọn đầu tư khác. Dưới đây là vài ví dụ:

Vì chứng khoán thu nhập cố định không có tiềm năng lợi nhuận như vốn cổ phần, do đó, cốt lõi của chọn lựa trái phiếu đúng là có được các

yếu tố an toàn cụ thể và thuyết phục bù đắp cho việc không tham gia tìm kiếm lợi nhuận.

Khái niệm quyền lưu giữ tài sản thế chấp (mortgage-lien) đóng vai trò bảo đảm an toàn độc lập với thành bại của doanh nghiệp trong hầu hết trường hợp là ngụy biện. Cách làm truyền thống khi báo cáo giá gốc hay giá thẩm định của tài sản cầm cố như một cách dẫn dụ mua trái phiếu, hoàn toàn mang tính dối lừa.

Giấy nợ của doanh nghiệp mạnh chắc chắn là các khoản đầu tư lành mạnh hơn chứng khoán cầm cố của doanh nghiệp yếu.

Rõ ràng là nhà đầu tư ưa chuộng quyền giữ tài sản ưu tiên 1 trả lãi 5% của Cudahy [lợi tức  $5\frac{1}{2}\%$  so với trái phiếu ưu tiên thấp  $5\frac{1}{2}\%$  có lợi tức hơn 20%] đang trả khoản tiền cao hơn khoảng 15% mỗi năm (khác nhau giữa hai mức lợi tức) để bảo hiểm một phần thua lỗ. Trên cơ sở đó, người này chắc chắn trả quá nhiều cho cái nhận được.

Mặt khác, nếu trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 cho lợi tức chỉ thấp hơn một chút, chắc chắn sẽ khôn ngoan khi trả khoản tiền nho nhỏ để bảo hiểm cho bản thân trước những vấn đề ngoài mong đợi.

[Trong việc đánh giá lại việc sụp đổ trái phiếu của doanh nghiệp đường sắt giữa năm 1931 và 1933] sai lầm dường như nằm ở chỗ tính ổn định của ngành vận tải đã bị đánh giá quá cao, do đó nhà đầu tư hài lòng với biên độ an toàn được chứng thực là chưa đủ. Đây không phải là vấn đề cẩu thả bỏ qua những tiêu chuẩn an toàn vững chắc từ xưa mà là hài lòng với các tiêu chuẩn cũ khi tình huống đòi hỏi các yêu cầu mới khắt khe hơn. Nếu nhà đầu tư đã yêu cầu trái phiếu đường sắt phải vượt qua các bài kiểm tra sử dụng cho chứng khoán công nghiệp, người này chắc hẳn sẽ buộc phải hạn chế chọn lựa trong số ít những doanh nghiệp gặp tình thế. Hóa ra, hầu hết tất cả các doanh nghiệp này đều có khả năng chịu đựng sụt giảm lượng lưu thông nghiêm trọng từ năm 1929 mà chẳng đe dọa đến khả năng chi trả lãi vay của chúng.

Rõ ràng trong những đoạn trích này và nhiều đoạn khác, Graham và Dodd đã khăng khăng tin vào bản chất thay vì hình thái, vào logic thay vì nguyên tắc. Cái quan trọng không phải trái phiếu được gọi tên gì, mà nó sẽ mang lại thu nhập thế nào. Tiêu chuẩn tín dụng không thể cố định mà phải thay đổi. Các chứng khoán cầm cố không tự nhiên tốt hơn giấy nợ

không được bảo đảm. Trái phiếu an toàn hơn không nhất thiết là lựa chọn mua tốt hơn trái phiếu uy tín thấp. Lợi tức cao hơn có thể khiến các chứng khoán rủi ro hơn trở nên hấp dẫn.

Đọc kỹ lưỡng, chúng ta sẽ thấy Graham và Dodd thực sự là những chuyên gia thực hành đầu tư chân chính. Cộng hưởng chứ không khác biệt so với Keynes, họ bảo vệ cách tiếp cận bằng phân tích kỹ lưỡng đi kèm với chấp nhận rủi ro một cách thông minh (trái ngược với việc né tránh rủi ro ngu xuẩn).

## PHƯƠNG PHÁP ĐẦU TƯ TRÁI PHIẾU CỦA CHÚNG TÔI

Để xem xét tính xác đáng của *Phân tích chứng khoán* đến các lựa chọn đầu tư thu nhập cố định, tôi đã xem lại quá trình đầu tư trái phiếu của Graham và Dodd, so sánh cách tiếp cận của họ với công ty tôi, Oaktree Capital Management.

Kết quả cuối cùng là trong khi các suy nghĩ của Graham và Dodd có thể được thể hiện hoàn toàn khác, hầu hết chúng đều có thể ứng dụng được trong thế giới đầu tư ngày nay. Thực tế, chúng rất giống với cách tiếp cận và phương pháp trong lĩnh vực trái phiếu lợi tức cao mà tôi và đối tác Sheldon Stone đã phát triển và áp dụng trong 30 năm trở lại đây.

1. *Toàn bộ cách tiếp cận của chúng tôi dựa trên nhìn nhận về cơ sở mất cân xứng của đầu tư trái phiếu của doanh nghiệp không gặp khó khăn tài chính.* Các khoản thu về giới hạn trong phạm vi lợi tức hứa hẹn cộng thêm vài điểm tăng giá, trong khi tổn thất tín nhiệm có thể khiến nhà đầu tư mất phần lớn hay tất cả tiền gốc. Do đó, mấu chốt để thành công nằm ở việc tránh những chứng khoán thất bại, chứ không phải đi tìm những kẻ chiến thắng. Như Graham và Dodd đã ghi chú:

Thay vì nghĩ chủ yếu về trái phiếu với đoán chừng rằng nó sẽ an toàn như cách làm lâu nay, sẽ hợp lý hơn để bắt đầu với thực tế trái phiếu (thắng) là khoản đầu tư với lợi nhuận hạn chế...

Ý tưởng chủ đạo về trái phiếu với lợi nhuận hạn chế dẫn chúng tôi đến góc nhìn quan trọng khác trong đầu tư trái phiếu. Vì chúng tôi đặt trọng tâm chính vào việc tránh lỗ, việc lựa chọn trái phiếu chủ yếu là nghệ thuật từ chối. Nó giống quá trình loại bỏ và từ chối, hơn là tìm kiếm chấp thuận.

*2. Các danh mục trái phiếu lợi tức cao của chúng tôi rất tập trung.* Chúng tôi hầu như làm việc với danh mục có những khoản lợi tức làn mạnh từ trái phiếu loại B và tồn tại rất ít rủi ro vỡ nợ. Với chúng tôi, trái phiếu xếp hạng cao hơn không có đủ lợi tức, trái phiếu xếp hạng thấp hơn có quá nhiều bất ổn. Vùng B này là nơi khách hàng kỳ vọng chúng tôi hoạt động.

Sẽ hợp lý hơn để bắt đầu quy trình với các tiêu chuẩn an toàn tối thiểu, điều mà tất cả trái phiếu phải đáp ứng được để có thể cân nhắc xa hơn. Các chứng khoán không đáp ứng được những điều kiện tối thiểu này nên tự động loại ra khỏi nhóm lựa chọn đầu tư thẳng, bất chấp lợi tức cao, viễn cảnh hấp dẫn hay những cơ sở hỗ trợ khác... Về bản chất, chọn trái phiếu phải đi từ các tiêu chuẩn tối thiểu xác định lên trên, chứ không phải từ những trường hợp lý tưởng đi xuống theo phong cách may rủi không đảm bảo mức an toàn tối thiểu thỏa đáng.

*3. Rủi ro tín dụng bắt nguồn từ chính tỷ lệ đòn bẩy và bất ổn căn bản của doanh nghiệp.* Tác động qua lại của hai yếu tố này trong các thời điểm khó khăn, có thể làm xói mòn biên độ an toàn của hệ số khả năng thanh toán lãi vay (*interest coverage*). Một doanh nghiệp với dòng tiền rất ổn định có thể hỗ trợ đòn bẩy cao và đáp ứng được những nghĩa vụ nợ nặng nề. Tương tự, doanh nghiệp với đòn bẩy hạn chế và yêu cầu nợ khiêm tốn có thể sống sót qua các biến động nghiêm trọng của dòng tiền. Nhưng kết hợp giữa đòn bẩy cao và dòng tiền không đáng tin cậy có thể khiến doanh nghiệp mất khả năng trả nợ, nhà đầu tư đôi lúc cũng được nhắc nhở đầy đau thương. Graham và Dodd cũng có cùng cách nhìn trên.

Nghiên cứu số liệu 1931-1933, chúng tôi thấy rằng sụp đổ giá của trái phiếu công nghiệp không xuất phát chính từ cấu trúc tài chính không lành mạnh như trường hợp của trái phiếu tiện ích, cũng không phải do tính toán sai của nhà đầu tư về biên độ an toàn cần thiết như trường hợp của trái phiếu đường sắt. Chúng tôi bắt gặp nhiều trường hợp doanh nghiệp đột nhiên mất đi sức mạnh thu nhập, theo sau đó là một câu hỏi đầy băn khoăn về khả năng tồn tại của doanh nghiệp.

*4. Phân tích các chứng khoán đòi hỏi cách tiếp cận từ nhiều khía cạnh.* Từ năm 1985, đội phân tích của tôi đã ứng dụng quy trình phân tích 8 yếu tố tín dụng được Sheldon Stone phát triển. Hầu hết các yếu tố này đều phản ánh và khuyến khích bởi các khía cạnh trong lối tư duy của Graham

và Dodd. Chúng tôi quan tâm về các ngành, vị thế doanh nghiệp, ban quản trị, hệ số khả năng thanh toán lãi vay, cấu trúc vốn, các nguồn thanh khoản thay thế, giá trị thanh lý và các khế ước. *Phân tích chứng khoán* cũng đề cập đến rất nhiều những quan tâm tương tự.

*Về vị thế doanh nghiệp:* “Kinh nghiệm thập kỷ vừa qua chỉ ra rằng quy mô thống lĩnh hay ít nhất là rất to lớn, là yếu tố bảo vệ trước các rủi ro bất ổn.”

*Về hệ số khả năng thanh toán lãi vay:* “Nhà đầu tư ngày nay quen với việc xem chỉ số thu nhập trên chi phí lãi vay là bài kiểm tra cụ thể quan trọng nhất về tính an toàn.”

*Về cấu trúc vốn:* “Doanh nghiệp to lớn nhất có thể rất yếu kém, nếu nợ trái khoán (bonded debt) chiếm tỷ lệ quá lớn.”

*5. Đầu tư theo cách “mua và giữ” không nhất quán với các nhiệm vụ của nhà đầu tư chuyên nghiệp, khả năng trả nợ của tất cả đơn vị phát hành thể hiện trong danh mục phải được xem xét lại ít nhất mỗi quý.*

Thậm chí trước khi thị trường sụp đổ vào năm 1929, rủi ro từ hành vi cầu thải trong đầu tư đã tồn tại trước đó, nhu cầu rà soát định kỳ hay giám sát tất cả các khoản nắm giữ được nhận ra như tiêu chuẩn mới ở Phố Wall. Nguyên tắc này trái ngược hẳn với cách thực hành trước đó, thường được tóm lại trong phát biểu văn tắt: “Không có lựa chọn đầu tư nào dài hạn.”

*6. Không chọn thời điểm thị trường dựa trên dự đoán lãi suất.* Thay vào đó, chúng ta giới hạn bản thân trong phạm vi “biết cái có thể biết”, thứ chỉ có thể đạt được khi chúng ta nỗ lực nghiên cứu ngành, doanh nghiệp và chứng khoán. Khó có thể tin rằng, giao dịch trái phiếu với mục tiêu nắm bắt các thay đổi thị trường sẽ được thực hiện thành công bởi nhà đầu tư... Chúng tôi ngờ rằng lực của bất kỳ đơn vị dịch vụ trả tiền nào trong việc đưa ra những dự báo hành vi thị trường trái phiếu hay cổ phiếu có vẻ đáng tin cậy. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng, bất kỳ nỗ lực kết hợp nào để đưa ra lời khuyên chọn lựa đầu tư xếp hạng cao và hướng đi của thị giá trái phiếu, về cơ bản đều không hợp lý và khó hiểu. Nhà đầu tư muốn mua ở đúng thời điểm và bán khi giá bắt đầu giảm, nhưng kinh nghiệm cho thấy rằng người này không nhiều khả năng sẽ thành công xuất chúng trong những nỗ lực như vậy, rằng bằng cách thêm yếu tố buôn bán vào các hoạt động đầu tư, người này... rõ ràng chuyển mối quan tâm sang các định hướng đầu cơ.

*7. Bất chấp các nỗ lực của chúng tôi, tình trạng vỡ nợ vẫn xuất hiện, do phân tích tín dụng sai hay do thiếu may mắn.* Để các khoản lợi tức nhỏ có được từ việc chấp nhận rủi ro cao hơn các khoản thua lỗ từ vỡ nợ, tung chứng khoán phải đủ nhỏ để tình trạng vỡ nợ của một chứng khoán không làm tiêu hao tỷ lệ lớn vốn đầu tư của danh mục. Chúng tôi luôn nghĩ cách tiếp cận rủi ro của mình giống doanh nghiệp bảo hiểm. Để tính toán bảo hiểm hiệu quả, rủi ro phải được phân bổ ra nhiều khoản nắm giữ nhỏ và lợi nhuận kỳ vọng phải thật tốt. Do đó, bạn không nên đầu tư vào trái phiếu lợi tức cao, trừ khi bạn có thể đa dạng hóa đầy đủ danh mục.

Nhà đầu tư không thể theo cách cẩn thận biến bản thân mình thành công ty bảo hiểm và gánh rủi ro thua lỗ tiền gốc, để đổi lại khoản đóng bảo hiểm thường niên dưới dạng các khoản trả lãi suất rất lớn. Một lập luận phản bác chính sách này là cách thực hành bảo hiểm đúng đòi hỏi phân bổ rủi ro rất rộng, để có thể tối thiểu hóa ảnh hưởng của may rủi và cho phép quy tắc xác suất phát huy tối đa. Nhà đầu tư có thể cố gắng đạt đến cấp độ này bằng cách đa dạng hóa danh mục của mình, nhưng trong thực tế, người này không thể tiếp cận đến mức độ phân bổ rủi ro như công ty bảo hiểm.

Để tóm lại chủ đề cách tiếp cận đầu tư, chúng tôi cảm thấy rằng điều kiện để đánh giá thành công rủi ro tín dụng của chứng khoán thu nhập cố định, phụ thuộc vào việc đánh giá thành công khả năng trả nợ của doanh nghiệp. Phân tích báo cáo tài chính bao quát không quan trọng bằng vài đánh giá sắc sảo về viễn cảnh doanh nghiệp.

Việc chọn chứng khoán giá trị cố định có lợi nhuận thu nhập hạn chế nên tương đối đơn giản. Nhà đầu tư phải chắc chắn bằng cách sử dụng các bài kiểm tra định lượng rằng doanh nghiệp có thu nhập trên chi phí lãi vay dư dả và giá trị hiện tại của doanh nghiệp cao hơn nhiều so với nợ.Thêm vào đó, người này phải cảm thấy an tâm với đánh giá cá nhân của mình rằng doanh nghiệp có các đặc điểm để tiếp tục thành công trong tương lai, hay nói chính xác hơn, đặc điểm để khiến thất bại không nhiều khả năng xảy ra.

Cuối cùng, chúng tôi có góc nhìn khác Graham và Dodd ở một điểm quan trọng. Trong việc lựa chọn trái phiếu, chúng tôi đánh giá viễn cảnh của doanh nghiệp phát hành. Lý do cho cách làm này là: Khi tôi bắt đầu

phân tích và quản lý trái phiếu lợi tức cao vào năm 1978, quan điểm phổ biến là đầu tư trái phiếu thì không cần đánh giá tương lai. Cách đầu tư trái phiếu thận trọng phải dựa trên tham khảo dữ liệu quá khứ, ngược lại với đầu cơ cần cân nhắc các sự kiện tương lai. Nhưng rủi ro tín dụng mang tính tương lai, do đó phần lớn rủi ro tín dụng chỉ được đưa ra trên cơ sở đánh giá đúng về tương lai.

Nhìn chung, góc nhìn cũ đại diện cho thành kiến: mua cổ phiếu – món hàng vốn dĩ nhiều rủi ro hơn – có thể được thực hiện thông minh dựa trên cơ sở đánh giá tương lai, song sử dụng các đánh giá này vào hoạt động đầu tư trái phiếu bảo thủ hơn thì không đúng. Vài tình huống thiếu hiệu quả thú vị và sinh lợi nhất mà tôi từng gặp là hệ quả của thành kiến, ngăn cản cơ hội tiến vào vùng “đầu tư đúng đắn”... và chúng thuộc về những nhà đầu tư linh hoạt mua những chứng khoán này với giá thấp hơn nhiều so với giá trị đúng. Quan điểm trên dường như là loại thành kiến này.

Một trong những lý do tôi bắt đầu danh mục trái phiếu lợi tức cao của First National City Bank vào năm 1978 là vì trước đó, tôi từng đảm nhiệm vai trò Giám đốc Nghiên cứu vốn cổ phần của ngân hàng này. Tất cả những gì tôi phải làm là áp dụng quy trình dự báo tương lai (future-oriented) để phân tích từ cổ phiếu phổ thông đến trái phiếu dưới hạng BBB.

## LÝ LẼ THÔNG THƯỜNG

Hầu hết giá trị của *Phân tích chứng khoán* không nằm ở các chỉ dẫn cụ thể, mà nằm ở lý lẽ thông thường của cuốn sách. Rất nhiều bài học vẫn xác đáng đến ngày nay. Quan trọng hơn, quy trình nhìn nhận và tư duy của Graham và Dodd cho thấy cách mà nhà đầu tư nên cố gắng đào sâu các đáp án thông thường chỉ mang tính bề mặt, để trả lời câu hỏi đầu tư.

Giá và lợi tức chứng khoán không được xác định bởi bất kỳ tính toán chính xác nào về rủi ro kỳ vọng, mà thay vào đó, chúng phụ thuộc vào mức độ phổ biến của chứng khoán. Thị trường không hiệu quả về mặt lâm sàng.

Không khả thi khi đi xa hơn rằng cách ước toán thống kê bảo hiểm rủi ro đầu tư theo lý thuyết cũng như trong thực tế. Không có bảng thống kê

tuổi thọ (experience table) nào có thể xác định “tuổi đời” kỳ vọng của các loại chứng khoán khác nhau. Thậm chí nếu có ai chuẩn bị những bảng như vậy, dựa trên nghiên cứu các số liệu quá khứ tồn thời gian và công sức, cũng không thể chắc rằng liệu những bảng này có hữu ích cho tương lai hay không. Trong bảo hiểm nhân thọ, quan hệ giữa tuổi và tỷ lệ tử vong được xác định rất rõ ràng và thay đổi rất ít. Thực tế này cũng đúng ở mức độ thấp hơn nhiều nếu xét quan hệ giữa các loại công trình xây dựng và những rủi ro hỏa hoạn đi kèm. Nhưng quan hệ giữa các loại hình đầu tư và rủi ro thua lỗ thì hoàn toàn không thể xác định, chúng quá biến thiên theo điều kiện để có thể cho ra công thức toán học hợp lý. Thực tế này đặc biệt đúng, vì thua lỗ đầu tư không được phân bổ đều qua thời gian, mà có xu hướng tập trung vào các thời đoạn, ví dụ, trong các giai đoạn khủng hoảng chung. Do đó, rủi ro đầu tư diễn hình gần như tương tự với rủi ro cháy lớn hay dịch bệnh, những yếu tố quá đặc biệt và không được tính đến trong bảo hiểm hỏa hoạn hoặc bảo hiểm nhân thọ. Quá khó để cho ra các mô hình định lượng đáng tin cậy.

Trong các khía cạnh của bức tranh thu nhập tương lai mà nhà đầu tư cần lưu ý, là xu hướng con số tối thiểu và con số hiện tại. Tâm quan trọng của từng con số này không thể phủ nhận, nhưng chúng không đóng góp hiệu quả vào việc ứng dụng các nguyên tắc nhanh và khắc nghiệt.

Nhà đầu tư... sẽ bị hấp dẫn bởi: (a) xu hướng gia tăng lợi nhuận; (b) một con số hiện tại đặc biệt tốt; và (c) biên độ trên chi phí lãi vay mỗi năm thỏa mãn trong giai đoạn nghiên cứu. Nếu trái phiếu suy giảm một trong những khía cạnh này, không nhất thiết phải kết luận tiêu cực, mà nên đòi hỏi hệ số thu nhập trung bình (average earnings coverage) cao hơn yêu cầu trả nợ tối thiểu, hoặc yêu cầu xem xét kỹ hơn các yếu tố tổng quát hoặc định tính của tình huống.

Nếu chỉ số của 1 đô-la cổ phiếu trên 1 đô-la trái phiếu được xem là yêu cầu “bình thường” với công ty công nghiệp, liệu có hợp lý để đòi hỏi, ví dụ, chỉ số 2 đô-la – 1 đô-la khi giá cổ phiếu bị thổi phồng lên cao, và ngược lại chỉ số 50 xu – 1 đô-la khi thị giá cổ phiếu nằm rất sâu dưới giá trị thực hay

không? Gợi ý này không thực tế vì hai lý do. Lý do đầu tiên hàm ý rằng, người mua trái phiếu có thể nhận ra các mức giá cổ phiếu cao hoặc thấp quá mức là giả định khó xảy ra. Thứ hai là yêu cầu nhà đầu tư trái phiếu phải hành động cẩn trọng đặc biệt khi giá đang tăng và tự tin cao hơn trong những giai đoạn khó khăn. Đây là những chỉ dẫn hoàn hảo mà bản chất con người không thể tuân theo được. Người mua trái phiếu là con người, họ không thể được kỳ vọng hoàn toàn thoát khỏi sự hào hứng của thị trường bò hay nỗi sợ của đợt khủng hoảng trầm trọng.

“Trong phạm vi đơn thuần mang tính đầu cơ, lập luận phản bác việc trả tiền để có lời khuyên là, nếu người cho lời khuyên biết rõ những gì mình đang nói, người này sẽ chẳng cần làm nghiệp tư vấn.” Điều này không khác nhiều lắm so với quan sát của Warren Buffett rằng “Phố Wall là nơi duy nhất mà những người lái xe Rolls-Royce đến xin lời khuyên của những kẻ đi xe điện ngầm.”<sup>1</sup>

Có rất nhiều ví dụ mà Graham và Dodd đã đưa ra những lời khuyên theo lý lẽ thông thường, hay thậm chí thú vị hơn, họ đã bác bỏ các nguyên tắc đầu tư hiện hữu, thay thế “sự thông thái được công nhận” bằng lý lẽ thông thường rất ngược đời. Với tôi, cách tiếp cận này đại diện cho những nội dung quan trọng nhất của phần viết về chứng khoán thu nhập cố định. Cuối cùng, Graham và Dodd nhắc chúng ta nhớ rằng: “Lý thuyết đầu tư không nên khái quát hóa dễ dàng.”

## PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN QUA CÁC NĂM

Rất nhiều ý tưởng cụ thể của Graham và Dodd đã vượt qua bài kiểm tra của thời gian, và thực tế, được lựa chọn và sử dụng tiếp bởi những người khác.

- Hai tác giả quan sát rằng: “Một nhà đầu tư có thể từ chối bất kỳ trái phiếu tốt nào mà chẳng bị thiệt hại gì” có thể đã truyền cảm hứng cho Warren Buffett, người rút ra so sánh thông minh về cầu thủ

---

1. *Los Angeles Time*, ngày 7 tháng 4 năm 1991.

đánh bóng trong bóng chày. Buffett nhắc chúng ta rằng cầu thủ đánh bóng sẽ bị gọi ra ngoài nếu đánh hụt 3 lần trong vùng đánh (strike zone), trong khi nhà đầu tư có thể để bất kỳ cơ hội đầu tư nào ra đi mà chẳng bị phạt gì.

- Tương tự, Graham và Dodd cho rằng: “Tiêu chuẩn tốt nhất mà chúng tôi có thể đưa ra nhằm mục đích đánh giá biên độ tài sản trên số tiền nợ, là chỉ số giá trị thị trường của cổ phiếu vốn trên tổng nợ dài hạn (funded debt).” Ý tưởng rất giống với chỉ số nợ điều chỉnh thị trường (market-adjusted debt – MAD) được phổ biến bởi Michael Milken, khi ông này đi tiên phong trong việc phát hành trái phiếu lợi tức cao ở Drexel Burnham Lambert vào thập niên 1970 và 1980. Giá trị thị trường còn lâu mới hoàn hảo, dữ liệu kế toán đơn thuần mang tính quá khứ và do đó, giỏi lắm thì lỗi thời và tệ nhất là chẳng còn liên quan gì.
- Quan trọng hơn, Graham và Dodd nhấn mạnh tầm quan trọng của ổn định dòng tiền trong khả năng đáp ứng nợ của doanh nghiệp khi môi trường bất lợi. “Một khi phải thừa nhận rằng ngành nào đó đang bị sụt giảm lợi nhuận, nhà đầu tư buộc phải ước tính mức độ thu hẹp khả dĩ và so sánh nó với lượng thu nhập thặng dư trên mức yêu cầu lãi suất. Người này đang lo lắng đến khả năng vượt qua các biến động trong tương lai của doanh nghiệp.” Thực tế, trong quãng thời gian còn non trẻ giữa thập niên 1970, ngành mua bán doanh nghiệp bằng vốn vay chỉ mua những doanh nghiệp không có yếu tố có chu kỳ. Tất nhiên, giống như tất cả những nguyên tắc đầu tư quan trọng khác, nguyên tắc này thường bị bỏ qua trong các giai đoạn thị trường bò; hào hứng và lạc quan thống trị, nguyên tắc dòng tiền ổn định có thể dễ dàng bị quên lãng.

## MỘT VÀI SUY NGHĨ KHÁC

Khi xem xét tính xác đáng 68 năm sau của phiên bản *Phân tích chứng khoán* năm 1940, tôi nghĩ cần phải có thêm những quan sát bổ sung.

Đầu tiên, Graham và Dodd chủ yếu để ý đến các giai đoạn “khủng hoảng” và ảnh hưởng của chúng lên khả năng trả nợ. Họ nêu ra 3 giai đoạn khủng hoảng 1920 - 1922, 1930 - 1933, 1937 - 1938, trong khi

chúng ta ngày nay chỉ nói về cuộc khủng hoảng thế kỷ: Cuộc Đại Khủng hoảng. Rõ ràng, Graham và Dodd đang nói về giai đoạn chúng ta gọi là “suy thoái”.

Thứ hai, họ không quan tâm đến việc dự đoán biến động tỷ lệ lãi suất. Lý do chính là vì tỷ lệ lãi suất không biến động nhiều trong thời kỳ đó. Trong 13 năm, từ 1926 đến 1938 – giai đoạn tăng trưởng đan xen giữa hai cuộc “khủng hoảng” – lợi tức của 40 trái phiếu tiện ích dao động chỉ trong khoảng 3,9% đến 6,3%. Vào thời điểm phiên bản 1940 được xuất bản, lúc đó, tỷ lệ lãi suất thấp và khá ổn định.

Thứ ba, cần lưu ý là nhiều cảnh báo rủi ro của Graham và Dodd không dành cho các chuyên gia trong ngành, mà hướng đến nhà đầu tư cá nhân, những người là đối tượng độc giả chính của hai tác giả.

Thực tế, không dễ để biết trước trái phiếu cơ sở nào có thể vượt qua giai đoạn tái cấu trúc mà không bị ảnh hưởng xấu, trái phiếu nào sẽ chịu các ảnh hưởng mạnh mẽ. Do đó, nhà đầu tư bình thường không nên dụng vào những chứng khoán đó, luôn tuân theo nguyên tắc chỉ những doanh nghiệp mạnh mới có trái phiếu mạnh.

Cá nhân không đủ tiêu chuẩn để trở thành nhà bảo hiểm. Người này không được trả tiền để gánh chịu rủi ro; ngược lại, nên quan tâm đến chuyện trả các khoản phí bảo hiểm để được an toàn... Thậm chí, giả sử tỷ lệ lãi suất cao ở các chứng khoán có lợi tức cao hơn, nhìn tổng thể có thể bù đắp đủ rủi ro theo cách thống kê bảo hiểm, các trái phiếu đó vẫn không phải là lựa chọn đầu tư đáng mong đợi từ góc độ cá nhân của nhà đầu tư trung bình.

Do đó nỗi lo về an toàn của nhà đầu tư không chuyên, dường như là nguyên nhân của rất nhiều tuyên bố cứng nhắc trong *Phân tích chứng khoán*. Tôi đồng ý với ý kiến rằng các khoản đầu tư trực tiếp vào trái phiếu doanh nghiệp khủng hoảng tài chính và trái phiếu lợi tức cao, nên là lĩnh vực dành cho những người chuyên nghiệp.

## NHÌN VỀ TƯƠNG LAI

Chỉ có vài cuốn sách đáng đọc trong 70 năm sau khi ra đời của cuốn *Phân tích chứng khoán*. Hai tác giả đã hy vọng rằng tất cả mọi thứ họ nói

và cách họ nói sẽ được cập nhật mới hoàn toàn. Trí thông thái chung và những góc nhìn tuyệt vời thi thoảng xuất hiện là thứ tốt nhất có thể kỳ vọng. Bất kỳ ai tự hỏi tại sao phiên bản 1940 của *Phân tích chứng khoán* vượt qua được tiêu chuẩn này, thì chỉ cần xem các thảo luận của Graham và Dodd về đầu tư chứng khoán cầm cố trong bối cảnh nghĩa vụ nợ cầm cố và nợ dưới chuẩn (CDO) năm 2007:

Trong giai đoạn phát triển rực rỡ và tai hại nhất của trái phiếu cầm cố bất động sản giữa năm 1923 và 1929, bên cạnh việc ước đoán thu nhập tương lai, luận cứ thông thường nhất hỗ trợ chào bán trái phiếu là báo cáo giá trị thẩm định của tài sản, hầu như luôn cao hơn 66 $\frac{2}{3}\%$  giá trị chứng khoán cầm cố. Nếu những con số thẩm định này phù hợp với giá mà những người mua hay người cho vay đầy kinh nghiệm áp dụng cho tài sản, chúng sẽ hữu ích trong việc lựa chọn trái phiếu lành mạnh. Không may thay, chúng hầu như chỉ là các con số định giá trên giấy tờ mà chuyên gia thẩm định săn sàng điền tên mình vào để thu phí, đó là những người lừa gạt nhà đầu tư về mức độ bảo vệ...

Toàn bộ kế hoạch huy động vốn bất động sản này mang trong mình các yếu điểm rõ ràng nhất. Thật đáng buồn khi thiếu các nguyên tắc, nghiên cứu kỹ lưỡng và những lý lẽ thông thường ở các bên liên quan khiến họ cho phép tỷ lệ khổng lồ như thế, trước khi xảy ra sụp đổ không thể tránh khỏi.

Các dịch vụ thẩm định giá nhà và xếp hạng chứng khoán được trả phí tạo ra thái độ tự tin không đáng có, theo sau là rủi ro không thể nhận biết ở phía những nhà đầu tư ngây thơ. Cái gì có thể mô tả tốt hơn các sự kiện gân đât? Đâu là bằng chứng tốt hơn cho tính xác đáng của cuốn *Phân tích chứng khoán* phiên bản năm 1940, từ khi cuốn sách được xuất bản nhiều thập kỷ trước cho đến những thập kỷ sắp tới?

## *Chương* 6

# **CHỌN LỰA CHỨNG KHOÁN ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ CỐ ĐỊNH**

---

---

**V**ới đề xuất cách phân loại chứng khoán bằng đặc điểm thay vì tên gọi, chúng tôi sẽ trình bày theo thứ tự các nguyên tắc và phương pháp lựa chọn áp dụng cho từng nhóm. Chúng tôi đã chia các nhóm giá trị cố định thành:

1. Trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi thẳng xếp hạng cao.
2. Chứng khoán đặc quyền xếp hạng cao, với điều kiện giá trị của đặc quyền quá xa vời để được tính là yếu tố chọn lựa.
3. Cổ phiếu phổ thông có thể thông qua bảo lãnh hoặc ưu tiên để giành được vị thế của chứng khoán ưu tiên xếp hạng cao.

**Thái độ cơ bản đối với cổ phiếu ưu đãi xếp hạng cao.** Bằng cách đặt các cổ phiếu ưu đãi và trái phiếu xếp hạng cao đầy quý giá vào cùng một nhóm, chúng tôi ngũ ý sẽ áp dụng thái độ đầu tư và phương pháp phân tích chung cho hai loại chứng khoán này. Vị thế trái quyền theo pháp luật thấp hơn rõ ràng của cổ đông cổ phiếu ưu đãi, hoàn toàn không được cân nhắc ở đây, vì lý do hợp lý là khoản đầu tư lành mạnh tốt nhất không nên phụ thuộc vào quyền hợp pháp hay các điều khoản bồi hoàn, mà dựa trên

khả năng tài chính dồi dào của doanh nghiệp. Thái độ này được thấy ở các nhà đầu tư tham gia mua chứng khoán như Cổ phiếu ưu đãi của National Biscuit, cổ phiếu gần 40 năm qua được xem là chung bản chất đầu tư với trái phiếu tốt.

**Cổ phiếu phổ thông nhìn chung không tương đương với trái phiếu về chất lượng đầu tư.** Tuy nhiên, nên chỉ ra ngay rằng chứng khoán với lịch sử và vị thế như cổ phiếu ưu đãi National Biscuit chỉ chiếm tỷ lệ rất nhỏ trong tất cả cổ phiếu phổ thông. Do đó, nhìn chung không thể nào khẳng định rằng trái phiếu và cổ phiếu phổ thông nằm ngang hàng với nhau. Ngược lại, trong chương sau, chúng tôi sẽ chỉ ra rằng cổ phiếu ưu đãi trung bình xứng đáng nhận được thứ hạng thấp hơn trái phiếu trung bình, xa hơn nữa là cổ phiếu ưu đãi được chấp nhận quá dễ dàng bởi công chúng đầu tư. Hầu hết những cổ phiếu này không được bảo đảm đầy đủ để khẳng định rằng chúng sẽ tiếp tục trả cổ tức chắc chắn. Do đó, chúng phù hợp xếp vào nhóm chứng khoán ưu tiên cao có tính biến đổi hay tính đầu cơ (Nhóm II). Trong nhóm này, khác biệt theo hợp đồng giữa trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi đóng vai trò quan trọng. Do đó, chúng ta phải phân biệt rõ ràng cổ phiếu ưu đãi điển hình và cổ phiếu ưu đãi đặc biệt. Chỉ có những cổ phiếu ưu đãi đặc biệt mới xứng đáng được xếp hạng đầu tư giá trị cố định và được xem ngang hàng với trái phiếu tốt. Để tránh bất tiện trong cách diễn đạt ở phần thảo luận này, chúng tôi sẽ thường xuyên sử dụng các thuật ngữ “trái phiếu đầu tư” hoặc chỉ đơn thuần “trái phiếu” để đại diện cho tất cả chứng khoán thuộc về nhóm tài sản giá trị cố định.

**Liệu đầu tư trái phiếu có hợp lý không?** Trong phiên bản năm 1934 của cuốn sách này, chúng tôi đã cân nhắc nghiêm túc câu hỏi, liệu các biến động tài chính và công nghiệp khắc nghiệt của những năm trước đó có làm suy yếu logic cơ bản của đầu tư trái phiếu hay không. Liệu có xứng đáng để nhà đầu tư giới hạn lợi nhuận thu nhập của mình và bỏ qua các khả năng kiếm lợi từ đầu cơ, nếu bất chấp các hy sinh này, nhà đầu tư phải chịu các rủi ro thua lỗ nghiêm trọng? Chúng tôi đáp trả câu hỏi bằng ý kiến rằng, hiện tượng năm 1927-1933 quá bất thường để làm cơ sở công bằng cho lý

thuyết và thực hành đầu tư. Các kết quả sau đó dường như đã xác nhận ý kiến của chúng tôi, nhưng môi trường vẫn quá bất ổn với người mua trái phiếu để có thể xóa đi thành kiến cũ về một chứng khoán trọn vẹn trong suốt thời gian dài. Sự kết hợp của mức giá trái phiếu cao kỷ lục với lịch sử hai lần sụp đổ giá thảm họa trong 20 năm trước và cuộc chiến lớn đang diễn ra, không phải là lý do để quá tự tin vào tương lai.

**Hình thái trái phiếu vốn dĩ không hấp dẫn: Sự đảm bảo định lượng về bản chất an toàn.** Tình huống này rõ ràng đòi hỏi thái độ nghiêm khắc và nhiều yêu sách hơn khi lựa chọn trái phiếu so với nhà đầu tư, đơn vị phát hành, các tác giả sách giáo khoa đầu tư xem là cần thiết trước đây.

Đã có nhiều lời ra tiếng vào về rủi ro tự tại khi chấp nhận hình thái trái phiếu là kim chỉ nam bảo đảm cho an toàn, thậm chí cho rủi ro thấp hơn so với cổ phiếu. Thay vì nghĩ về trái phiếu với đoán chừng rằng nó sẽ an toàn như cách làm lâu nay, sẽ hợp lý hơn để bắt đầu với thực tế chứ không phải đoán chừng, nghĩa là trái phiếu (thắng) là khoản đầu tư với lợi nhuận hạn chế. Để bù lại hạn chế không thể tham gia tìm kiếm lời trong tương lai, người giữ trái phiếu nắm giữ trái quyền ưu tiên và cam kết chi trả rõ ràng, trong khi cổ động cổ phiếu ưu đãi chỉ giữ quyền ưu tiên mà không có cam kết. Nhưng tự thân quyền ưu tiên hay cam kết cũng không đảm bảo chi trả. Sự đảm bảo này phải nằm ở năng lực thực hiện cam kết kia của doanh nghiệp và phải được xem xét ở vị thế tài chính, số liệu quá khứ, viễn cảnh tương lai. Do đó, cốt lõi của chọn lựa trái phiếu đúng là có được các yếu tố an toàn cụ thể và thuyết phục, để bù đắp cho việc không tham gia tìm kiếm lợi nhuận.

**Trọng tâm chính tránh lỗ.** Quan niệm chủ đạo của chúng tôi về trái phiếu như một cam kết đầu tư với lợi nhuận hạn chế dẫn chúng tôi đến một góc nhìn quan trọng khác về đầu tư trái phiếu. Vì chúng tôi đặt trọng tâm chính vào việc tránh lỗ, việc lựa chọn trái phiếu chủ yếu là một nghệ thuật từ chối. Nó là quá trình loại bỏ và từ chối, hơn là tìm kiếm sự chấp thuận. Cách nhìn này căn bản trái ngược với lựa chọn cổ phiếu phổ thông. Người mua cổ phiếu phổ thông tiêm năng đều ít nhiều bị ảnh hưởng bởi mong

muốn tránh lỗ và mong muốn có lợi nhuận. Hình phạt cho việc từ chối sai chứng khoán được hình dung là cung nghiêm trọng như khi chấp nhận nó một cách sai lầm. Nhưng một nhà đầu tư có thể từ chối bất kỳ trái phiếu tốt nào mà chẳng bị thiệt hại gì, nếu người này cuối cùng không chấp nhận một chứng khoán không lành mạnh. Do đó, nhìn chung mà nói, không có thứ gì quá xảo quyệt hay khắt khe trong việc mua các lựa chọn đầu tư giá trị cố định. Sự quan sát mà Walter Bagehot dành cho những nhân viên ngân hàng thương mại cũng áp dụng được với việc lựa chọn trái phiếu. “Nếu có khó khăn hay ý kiến ngờ vực nào đó, chứng khoán nên được từ chối.”<sup>1</sup>

**4 nguyên tắc của lựa chọn chứng khoán giá trị cố định.** Sau khi xác định cách tiếp cận tổng quát vấn đề, giờ chúng tôi có thể nêu ra 4 nguyên tắc bổ sung với đặc điểm cụ thể hơn, ứng dụng được trong lựa chọn các chứng khoán:

- I. *An toàn được đo lường không phải bằng quyền lưu giữ tài sản (lien) cụ thể hay các quyền theo hợp đồng (contractual rights) khác, mà bằng năng lực đáp ứng tất cả nghĩa vụ của bên phát hành.*<sup>2</sup>
- II. *Năng lực này phải được đo lường trong điều kiện khủng hoảng chứ không phải thịnh vượng.*
- III. *Mức độ an toàn sụt giảm không thể được bù đắp bằng tỷ lệ lãi suất trái phiếu cao bất thường.*
- IV. *Việc lựa chọn tất cả trái phiếu cho mục đích đầu tư phải tuân theo các nguyên tắc loại trừ và bài kiểm tra định lượng cụ thể tương ứng với quy chế điều chỉnh đầu tư ngân hàng tiết kiệm.*

Kỹ thuật chọn trái phiếu dựa trên các nguyên tắc trên sẽ khác biệt rất nhiều từ góc nhìn thái độ đến phương pháp so với đầu tư truyền thống. Tuy nhiên, dù khác biệt với các khái niệm truyền thống, cách tiếp cận này không phải là phát kiến mới, mà là việc ghi nhận và ủng hộ những cách

1. *Lombard Street*, tr. 245, New York, 1892.

2. Đây là nguyên tắc chung áp dụng cho hầu hết trái phiếu giá trị cố định, nhưng nó phụ thuộc vào rất nhiều trường hợp đặc biệt sẽ được thảo luận sau.

nhìn mà các nhà đầu tư thông minh và kinh nghiệm thu nhặt được qua thời gian. Thảo luận dưới đây hướng đến mục đích giải thích rõ bản chất và lý lẽ ủng hộ các ý tưởng mới.<sup>1</sup>

## I. AN TOÀN KHÔNG ĐƯỢC ĐO LƯỜNG BẰNG QUYỀN LƯU GIỮ TÀI SẢN MÀ BẰNG NĂNG LỰC TRẢ NỢ

Đây là khác biệt căn bản mà chúng tôi bắt gặp ngay từ đầu. Trong quá khứ, trong tâm chính khi phân tích chứng khoán gồm đặc điểm và giả thiết tài sản mà chứng khoán đó có quyền lưu giữ. Chúng tôi cho rằng, cân nhắc này không quan trọng; yếu tố chủ đạo phải là sức mạnh và mức độ lành mạnh của doanh nghiệp phát hành nợ. Do đó, tồn tại khác biệt rõ ràng giữa hai cách nhìn. Một mặt, trái phiếu là trái quyền với tài sản; mặt khác, là trái quyền với doanh nghiệp.

Cách nhìn cũ đủ hợp lý với nguyên bản và mục đích. Nó yêu cầu người giữ trái phiếu đứng ngoài rủi ro của doanh nghiệp bằng tài sản bảo đảm đầy đủ an toàn cho người này trong trường hợp doanh nghiệp sụp đổ. Nếu doanh nghiệp không có khả năng trả trái quyền, người này có thể lấy tài sản cầm cố và tự chi trả cho bản thân. Thỏa thuận này sẽ rất tuyệt vời nếu nó thực sự xảy ra như vậy, nhưng trong thực tế, nó hiếm khi khả thi. Dưới đây là 3 lý do cho thực tế này:

1. Tài sản trượt giá khi doanh nghiệp phá sản.
2. Khó khăn trong việc đòi quyền lợi hợp pháp đúng của người giữ trái phiếu.
3. Trì hoãn và những bất lợi khác trong việc nhận khoản chi trả.

### **Quyền lưu giữ tài sản không đảm bảo tài sản sẽ không mất giá.**

Khái niệm quyền lưu giữ tài sản cầm cố như sự bảo đảm an toàn tách biệt khỏi thành bại của doanh nghiệp, hoàn toàn là ngụy biện trong hầu hết trường hợp. Trong tình huống điển hình, giá trị tài sản cầm cố phụ thuộc

1. Những ý tưởng này không quá mới cũng không quá phổ biến vào năm 1940 như thời điểm 1934, nhưng chúng tôi ngờ rằng chúng chưa được xem là tiêu chuẩn.

rất lớn vào sức mạnh thu nhập của doanh nghiệp. Người giữ trái phiếu thường có quyền lưu giữ tài sản với tuyến đường sắt, nhà máy và trang thiết bị, hoặc trong nhà máy điện và các tài sản tiện ích khác, hoặc cây cầu hoặc công trình khách sạn. Những tài sản này hiếm khi có thể sử dụng cho những mục đích khác, ngoài mục đích ban đầu khi xây dựng chúng. Do đó, nếu doanh nghiệp thất bại, giá trị tài sản cố định của nó thường giảm mạnh trong thực tế. Vì lý do này, cách làm truyền thống khi báo cáo giá gốc hay giá thẩm định của tài sản cầm cố như một cách dẫn dụ mua trái phiếu, hoàn toàn mang tính dối lừa. Giá trị của tài sản cầm cố chỉ quan trọng trong trường hợp vỡ nợ, trong bất kỳ tình huống nào như vậy, con số sổ sách hầu như không đáng tin cậy và xác đáng. Thực tế này có thể được minh họa bằng trường hợp của trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 lãi suất 6% của Seaboard-All Florida Railway, bán năm 1931 ở mức giá 1 xu trên mỗi đô-la không lâu sau khi tuyến đường kia hoàn thành.

**Không thể thực hiện quyền hợp pháp căn bản của người nắm quyền lưu giữ tài sản.** Trong các trường hợp tài sản cầm cố thực sự bằng khoản nợ, người giữ trái phiếu hiếm khi được phép tiếp nhận và hiện thực hóa quyền đó. Cần hiểu rằng quy trình vỡ nợ của trái phiếu doanh nghiệp cổ phần rất khác so với thông lệ trong trường hợp cầm cố tài sản sở hữu cá nhân. Các quyền hợp pháp cơ bản của người nắm quyền lưu giữ tài sản được xem là giống nhau trong cả hai tình huống. Nhưng thực tế, chúng tôi thấy tòa án có xu hướng thiên vị không cho phép người giữ trái phiếu doanh nghiệp tịch thu tài sản theo quyền lưu giữ tài sản của mình, trong trường hợp các tài sản này có giá cao hơn trái quyền. Rõ ràng sẽ không công bằng để bỏ rơi các cổ đông cổ phiếu hay những người giữ trái phiếu ưu tiên thấp, họ cũng có quyền lợi trong tài sản nhưng không có vị thế bảo vệ quyền lợi này. Kết quả là, người giữ trái phiếu, nếu có, hiếm khi được sở hữu thực sự tài sản cầm cố, trừ khi giá trị của nó lúc đó thấp hơn rất nhiều so với trái quyền. Trong hầu hết các trường hợp, nhà đầu tư được yêu cầu nhận các chứng khoán mới trong doanh nghiệp được tái cấu trúc. Đôi khi, tình trạng vỡ nợ được giải quyết và chứng

khoán phục hồi nguyên trạng. Trong một số trường hợp cực kỳ hiếm, chứng khoán vỡ nợ có thể được trả đủ tiền, nhưng chỉ sau quãng thời gian trì hoãn dài và cực kỳ bức bối.

**Sự trì hoãn rất mệt mỏi.** Trì hoãn là lập luận phản bác thứ ba cho quan điểm phụ thuộc vào tài sản cầm cố như cách bảo đảm cho đầu tư trái phiếu. Tài sản cầm cố càng đáng giá so với quyền lưu giữ tài sản thì càng khó để tịch thu chúng, thời gian cần thiết để phân chia quyền lợi “hợp lý” giữa các trái phiếu và cổ phiếu khác nhau càng dài. Hãy cân nhắc loại tình huống thuận lợi nhất cho người giữ trái phiếu trong trường hợp thụ lý tài sản. Người này sẽ giữ chứng khoán cầm cố ưu tiên 1 tương đối nhỏ, theo sau là quyền lưu giữ tài sản ưu tiên thấp rất lớn, khiến công ty không thể trả nợ. Có thể, vị thế người giữ trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 khiến người này không phải đối mặt với cơ hội thua lỗ thực sự. Nhưng các khó khăn tài chính của doanh nghiệp thường có ảnh hưởng tiêu cực lên thị giá của tất cả chứng khoán, thậm chí với những chứng khoán không bị ảnh hưởng gì đến giá trị thực. Khi quá trình thụ lý tài sản kéo dài, thị giá càng sụt giảm trầm trọng hơn, vì nhà đầu tư vốn dĩ không thích mua dây buộc mình. Rốt cuộc, trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 có thể trải qua thương vụ tái cấu trúc mà chẳng bị ảnh hưởng gì, nhưng trong quãng thời gian mệt mỏi và kéo dài đó, người sở hữu phải đối mặt với thị giá sụt giảm nghiêm trọng cũng như các hoài nghi và lo lắng về tương lai. Các ví dụ điển hình của trải nghiệm này có thể được tìm thấy trong trường hợp của trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 4% của Missouri, Kansas & Texas Railway, trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 5% của Brooklyn Union Elevated Railroad.<sup>1</sup> Chủ đề về thụ lý và tái cấu trúc, ảnh hưởng của chúng đến người giữ trái phiếu sẽ được thảo luận chi tiết hơn trong chương sau.

---

1. Về chủ đề trì hoãn trong việc thực thi trái quyền của người giữ trái phiếu, nên biết rằng trong điều kiện 1/3 doanh nghiệp đường sắt rơi vào phá sản, không tuyến đường nào thoát khỏi bàn tay của hội đồng ủy thác trong khoảng thời gian 6 năm sau đạo luật sửa đổi SEC. 77 cho Đạo luật Phá sản năm 1933 – điều chỉnh được thiết kế nhằm đẩy nhanh quá trình tái cấu trúc.

**Nguyên tắc căn bản là tránh vẩn đề.** Thảo luận trước hỗ trợ quan điểm của chúng tôi rằng mục đích chính của người mua trái phiếu là phải tránh vẩn đề, chứ không phải bảo vệ bản thân mình trong tình huống rắc rối. Thậm chí trong các tình huống khi quyền lưu giữ tài sản thực sự có ích, quyền lợi này cũng chỉ được hiện thực hóa dưới các điều kiện mâu thuẫn với đầu tư giá trị cố định. Thị giá sụt giảm nghiêm trọng hầu như luôn đi kèm với thụ lý tài sản, chuyện nhà đầu tư phải cầu viện đến giao kèo nợ cho thấy khoản đầu tư của người này không thông minh hoặc thiếu may mắn. Sự bảo đảm mà tài sản cầm cố mang lại cao lắm cũng chỉ giảm nhẹ sai lầm của anh ta.

### Các hệ quả từ nguyên tắc đầu tiên.

1. *Thiếu quyền lưu giữ tài sản không mang lại hệ quả lớn.* Nguyên tắc I cho ra một số hệ quả với các ứng dụng thực tế quan trọng. Quyền lưu giữ tài sản cụ thể không quá quan trọng trong lựa chọn trái phiếu xếp hạng cao, thiếu quyền này không mang lại hậu quả nghiêm trọng. Giấy nợ<sup>1</sup>, nghĩa vụ không bảo đảm của doanh nghiệp mạnh dư khả năng chi trả các khoản chi phí lãi vay, đủ tiêu chuẩn để được chấp nhận như trái phiếu được bảo đảm bởi tài sản cầm cố. Hơn nữa, giấy nợ của doanh nghiệp mạnh chắc chắn là các khoản đầu tư lành mạnh hơn chứng khoán cầm cố của doanh nghiệp yếu. Ví dụ, không có trái phiếu quyền lưu giữ tài sản cầm cố ưu tiên 1 nào

1. Thuật ngữ “giấy nợ” trong thực hành tài chính Mỹ có một nghĩa được công nhận là “trái phiếu hay phiếu khoán không bảo đảm”. Đôi khi cái tên này được sử dụng cho những loại chứng khoán khác mà chẳng có khác biệt gì cụ thể. Chúng là những “giấy nợ bảo đảm”, ví dụ giấy nợ bảo đảm 6½% của Chicago Herald & Examiner đáo hạn năm 1950, giấy nợ 3½% của Lone Star Gas đáo hạn năm 1953. Bên cạnh đó, cũng có nhiều cổ phiếu ưu đãi được gọi là cổ phiếu ưu đãi giấy nợ, hay đơn giản chỉ là cổ phiếu giấy nợ, như cổ phiếu giấy nợ Du Pont (mua lại vào năm 1939); cổ phiếu giấy nợ General Cigar (mua lại vào năm 1927).

Đôi khi, chứng khoán giấy nợ cũng mang tên phù hợp, nguyên thủy nó không được bảo đảm, sau đó trở nên bảo đảm hơn thông qua một giao kèo bảo đảm, ví dụ giấy nợ của New York, New Haven & Hartford Railroad được thảo luận trong Chương 19. Một ví dụ khác là giấy nợ 6½% của Fox New England Theaters được tái cấu trúc vào năm 1933. Những giấy nợ này trở nên an toàn khi mua những trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 của cùng công ty, được người mua nhà hát trả lại vì không thể đáp ứng được thu nhập tương lai.

được xếp hạng đầu tư tốt hơn giấy nợ 3% của Standard Oil of New Jersey đáo hạn vào năm 1961. Nghiên cứu danh sách trái phiếu sẽ cho chúng ta thấy các chứng khoán giấy nợ của doanh nghiệp không có khoản nợ bảo đảm ưu tiên cao hơn, sẽ được xếp vào nhóm đầu tư ít nhất trên mệnh giá so với trái phiếu cầm cố trung bình, vì doanh nghiệp phải có xếp hạng tín dụng cao để có thể thu về các khoản tài trợ vốn từ trái phiếu dài hạn không bảo đảm.<sup>1</sup>

*2. Lý thuyết mua nghĩa vụ nợ lợi tức cao nhất của doanh nghiệp lành mạnh.* Kết quả là nếu bất kỳ nghĩa vụ (obligation) nào của doanh nghiệp đủ tiêu chuẩn trở thành khoản đầu tư giá trị cố định, thì tất cả nghĩa vụ của doanh nghiệp đó cũng sẽ như vậy. Nói ngược lại, nếu trái phiếu ưu tiên thấp của doanh nghiệp không an toàn, trái phiếu cầm cố cũng không phải là lựa chọn đầu tư giá trị cố định đáng mong muốn. Vì nếu chúng khoán cầm cố ưu tiên 2 không an toàn, tự thân doanh nghiệp yếu, nói chung không thể có nghĩa vụ xếp hạng cao ở doanh nghiệp yếu. Do đó, quy trình đúng về mặt lý thuyết của đầu tư trái phiếu là bắt đầu bằng việc chọn doanh nghiệp đáp ứng được tất cả bài kiểm tra sức mạnh và tính lành mạnh, sau đó mua nghĩa vụ cho ra lợi tức cao nhất, là chứng khoán ưu tiên thấp chứ không phải quyền lưu giữ tài sản ưu tiên 1. Giả sử chúng ta không mắc sai lầm nào trong việc lựa chọn doanh nghiệp, cách làm này sẽ phát huy tác dụng hoàn hảo trong thực tế. Tuy nhiên, khả năng mắc sai lầm càng cao thì càng phải hy sinh lợi tức để giảm khả năng thua lỗ tiền vốn. Nhưng chúng ta phải nhận ra rằng, khi yêu thích chứng khoán cầm cố ưu tiên 1 lợi tức thấp hơn, người mua trái phiếu thực tế đang thể hiện thiếu tự tin trong việc đánh giá cá nhân về tính lành mạnh của doanh nghiệp, nếu tiến đù xa sẽ nảy ra câu hỏi đầu tư khôn ngoan bất kỳ trái phiếu doanh nghiệp nào.

---

1. Điểm này được minh chứng nổi bật bởi hoạt động huy động vốn công nghiệp giữa năm 1935 và 1939. Trong những năm này, chỉ trái phiếu xếp hạng cao mới bán được, phần lớn trong đó là những giấy nợ.

*Ví dụ:* Hãy cân nhắc trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 lãi suất 5% của Cudahy Packing đáo hạn năm 1946 và giấy nợ 5½% của chính công ty này, đáo hạn năm 1937. Vào tháng 6 năm 1932, trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 5% được bán ở giá 95 cho ra mức lợi tức khoảng 5½%, trong khi chứng khoán ưu tiên thấp 5½% được bán ở giá 59 cho ra lợi tức 20% cho đến khi đáo hạn. Mua trái phiếu 5% ở mức gần mệnh giá chỉ có thể được lý giải bằng niềm tin doanh nghiệp sẽ không vỡ nợ và phát triển tương đối thịnh vượng, vì ngược lại, trái phiếu chắc chắn sẽ rót giá thảm hại. Nhưng nếu nhà đầu tư tự tin vào tương lai của Cudahy, tại sao không mua giấy nợ và có được khoản thu nhập cao hơn rất nhiều? Đáp án duy nhất là nhà đầu tư này muốn có được đảm bảo tốt hơn từ khoản cầm cố ưu tiên 1, trong trường hợp đánh giá của mình sai và doanh nghiệp kia rơi vào khó khăn. Trong trường hợp này, người sở hữu trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 nhiều khả năng mất ít hơn so với nắm giữ chứng khoán ưu tiên thấp. Thậm chí nếu có lợi thế này, cũng nên biết rằng nếu có khả năng Cudahy Packing chịu các tác động xấu như lịch sử từng xảy ra với Fisk Rubber, trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 sẽ sụt giá nghiêm trọng như giấy nợ; vì tháng 4 năm 1932, trái phiếu 8% ưu tiên 1 của Fisk Rubber được bán ở mức giá thấp 17 so với 12 của phiếu khóa 5½% không bảo đảm. Rõ ràng, ở bất kỳ tỷ lệ nào, nhà đầu tư yêu thích quyền giữ tài sản ưu tiên 1 lãi suất 5% của Cudahy đang trả khoản tiền cao hơn khoảng 15% mỗi năm (khác nhau giữa hai mức lợi tức) để bảo hiểm một phần thua lỗ. Trên cơ sở đó, người này chắc chắn trả quá nhiều cho cái nhận được. Kết luận không thể né tránh là người này sẽ không đầu tư gì cho trái phiếu Cudahy, hoặc người này nên mua chứng khoán ưu tiên thấp ở mức lợi tức cao hơn rất nhiều.<sup>1</sup> Nguyên tắc này có thể được đặt xuống để áp dụng cho trường hợp tổng quát, trong đó trái phiếu ưu tiên 1 bán ở mức giá cố định (ví dụ, gần mệnh giá) và chứng khoán ưu tiên thấp của cùng doanh nghiệp cho ra lợi tức cao hơn rất nhiều.<sup>2</sup>

1. Cả hai chứng khoán của Cudahy đều đáo hạn ở mức giá 102½ vào năm 1935.

2. Các trường hợp ngoại lệ cho nguyên tắc này có thể được lý giải trong những tình huống hiếm gặp khi chứng khoán ưu tiên cao có vị thế đặc biệt ưu đai – ví dụ một trái phiếu của một doanh nghiệp đường sắt cực kỳ ổn định.

3. *Quyền lưu giữ tài sản ưu tiên cao nên được yêu thích, trừ khi nghĩa vụ ưu tiên thấp sở hữu lợi thế rất lớn.* Tất nhiên, chứng quyền lưu giữ tài sản ưu tiên thấp chỉ nên được yêu thích khi lợi nhuận thu nhập đáng kể. Nếu trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 cho lợi tức chỉ thấp hơn chút ít, chắc chắn sẽ khôn ngoan hơn khi trả khoản tiền nho nhỏ để bảo hiểm cho bản thân trước những vấn đề ngoài mong đợi.

**Ví dụ:** Điểm này được minh họa bằng thị giá tương đối của trái phiếu tổng quát (ưu tiên 1) 4% của Atchison, Topeka & Santa Fe Railway trái phiếu điều chỉnh (cầm cố ưu tiên 2) 4%, cả hai cùng đáo hạn năm 1995.

**GIÁ CỦA TRÁI PHIẾU TỔNG QUÁT 4% VÀ ĐIỀU CHỈNH 4%**  
**VÀO NHỮNG THỜI ĐIỂM KHÁC NHAU**

Ngày	Giá trái phiếu tổng quát 4%	Giá trái phiếu điều chỉnh 4%	Chênh lệch
02/01/1913	97½	88	9½
05/01/1917	95½	86¾	8¾
21/05/1920	70¼	62	8¼
04/08/1922	93½	84½	9
04/12/1925	89¼	85¼	4
03/01/1930	93¼	93	¼
07/01/1931	98½	97	½
02/06/1932	81	66½	14½
19/06/1933	93	88	5
09/01/1934	94¼	83	11¼
06/03/1936	114½	113½	1½
26/04/1937	103½	106¾	3¼
14/04/1938	99¼	75¼	24
29/12/1939	105¾	85¼	20½

Trước năm 1924, trái phiếu tổng quát Atchison 4% thường được bán ở mức 7-10 điểm, cao hơn trái phiếu điều chỉnh 4% và cho ra lợi tức thấp hơn, khoảng ½%. Vì cả hai chứng khoán này đều được xem là chắc chắn an toàn, sẽ hợp lý hơn nếu mua chứng khoán ưu tiên thấp ở mức chi phí dưới 10%. Sau năm 1923, quan điểm này tự khẳng định bản thân đúng, khác biệt

về giá dần hép lại. Trong năm 1930 và đầu năm 1931, chứng khoán ưu tiên thấp trong nhiều thời điểm được bán cùng mức giá với trái phiếu tổng quát 4%. Quan hệ này thậm chí thiếu hợp lý hơn khi khác biệt giá quá lớn vào năm 1922-1923, vì lợi thế giá và lợi tức trái phiếu điều chỉnh 4% quá nhỏ để bảo đảm chấp nhận vị trí ưu tiên thấp, thậm chí với giả định chắc chắn về độ an toàn của cả hai chứng khoán này.

Trong khoảng thời gian rất ngắn, sự thật hiển nhiên này phát triển bất ngờ khi khoảng cách giá được nới rộng ra 14 điểm trong điều kiện chán nản của thị trường trái phiếu vào tháng 6 năm 1932. Theo số liệu năm 1934, có thể suy ra chênh lệch giá hợp lý giữa hai chứng khoán là 5 điểm, tình huống khoảng cách giá mở rộng ra thêm hay biến mất đều mang đến cơ hội để bán một trong hai trái phiếu và mua trái phiếu còn lại. Hai cơ hội này thực tế đã xuất hiện năm 1934 và 1936, như thể hiện ở bảng trên.

Ví dụ này hữu ích khi minh họa yếu tố sâu xa nhất của thay đổi và việc cần thiết phải thực hiện phân tích trái phiếu. Năm 1937, Atchison không thể đưa thu nhập về mức bình thường, biên độ nằm trên yêu cầu trả lãi được đánh giá bởi các tiêu chuẩn bảo thủ, cảnh báo nhà đầu tư rằng yếu tố “điều chỉnh” (điều chỉnh theo rủi ro) trong chứng khoán ưu tiên thấp chắc chắn không thể phớt lờ nữa. Do đó, quan hệ giá, logic vào thời điểm an toàn lãi suất không phải là vấn đề, cũng không thể áp dụng trong các điều kiện mới. Năm 1938, thu nhập kém buộc doanh nghiệp này hoãn việc trả lãi ngày 1 tháng 5 của trái phiếu điều chỉnh, khiến giá của chứng khoán này giảm xuống  $75\frac{1}{8}$  và khoảng cách được nới rộng ra 24 điểm. Dù rằng khoản lãi suất này được chi trả đầy đủ sau đó và giá hồi phục lại mức 96 vào năm 1939, song sẽ không thông minh nếu áp dụng các tiêu chuẩn trước năm 1932 vào chứng khoán này.

Một chứng khoán quyền giữ tài sản ưu tiên thấp của doanh nghiệp X có thể được lựa chọn dựa trên tham khảo trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 của doanh nghiệp Y, theo một trong hai cơ sở sau:

1. Tổng nợ của doanh nghiệp X được đảm bảo đầy đủ, lợi tức của chứng khoán quyền lưu giữ tài sản ưu tiên thấp cao hơn rất nhiều so với chứng khoán doanh nghiệp Y;

2. Nếu không có lợi thế lợi tức lớn, đảm bảo tổng nợ của doanh nghiệp X phải tốt hơn đáng kể so với doanh nghiệp Y.

*Ví dụ về trường hợp 2:*

Chứng khoán	Giá năm 1930	Thu nhập trên lãi cố định năm 1929*
Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 5% của Pacific Power & Light đáo hạn năm 1955	101	1,53 lần
Giấy nợ 5% của American Gas & Electric đáo hạn năm 2028	101	2,52 lần

\* Kết quả thu nhập tương đối cũng tương tự.

Khả năng chi trả lãi vay cao hơn đáng kể của American Gas & Electric sẽ lý giải, trái phiếu ưu tiên thấp của doanh nghiệp được yêu thích hơn chứng khoán cầm cố ưu tiên 1 của Pacific Power & Light, khi cả hai được bán cùng giá.<sup>1</sup>

**Tình trạng đặc biệt của “trái phiếu cơ sở”.** Trong ngành đường sắt, chứng khoán có tên gọi “trái phiếu cơ sở” thường có đặc điểm đầu tư đặc biệt. Đây là những chứng khoán quy mô tương đối nhỏ được bảo đảm bởi quyền lưu giữ tài sản đặc biệt quan trọng trong hệ thống của doanh nghiệp phát hành, thường xếp trước hàng loạt các “chứng khoán cầm cố tổng tài sản”. Trái phiếu cơ sở thường có quyền lưu giữ tài sản ưu tiên 1, nhưng có thể là chứng khoán cầm cố ưu tiên 2 hay thậm chí ưu tiên 3, trong trường hợp các chứng khoán ưu tiên cao cũng có quy mô tương đối nhỏ.

*Ví dụ:* Trái phiếu cầm cố mở rộng ưu tiên 3 lãi suất 4½% của New York và Erie Railroad đáo hạn năm 1938, có quyền ưu tiên thấp hơn hai chứng khoán quyền lưu giữ tài sản nhỏ xếp trên, bao phủ phần lớn hê

1. Năm 1937, giá của trái phiếu 5% của Pacific Power & Light thấp ở mức 51 so với mức giá thấp 104 của giấy nợ American Gas & Electric.

thống đường sắt chính của Erie Railroad. Theo sau chúng là 3 chứng khoán cầm cố toàn hệ thống đường sắt, sở hữu vị thế được ưu ái của trái phiếu cơ sở.

Trái phiếu mô tả ở trên được cho là hoàn toàn an toàn, bất chấp chuyện gì xảy ra với toàn bộ hệ thống đường sắt. Chúng gần như đi qua giai đoạn tái cấu trúc mà không bị ảnh hưởng gì; thậm chí trong trường hợp thụ lý tài sản, các khoản trả lãi thường được tiếp tục như một phần của hoạt động tái cấu trúc, phần lớn vì tổng số liên quan tương đối nhỏ so với con số chung. Tuy nhiên, chúng không miễn khỏi tốc độ sụt giá mạnh nếu doanh nghiệp đường sắt vỡ nợ trên cả hệ thống.

*Ví dụ:* Trong trường hợp trái phiếu ưu tiên 3 lãi suất  $4\frac{1}{2}\%$  của New York và Erie (tự nới rộng thời gian đáo hạn năm 1923 và một lần nữa vào năm 1933), tiền gốc và lãi suất bị vỡ nợ vào tháng 3 năm 1938, Erie phá sản hai tháng sau đó. Giá chứng khoán giảm xuống mức 61. Tuy nhiên, nhiều kế hoạch tái cấu trúc khác nhau được đệ trình đến cuối năm 1939, tất cả đều bao gồm việc chi trả toàn bộ tiền gốc và lãi suất cho chứng khoán này.

Trái phiếu hợp nhất 6% của Chicago & Eastern Illinois đáo hạn năm 1934, cuối cùng cũng trả toàn bộ tiền gốc và lãi vào năm 1940 với lãi suất trả chậm là 4% – nhưng giá của trái phiếu này không chờ được đến khi đó và rơi xuống mức thấp 32 vào năm 1933.

Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 4%, ưu tiên 2 lãi suất 5% và ưu tiên 3 lãi suất 4% của Pacific Railway of Missouri, tất cả đều được gia hạn từ thời gian đáo hạn ban đầu đến năm 1938 và là trái phiếu cơ sở của hệ thống Missouri Pacific. Chúng tiếp tục nhận lãi suất và không hề hấn gì trong thời gian thụ lý tài sản năm 1915. Sau vụ phá sản thứ hai năm 1933, chúng tiếp tục nhận lãi suất cho đến ngày đáo hạn. Vào lúc đó, doanh nghiệp không thể chi trả tiền gốc, nhưng các khoản trả lãi suất vẫn tiếp tục đến năm 1939. Nhiều kế hoạch tái cấu trúc khác nhau hầu hết đều đề xuất chi trả toàn bộ cho trái phiếu này, bằng cách cho quyền giữ tài sản ưu tiên, nghĩa vụ nợ lãi suất cố định của công ty mới. Nhưng từ năm 1931, giá của 3 chứng khoán này ở mức thấp tương ứng với 65, 60 và 53.

Tuy nhiên, có những trái phiếu khác từng được đánh giá như chứng khoán cơ sở, song không khá khẩm hơn sau vỡ nợ.

*Ví dụ:* Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 4% của Milwaukee, Sparta & Northwestern đáo hạn năm 1947 được xếp hạng trái phiếu cơ sở của Chicago & North Western Railway, trong rất nhiều năm, giá của chúng không quá thấp so với trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 4% hàng đầu của Union Pacific, có cùng thời gian đáo hạn. Tuy nhiên, quá trình thụ lý tài sản của Chicago & North Western được thực thi sau khi doanh nghiệp vỡ nợ năm 1935, khiến chứng khoán này giảm giá trầm trọng và rơi xuống mức thấp  $8\frac{1}{8}$  cuối năm 1939.

Từ các trường hợp thảo luận ở trên, dường như trong vài tình huống, trái phiếu cơ sở có thể được xem như ngoại lệ cho nguyên tắc trái phiếu không lành mạnh, trừ khi doanh nghiệp lành mạnh. Phần lớn trường hợp những trái phiếu này được sở hữu bởi các định chế hay nhà đầu tư lớn. (Quan sát tương tự có thể được áp dụng cho một số trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 của các công ty vận hành con của doanh nghiệp tiện ích công cộng.)

Trong trái phiếu đường sắt dạng này, địa điểm và giá trị chiến lược của số dặm đường là tối quan trọng. Trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 ở các phần không quan trọng và không sinh lợi của hệ thống, đôi khi được gọi là “quyền lưu giữ tài sản một phần”, không thực sự là trái phiếu cơ sở theo nghĩa mà chúng ta vừa sử dụng. Quyền lưu giữ tài sản ưu tiên 1 một phần ở những quãng đường có vị trí tồi, còn bị đối xử tệ hơn trong quá trình tái cấu trúc so với trái phiếu cầm cố tổng tài sản có hạng ưu tiên thấp hơn chúng.

*Ví dụ:* Trái phiếu ưu tiên 1 của Central Branch Union Pacific đáo hạn năm 1938 được xem là “trái phiếu cơ sở” của trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 và bồi hoàn của Missouri Pacific, phát hành nhằm đảm bảo chi trả khi chúng khoán kia đáo hạn. Tuy nhiên, tất cả các kế hoạch tái cấu trúc cho đến cuối năm 1939 đều đề xuất phương án giải quyết tốt hơn cho trái phiếu cầm cố 5% ưu tiên 1 và bồi hoàn của Missouri Pacific, so với trái phiếu có vẻ có ưu tiên cao hơn của Central Branch.

Thực tế, không dễ để biết trước trái phiếu cơ sở nào có thể vượt qua giai đoạn tái cấu trúc mà không chịu ảnh hưởng xấu, trái phiếu nào sẽ chịu các ảnh hưởng mạnh mẽ. Do đó, nhà đầu tư bình thường không nên đụng vào những chứng khoán đó và tuân theo nguyên tắc chỉ những doanh nghiệp mạnh mới có trái phiếu mạnh.

## Chương 7

# CHỌN CHỨNG KHOÁN ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ CỐ ĐỊNH: NGUYÊN TẮC THỨ HAI VÀ THỨ BA

## II. TRÁI PHIẾU NÊN MUA DỰA TRÊN CƠ SỞ KHỦNG HOẢNG

Nguyên tắc rằng lựa chọn đầu tư lành mạnh phải có khả năng vượt qua nghịch cảnh, dường như là chuyện hiển nhiên. Bất kỳ trái phiếu nào cũng có thể tốt khi điều kiện thuận lợi; chỉ có bài kiểm tra nhanh trong thời điểm khủng hoảng mới khiến lợi thế của chứng khoán mạnh so với chứng khoán yếu trở nên rõ ràng và quan trọng. Vì lý do này, nhà đầu tư thận trọng luôn yêu thích các nghĩa vụ của doanh nghiệp đã có vị thế vững chắc, đó là cơ sở thể hiện năng lực đi qua các giai đoạn xấu cũng như tốt.

**Giá định an toàn dựa trên đặc điểm ngành hoặc mức độ bảo đảm.** Niềm tin vào năng lực vượt qua khủng hoảng của trái phiếu có thể dựa trên một trong hai lý do khác nhau. Nhà đầu tư có thể tin rằng, sức mạnh thu nhập của doanh nghiệp có thể sẽ không bị suy giảm, hoặc nếu không, biên độ an toàn đủ lớn để có thể vượt qua suy giảm mà không vấp phải nguy hiểm gì. Trái phiếu của doanh nghiệp chiếu sáng và điện được yêu thích chính bởi lý do đầu tiên, trái phiếu của các công ty con của United States Steel Corporation vì lý do thứ hai. Trường hợp đầu tiên là đặc điểm ngành, trường hợp thứ hai là mức độ đảm bảo, lý giải cho việc mua chứng khoán.

Một trong hai quan điểm cố gắng tránh rủi ro khủng hoảng mà hầu hết người mua trái phiếu phải đối mặt. Đầu tư vào doanh nghiệp miễn nhiễm trước khủng hoảng thường như dễ hơn dựa vào sức mạnh tài chính của trái phiếu để vượt qua những giai đoạn tồi tệ.

**Không ngành nào hoàn toàn miễn nhiễm trước khủng hoảng.** Tất nhiên, lập luận phản bác lý thuyết đầu tư này là không có ngành nào miễn nhiễm trước khủng hoảng hay miễn nhiễm trước bất kỳ rủi ro sụt giảm sức mạnh thu nhập. Đúng là các doanh nghiệp của Edison chỉ sụt giảm lợi nhuận chút ít so với các doanh nghiệp sản xuất thép. Nhưng sự sụt giảm nhỏ đó thậm chí có thể nguy hiểm chết người, nếu doanh nghiệp không thể tăng thu nhập trong tương lai. Một khi phải thừa nhận rằng ngành đang bị sụt giảm lợi nhuận, nhà đầu tư buộc phải ước tính mức độ thu hẹp khả dĩ, so sánh nó với lượng thu nhập thặng dư trên mức yêu cầu lãi suất. Người này nhận ra bản thân mình đang ở cùng vị thế với người giữ bất kỳ loại trái phiếu nào khác, đang rất lo lắng về khả năng vượt qua các biến động trong tương lai của doanh nghiệp.<sup>1</sup>

Do đó, khác biệt không phải giữa ngành miễn nhiễm và ngành chịu ảnh hưởng bởi khủng hoảng, mà giữa những ngành biến động ít và nhiều. Doanh nghiệp càng ổn định thì càng phù hợp để huy động vốn từ trái phiếu, tỷ lệ thu nhập chi trả lãi vay sẽ càng lớn hơn. Bất ổn gia tăng phải được bù đắp bởi biên độ an toàn lớn hơn để bảo đảm rằng doanh nghiệp trả được lãi vay; nói cách khác, trái phiếu chỉ có thể chiếm tỷ lệ nhỏ hơn trong tổng vốn. Nếu tồn tại bất ổn tự tại khiến chúng ta phải nghi ngờ về khả năng sống còn của doanh nghiệp trong những điều kiện không thuận lợi (vấn đề thường xuất hiện trong trường hợp công ty công nghiệp quy mô vừa), thì trái phiếu không thể đáp ứng yêu cầu trở thành lựa chọn đầu tư giá trị cố định, thậm chí dù biên độ an toàn đo lường bằng kết quả quá khứ có thể vô cùng lớn. Trái phiếu như vậy sẽ vượt qua các bài kiểm tra định

---

1. Lưu ý rằng số lượng chứng khoán doanh nghiệp sở hữu vốn tiện ích lớn (thậm chí những doanh nghiệp vận hành phát hành quá nhiều trái phiếu) vỡ nợ trong giai đoạn 1931-1932, trong khi trái phiếu công ty con của United States Steel Corporation duy trì được xếp hạng đầu tư cao bất chấp kết quả vận hành rất kém.

lượng, nhưng không vượt qua bài kiểm tra định tính, cả hai bài kiểm tra này đều cần thiết cho khái niệm đầu tư của chúng ta.

**Thực hành đầu tư công nhận tầm quan trọng của đặc điểm ngành.** Khái niệm biên độ an toàn đã được công nhận rộng rãi trong thực hành đầu tư nhiều năm qua. Cách phân loại doanh nghiệp thành 3 nhóm – đường sắt, tiện ích công cộng, công nghiệp – được xây dựng để phản ánh khác biệt tự tại về tính ổn định tương đối và mức bảo đảm (coverage) cần thiết trên lãi suất trái phiếu. Ví dụ, nhà đầu tư thường đánh giá cao bất kỳ doanh nghiệp đường sắt nào có thu nhập cao gấp hai lần lãi suất, nhưng biên độ thường không đủ với trái phiếu công nghiệp. Trong thập niên giữa 1920 và 1930, vị thế của nhóm doanh nghiệp tiện ích công cộng trải qua nhiều thay đổi quan trọng. Có sự phân biệt rõ ràng giữa một bên là các doanh nghiệp dịch vụ chiếu sáng, nhiệt và năng lượng; một bên là các doanh nghiệp đường xe điện, dù trước đó hai nhóm này liên kết chặt chẽ với nhau. Các doanh nghiệp xe điện do kết quả kinh doanh kém nên đã bị loại ra khỏi nhóm “tiện ích công cộng” khi khoanh vùng tài chính. Tiện ích công cộng chỉ giới hạn ở các doanh nghiệp điện, ga, nước và điện thoại. (Sau này, những tay quảng cáo quỹ đã cố gắng lợi dụng lòng yêu thích của công chúng dành cho doanh nghiệp tiện ích, bằng cách áp dụng tên này cho tất cả loại hình công ty khí ga tự nhiên, đá, than, v.v...) Tốc độ phát triển đều đặn của nhóm tiện ích, thậm chí trong điều kiện các ngành công nghiệp suy giảm đôi chút vào những năm 1924 và 1927, khiến chúng có chỗ đứng ấn tượng trong lòng nhà đầu tư, đến nỗi năm 1929, chúng có xếp hạng tín dụng trên mệnh giá bằng với doanh nghiệp đường sắt. Cuộc khủng hoảng sau đó, doanh thu gộp và thuần của chúng bị sụt giảm ít hơn so với ngành vận tải, khá hợp lý để kỳ vọng rằng trái phiếu của các doanh nghiệp chiếu sáng và điện được cơ cấu vốn lành mạnh sẽ thay thế trái phiếu xếp hạng cao của doanh nghiệp đường sắt trong vai trò loại hình đầu tư doanh nghiệp ưu việt. (Tác giả cảm thấy điều này có thể đúng, bất chấp tính phổ biến của trái phiếu và cổ phiếu tiện ích đã suy giảm rõ ràng từ năm 1933 vì lý do giảm lãi suất, cạnh tranh của chính phủ và đe dọa từ lạm phát.)

**Khủng hoảng là bài kiểm tra giá trị.** Giờ hãy chuyển hướng chú ý sang hành vi của 3 nhóm lựa chọn đầu tư, qua hai bài kiểm tra khủng hoảng năm 1931-1933 và 1937-1938. Tất nhiên, cuộc khủng hoảng đầu tiên có mức độ nghiêm trọng vô tiền khoáng hậu, khiến nó dường như không công bằng và thiếu thực tế để đo lường hiệu quả đầu tư của bất kỳ lựa chọn nào trong giai đoạn tai họa như vậy. Tuy nhiên, chúng tôi cảm thấy các kinh nghiệm của giai đoạn 1931-1933 từ góc nhìn hữu ích có thể được nhìn nhận như “bài kiểm tra phòng thí nghiệm” của các tiêu chuẩn đầu tư, liên quan đến mức độ căng thẳng không thể bắt gặp lại nếu tương lai thay đổi bình thường. Dù các bối cảnh của thời đoạn đó có thể không lặp lại, hành vi của nhiều loại chứng khoán khác nhau sẽ cho ra những bài học hữu ích cho các vấn đề đầu tư.

**SO SÁNH THU NHẬP GỘP VÀ THUẦN CỦA DOANH NGHIỆP ĐƯỜNG SẮT  
VÀ TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG VỚI LỢI TỨC TRUNG BÌNH CỦA TRÁI PHIẾU XẾP  
HẠNG CAO ĐƯỜNG SẮT VÀ TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG, 1926-1938**  
(ĐƠN VỊ: 1.000.000 đô-la)

<i>Năm</i>	<i>Đường sắt</i>			<i>Tiện ích công cộng</i>		
	<i>Gộp*</i>	<i>Thu nhập vận hành thuần của doanh nghiệp đường sắt**</i>	<i>Lợi tức trái phiếu đường sắt***</i>	<i>Gộp****</i>	<i>Thuần***** (chỉ số %)</i>	<i>Lợi tức trái phiếu tiện ích công cộng (%)***</i>
1926	6.383	1.213	5,13	1.520	100,0	5,11
1927	6.136	1.068	4,83	1.661	106,8	4,96
1928	6.112	1.173	4,85	1.784	124,0	4,87
1929	6.280	1.252	5,18	1.939	142,5	5,14
1930	5.281	869	4,96	1.991	127,7	5,05
1931	4.188	526	6,09	1.976	123,5	5,27
1932	3.127	326	7,61	1.814	96,6	6,30
1933	3.095	474	6,09	1.755	98,2	6,25
1934	3.272	463	4,96	1.832	88,1	5,40
1935	3.452	500	4,95	1.912	92,9	4,43
1936	4.053	667	4,24	2.045	120,7	3,88
1937	4.166	590	4,34	2.181	125,8	3,93
1938	3.565	373	5,21	2.195	106,0	3,87

- \* Doanh thu vận hành doanh nghiệp đường sắt với doanh nghiệp Nhóm I ở Mỹ.
- \*\* Doanh thu vận hành đường sắt thuần cho cùng tuyến đường.
- \*\*\* Lợi tức trung bình của 40 trái phiếu đường sắt và tiện ích, tương ứng, thu thập bởi Moody's.
- \*\*\*\* Doanh thu từ bán điện cho người tiêu dùng cuối cùng, thu thập bởi Edison Electric Institute. Dữ liệu từ 90% doanh nghiệp ngành được điều chỉnh để bao phủ 100% doanh nghiệp ngành (Khảo sát doanh nghiệp hiện thời).
- \*\*\*\*\* Chỉ số lợi nhuận của 15 doanh nghiệp tiện ích công cộng, thu thập bởi Standard Statistics. Con số là trung bình thường niên theo quý sử dụng năm 1926 làm năm cơ sở.

**Nguyên nhân dẫn đến sự sụp đổ trái phiếu.** 1. *Nợ dài hạn quá cao của các doanh nghiệp tiện ích.* Nếu nghiên cứu về những trái phiếu đã sụp đổ trong giai đoạn hậu bong bóng, chúng ta sẽ thấy được nhiều nguyên nhân khác nhau trong vấn đề của từng nhóm. Lý do vỡ nợ của các doanh nghiệp tiện ích công cộng có thể không xuất phát từ việc suy giảm thu nhập, mà từ cấu trúc nợ nói tay quá mức, khó có thể chịu được đợt suy giảm tương đối nhỏ nữa. Các doanh nghiệp vốn hóa trên cơ sở lành mạnh, được đánh giá bởi các tiêu chuẩn trước đó, ít gặp khó khăn hơn khi trả lãi suất trái phiếu. Thực tế này không đúng với nhiều doanh nghiệp sở hữu mô hình cấu trúc vốn hình tháp. Mô hình này sử dụng tất cả mọi đồng bạc thu nhập trong thời kỳ đỉnh cao để trả lãi suất cố định, và chẳng còn chút biện độ an toàn nào để đối phó với tình trạng thu hẹp lợi nhuận. Các khó khăn lan rộng của doanh nghiệp tiện ích không xuất phát từ yếu kém trong kinh doanh chiếu sáng và năng lượng, mà từ phương pháp huy động vốn cẩu thả. Thua lỗ của nhà đầu tư trái phiếu tiện ích công cộng phần lớn có thể tránh bằng cách thận trọng lựa chọn trái phiếu. Ngược lại, các phương pháp tài trợ vốn không lành mạnh sẽ dẫn đến sụp đổ nhiều doanh nghiệp, thậm chí trong chu kỳ kinh doanh bình thường. Kết quả là, lý thuyết đầu tư vào trái phiếu tiện ích công cộng lành mạnh bị xem nhẹ, chẳng thể nào giải thích bằng kinh nghiệm năm 1931-1933.

2. *Thu nhập ổn định của đường sắt bị đánh giá quá cao.* Chuyển sang doanh nghiệp đường sắt, chúng tôi thấy tình huống có phần khác

biệt. Ở đây, sai lầm là thu nhập ổn định của ngành vận tải bị đánh giá quá cao, do đó nhà đầu tư cảm thấy thỏa mãn với biên độ bảo đảm chưa thực sự đủ. Đây không chỉ là vấn đề cầu thả bỏ qua những tiêu chuẩn an toàn vững chắc xưa nay, như trường hợp các doanh nghiệp tiện ích yếu kém hơn, mà là hài lòng với các tiêu chuẩn cũ khi tình huống mới đòi hỏi những yêu cầu khắt khe hơn. Nhìn lại, chúng ta có thể thấy rằng, thất bại của các doanh nghiệp vận tải khi gia tăng thu nhập song song với tốc độ tăng trưởng tuyệt vời của nước Mỹ từ những ngày trước chiến tranh, là dấu hiệu của vị thế tương đối đang yếu đi, đòi hỏi nhà đầu tư phải có thái độ cẩn thận và khắt khe hơn. Nếu nhà đầu tư yêu cầu trái phiếu đường sắt cũng phải vượt qua các bài kiểm tra sử dụng cho chứng khoán công nghiệp, anh ta chắc hẳn sẽ buộc phải hạn chế chọn lựa trong số ít doanh nghiệp cực kỳ tình thế.<sup>1</sup> Hóa ra, hầu hết tất cả doanh nghiệp này đều có khả năng chịu đựng sụt giảm lượng lưu thông nghiêm trọng từ năm 1929, mà chẳng đe dọa đến khả năng chi trả lãi vay của chúng. Liệu đây có phải là bài học đáng giá sau cuộc thảo luận của chúng ta. Nhìn nhận kinh nghiệm quá khứ như bài học cho tương lai, chúng tôi thấy rằng chọn trái phiếu đường sắt trên cơ sở khủng hoảng đồng nghĩa với yêu cầu đòi hỏi biên độ an toàn lớn hơn so với những giai đoạn bình thường trước đó.

*Kinh nghiệm 1937-1938.* Các kết luận về trái phiếu đường sắt và tiện ích được hỗ trợ bởi hành vi của hai nhóm trong thời kỳ suy thoái 1937-1938. Hầu như tất cả chứng khoán đáp ứng được các bài kiểm tra định lượng khá chặt chẽ này vào đầu năm 1937, đều vượt qua giai đoạn rót giá với mức giảm giá tương đối nhỏ, không bị ảnh hưởng đến vị thế tự tại. Mặt

1. Ví dụ nếu nhà đầu tư bớt chú ý đến trái phiếu đường sắt từng có tỷ lệ chi trả lãi vay cố định  $2\frac{1}{2}$  lần hay cao hơn trong năm thịnh vượng 1928, người này chắc hẳn đã giới hạn các chọn lựa của mình vào trái phiếu: Atchison; Canadian Pacific; Chesapeake & Ohio; Chicago, Burlington & Quincy; Norfolk & Western; Pere Marquette; Reading & Union Pacific. (Với trường hợp ngoại lệ của Pere Marquette, trái phiếu của doanh nghiệp đường sắt này đều khá tốt trong giai đoạn khủng hoảng. Tuy nhiên, lưu ý rằng bài kiểm tra ở trên có thể cần chặt chẽ hơn cái chúng tôi sẽ đề xuất dưới đây: thu nhập trung bình bằng hai lần chi phí lãi vay.)

khác, hâu hết trái phiếu của cả hai nhóm có mức bảo đảm thu nhập dưới chuẩn năm 1936 bị mất giá trầm trọng, vài trường hợp là điểm báo trước cho những khó khăn tài chính của doanh nghiệp phát hành.

*3. Thành tích tồi tệ của trái phiếu công nghiệp.* Trong trường hợp trái phiếu công nghiệp, mô hình 1937-1938 và mô hình 1931-1933 khác nhau rất nhiều, do đó thái độ nhà đầu tư với loại chứng khoán này có thể phụ thuộc ít nhiều vào mức độ đe phòng khủng hoảng nghiêm trọng ít hay nhiều của anh ta. Nghiên cứu số liệu 1931-1933, chúng tôi thấy rằng sụp đổ giá không xuất phát chính từ cấu trúc tài chính thiếu lành mạnh, như trường hợp của trái phiếu tiện ích, cũng không phải do nhà đầu tư tính toán sai về biên độ an toàn cần thiết, như trường hợp của trái phiếu đường sắt. Chúng tôi bắt gặp nhiều trường hợp doanh nghiệp đột nhiên mất đi sức mạnh thu nhập, theo sau là câu hỏi đầy băn khoăn về khả năng tồn tại của doanh nghiệp. Ví dụ doanh nghiệp Gulf States Steel thu nhập năm 1929 cao hơn chi phí lãi vay ít nhất  $3\frac{1}{2}$  lần mỗi năm, từ 1922 đến 1929. Tuy nhiên trong năm 1930 và 1931, thua lỗ lớn đến nỗi đe dọa khả năng trả nợ của doanh nghiệp. Rất nhiều ngành công nghiệp cơ bản, như doanh nghiệp sản xuất xi-gà Cuba và các mỏ than, đã rơi vào khủng hoảng trước khi sụp đổ năm 1929. Trong quá khứ, suy giảm chỉ mang tính tạm thời, nhà đầu tư cảm thấy có lý do để giữ trái phiếu của những công ty này với kỳ vọng chúng sẽ nhanh chóng phục hồi. Nhưng trong ví dụ này, điều kiện bất lợi kéo dài hơn so với kinh nghiệm lúc trước đã đánh bại các tính toán của nhà đầu tư, phá hủy những giá trị đãng sau khoản đầu tư của họ.

Từ những trường hợp này, chúng ta phải kết luận rằng, thậm chí biên độ cao trong các thời điểm tốt cũng có thể không đủ, nếu doanh nghiệp liên tiếp thua lỗ trong bối cảnh khó khăn kéo dài. Do đó, không thể né tránh các khó khăn của trái phiếu công nghiệp đơn thuần bằng những yêu cầu chặt chẽ hơn, như hệ số bảo đảm lãi suất trái phiếu trong những năm bình thường.

Nếu chúng ta nghiên cứu kỹ hơn hành vi của danh sách trái phiếu công nghiệp trong giai đoạn 1932-1933 (tất cả chứng khoán niêm yết trên

sàn NYSE), chúng ta sẽ thấy chỉ có 18 trên 200 doanh nghiệp duy trì được một mức giá phản ánh niềm tin vừa phải của nhà đầu tư về tính an toàn của chứng khoán.<sup>1</sup>

Hầu hết doanh nghiệp này đều có quy mô rất lớn trong ngành. Thực tế này cho thấy, quy mô lớn là lợi thế quan trọng khi đối mặt với các diễn biến đặc biệt bất lợi trong thế giới công nghiệp. Ngược lại, đầu tư công nghiệp nên được giới hạn ở các doanh nghiệp lớn. Tuy nhiên, quan điểm này có thể bị phản bác dựa trên kinh nghiệm của giai đoạn bất thường 1937-1938. Bài kiểm tra ít khắc nghiệt hơn trong năm 1937-1938 đưa ra kết luận khá bảo thủ rằng, chứng khoán có thu nhập tốt trong quá khứ có thể kỳ vọng chịu đựng được các đợt khủng hoảng trong tương lai. Tuy nhiên, nếu chúng ta quay trở lại giai đoạn khá dài từ năm 1915, chúng ta sẽ tìm thấy các bằng chứng kinh niên về sức mạnh thu nhập bất ổn của công ty công nghiệp. Thậm chí trong giai đoạn thịnh vượng giữa 1922 và 1929, trái phiếu của các công ty công nghiệp nhỏ không chứng minh được bản thân là lựa chọn đầu tư đáng tin cậy. Có nhiều ví dụ cho thấy sức mạnh thu nhập vững chắc đột ngột biến mất. Thực tế, những thay đổi bất đoán này đủ lớn để đi đến kết luận rằng, tính bất ổn tự tại của công ty công nghiệp quy mô nhỏ hay vừa khiến chúng không phù hợp để huy động vốn trái phiếu. Yếu điểm này dẫn đến việc phát triển quyền chuyển đổi và giấy chứng nhận quyền mua trong huy động vốn từ trái phiếu công nghiệp. Cách làm “uyển chuyển” này bù đắp mức độ thiếu an toàn sẽ được thảo luận trong các chương sau khi nói về “Chứng khoán Uy tín cao với Đặc tính Đầu cơ”. Nhưng trong mọi trường hợp, các chứng khoán chia sẻ lợi nhuận gian xảo này dường như cung cấp thêm quan điểm của chúng tôi, rằng trái phiếu của

1. Những doanh nghiệp này là: American Machine & Foundry, American Sugar Refining, Associated Oil, Corn Products Refining, General Baking, General Electric, General Motors Acceptance Corporation, Humble Oil & Refining, International Business Machine Corporation, Liggett & Myers Tobacco, P. Lorillard, National Sugar Refining, Pillsbury Flour Mills, Smith (A.O.) Corporation, Socony-Vacuum Corporation, Standard Oil Company of Indiana, Standard Oil Company of New Jersey và United States Steel Corporation.

các công ty công nghiệp nhỏ hơn không đáp ứng đủ tiêu chuẩn đầu tư giá trị cố định.

**Không có trái phiếu tốt – không có nghĩa là phải mua trái phiếu kém.** Tuy nhiên, khi khuyến nghị giới hạn đầu tư trái phiếu thằng trong các doanh nghiệp công nghiệp có quy mô thống lĩnh thị trường, chúng tôi đối mặt với khó khăn rằng, có rất ít doanh nghiệp như vậy, và nhiều doanh nghiệp trong số này không phát hành trái phiếu. Có thể nhiều người còn phản đối rằng, thái độ như vậy sẽ cản trở nghiêm trọng việc huy động vốn của các doanh nghiệp chính đáng có quy mô vừa phải, đồng thời ảnh hưởng xấu đến hoạt động của ngân hàng đầu tư. Câu trả lời cho các lập luận phản đối này là, không tồn tại bất kỳ lý do gì để mua trái phiếu không lành mạnh ở mức giá đầu tư. Thực tế, không có trái phiếu tốt khó có thể trở thành lý do cho việc phát hành hay chấp nhận những trái phiếu kém. Nhà đầu tư không bị ép buộc phải mua chứng khoán xếp hạng thấp. Họ luôn tìm ra những chứng khoán đáp ứng được các yêu cầu của mình, ở mức độ hy sinh lợi tức nào đó, dù những yêu cầu này có chặt chẽ đến đâu đi nữa. Như chúng tôi sẽ chỉ ra sau này, các nỗ lực gia tăng lợi tức bằng cách đánh đổi một cách an toàn nhiều khả năng không sinh lợi. Từ góc nhìn của doanh nghiệp và nhân viên ngân hàng đầu tư, nếu các chứng khoán này không đủ tiêu chuẩn trở thành lựa chọn đầu tư thằng, chúng phải có khả năng sinh lợi đủ để bù đắp rủi ro cho người mua.

**Các quan điểm mâu thuẫn trong huy động vốn trái phiếu.** Có hai quan điểm tương ứng được chấp nhận rộng rãi trong chủ đề huy động vốn trái phiếu. Quan điểm thứ nhất cho rằng, trái phiếu là yếu điểm trong vị thế tài chính của doanh nghiệp, do đó loại bỏ món nợ dài hạn này là mục tiêu đáng mong muốn. Quan điểm thứ hai cho rằng, khi doanh nghiệp không có khả năng huy động vốn thông qua bán cổ phiếu, huy động tiền bằng trái phiếu là phù hợp. Theo quan điểm của tác giả, hai góc nhìn phổ biến này đều chưa đúng. Ngược lại, không có lý do hợp lý nào cho việc huy động vốn trái phiếu. Vì nếu nói rằng chỉ doanh nghiệp yếu mới săn sàng mua bán trái phiếu, nếu đúng, có nghĩa là nhà đầu tư không nên mua chúng.

**Lý thuyết huy động vốn trái phiếu đúng đắn.** Lý thuyết huy động vốn đúng đắn có nội dung tương đối khác. Một tỷ lệ nợ dài hạn hợp lý sẽ có lợi cho doanh nghiệp đang thịnh vượng, vì cổ đông cổ phiếu có thể kiếm được mức lợi nhuận trên chi phí lãi vay cao hơn, thông qua sử dụng vốn của người giữ trái phiếu. Với doanh nghiệp lỗ nhà đầu tư, vay nợ nên được giới hạn ở một con số an toàn có thể được đảm bảo trong mọi điều kiện. Do đó, từ góc nhìn tài chính lành mạnh, không có mâu thuẫn cơ bản nào về lợi ích giữa doanh nghiệp mạnh, đơn vị lưu hành trái phiếu và công chúng mua những trái phiếu này. Mặt khác, mỗi khi một yếu tố không sẵn lòng hay bị cưỡng bách xuất hiện trong quá trình phát hành trái phiếu, tự thân trái phiếu này có chất lượng hạng hai và sẽ không sáng suốt nếu mua chúng làm lựa chọn đầu tư thảng.

**Chính sách không lành mạnh trong thực tế.** Các chính sách tài chính mà doanh nghiệp sử dụng và được công chúng chấp thuận trong nhiều năm, đã đi ngược lại nguyên tắc hợp lý này. Ví dụ, doanh nghiệp đường sắt đã huy động rất nhiều vốn từ trái phiếu, dẫn đến mất cân bằng trong nợ dài hạn so với vốn chủ sở hữu. Nhiều chuyên gia đã ca thán về xu hướng này, nhưng chúng lại được chấp nhận như thứ gì đó không tránh khỏi, vì thu nhập kém khiến doanh nghiệp không thể bán cổ phiếu. Nhưng nếu doanh nghiệp không bán được cổ phiếu, thì nhà đầu tư cũng không nên mua trái phiếu. Giờ đây, chúng ta thấy tương đối rõ, nhà đầu tư đã thiếu cẩn trọng trong việc mua trái phiếu của các doanh nghiệp vận tải, tự thân các nhà đầu tư cũng phàn nàn về mức độ cần thiết của việc vay mượn.

Trong khi nhà đầu tư cho doanh nghiệp yếu kém vay thiếu hợp lý, nhiều doanh nghiệp mạnh lại trả nợ bằng cách bán cổ phiếu bổ sung. Nhưng nếu doanh nghiệp có cơ sở vững chắc để vay mượn, thì cách làm này không khôn ngoan. Nếu lượng vốn vay hợp lý ở mức lãi suất thấp có lợi cho cổ đông, thì việc thay thế nợ này bằng cổ phần bổ sung đang từ bỏ lợi thế đó. Việc loại bỏ nợ sẽ đơn giản hóa các vấn đề của ban quản trị, nhưng chắc chắn ở điểm nào đó, lợi nhuận của cổ đông phải được cân nhắc. Nếu không, doanh nghiệp phải liên tục huy động vốn từ chủ sở hữu

và sẽ không bao giờ trả lại chút cổ tức nào. Ví dụ, cơn điên loạn thanh lý nợ năm 1927-1929 đã tạo ra hậu quả tiêu cực lên hệ thống ngân hàng của chúng ta, vì nó loại bỏ hầu hết những người đi vay thương mại tốt, thay thế bằng các rủi ro kinh doanh hạng hai và các khoản vay cầm cố cổ phiếu đầy rẫy rủi ro nguy hiểm.

**Tầm quan trọng của thực tế vừa đề cập với nhà đầu tư.** Phân tích ở trên về cách thức huy động vốn từ trái phiếu công nghiệp trong 15 năm qua vẫn xác đáng trong bối cảnh chương này, nghĩa là ứng dụng tiêu chuẩn khủng hoảng vào việc lựa chọn các khoản đầu tư giá trị cố định. Khi nhận ra việc lựa chọn công ty công nghiệp cần những tiêu chuẩn cực kỳ chặt chẽ, người mua trái phiếu có rất ít lựa chọn đủ tiêu chuẩn, vì họ đã bỏ qua các khoản nợ dài hạn phát hành bởi những doanh nghiệp mạnh nhất. Rõ ràng, người này không chấp nhận các chứng khoán của doanh nghiệp yếu kém dù không tìm thấy doanh nghiệp tốt, mà hạn chế đầu tư khi không có chứng khoán phù hợp. Tài chính có chân lý rằng, mỗi khi có tiền để đầu tư, chúng ta sẽ đầu tư số tiền đó; nếu người sở hữu tiền không thể tìm ra chứng khoán có lợi tức khá, người này sẽ mua chứng khoán tồi. Nhưng nhà đầu tư cần thận và thông minh phải tránh cám dỗ này, điều chỉnh bản thân để chấp nhận mức lợi tức không hấp dẫn từ các trái phiếu tốt nhất, cân nhắc với khả năng đánh liều khoản tiền vốn vào chứng khoán hạng hai để có tỷ lệ trả lãi suất cao hơn.

**Tổng kết.** Trái phiếu nên được mua dựa trên cơ sở năng lực chịu đựng khủng hoảng là nguyên tắc đầu tư đã có từ lâu đời. Nguyên tắc này gần như mất hút trong giai đoạn thịnh vượng cực độ năm 1929, tầm quan trọng của nó chỉ được nhận thức rõ vào thời kỳ sụp đổ sau đó và giai đoạn suy thoái năm 1937-1938. Trái phiếu của các doanh nghiệp điện và ga vốn hóa hợp lý đã chứng minh vị thế khá tốt của chúng trong thập kỷ này. Trường hợp tương tự cũng đúng nhưng ở mức độ thấp hơn, với vài doanh nghiệp đường sắt có biên độ thu nhập lớn hơn chi phí lãi vay trước năm 1930. Tuy nhiên, trong danh sách công ty công nghiệp, các con số quá khứ xuất sắc trong nhiều tình huống cũng không đáng tin cậy, đặc biệt với công

ty quy mô nhỏ và vừa. Vì lý do này, nhà đầu tư được bảo vệ tốt hơn trước các phát triển bất lợi, bằng cách giới hạn lựa chọn công ty công nghiệp đáp ứng được hai yêu cầu: (1) quy mô lớn, (2) biên độ thu nhập lớn hơn lãi suất trái phiếu rất nhiều.

### **III. NGUYÊN TẮC THỨ BA: KHÔNG HY SINH AN TOÀN VÌ LỢI TỨC**

Trong lý thuyết đầu tư trái phiếu truyền thống, tồn tại quan hệ toán học giữa tỷ lệ lãi suất và mức độ rủi ro. Lợi nhuận từ lãi suất được chia thành hai cấu phần. Cấu phần đầu tạo thành “lãi suất thuần túy” – tỷ lệ đạt được mà không có rủi ro thua lỗ. Cấu phần thứ hai đại diện cho khoản lợi nhuận cao hơn đạt được để bù đắp rủi ro. Ví dụ nếu “lãi suất thuần túy” được giả định là 2%, thì khoản đầu tư 3% có tỷ lệ thua lỗ ở mức 1/100; rủi ro của khoản đầu tư 7% sẽ cao hơn 5 lần, hay 1/20. (Theo cách nào đó, rủi ro nên ít hơn con số tỷ lệ phần trăm dôi ra, để cho phép có “lợi nhuận bảo hiểm”.)

Lý thuyết này hàm ý rằng, tỷ lệ lãi suất trái phiếu gần như tương đương với tỷ lệ bảo hiểm, chúng đo lường mức độ rủi ro dựa trên cơ sở tính toán bảo hiểm tương đối chính xác. Kết quả là, lợi nhuận từ các lựa chọn đầu tư lợi tức cao và lợi tức thấp có xu hướng cân bằng, vì lợi tức từ khoản đầu tư cao sẽ bù trừ tỷ lệ rủi ro thua lỗ tiền gốc lớn hơn, và ngược lại.

**Không tồn tại quan hệ toán học giữa lợi tức và rủi ro.** Với chúng tôi, quan điểm này chẳng thực tế với đầu tư trái phiếu. Giá và lợi tức chứng khoán không được xác định bởi bất kỳ phép tính rủi ro kỳ vọng nào, mà thay vào đó, chúng phụ thuộc vào tính thịnh hành của chứng khoán. Tính thịnh hành này phản ánh cái nhìn của nhà đầu tư về rủi ro, ngoài ra, còn chịu ảnh hưởng lớn bởi các yếu tố khác, như mức độ gần gũi của doanh nghiệp và chứng khoán (theo thời gian) với công chúng, việc trái phiếu có thể bán dễ dàng trên thị trường (tính khả bán).

Có thể nói xa xôi hơn rằng, cách ước toán thống kê bảo hiểm rủi ro đầu tư theo lý thuyết cũng như trong thực tế, là không khả thi. Không có bảng thống kê tuổi thọ (experience table) nào giúp xác định “tuổi đời” kỳ

vong của các loại chứng khoán khác nhau. Thậm chí nếu có ai chuẩn bị những bảng như vậy, dựa trên nghiên cứu các số liệu quá khứ tồn thời gian và công sức, cũng không thể chắc rằng liệu những bảng này thực tế có hữu ích cho tương lai hay không. Trong bảo hiểm nhân thọ, quan hệ giữa tuổi và tỷ lệ tử vong được xác định rất rõ ràng và thay đổi rất ít. Thực tế này cũng đúng ở mức độ thấp hơn khi xem xét mối quan hệ giữa các loại công trình xây dựng và rủi ro hỏa hoạn đi kèm. Song, quan hệ giữa các loại hình đầu tư và rủi ro thua lỗ thì hoàn toàn không thể xác định, quá biến thiên để có thể cho ra công thức toán học hợp lý. Thực tế này đặc biệt đúng, vì thua lỗ đầu tư không được phân bổ đều qua thời gian, mà có xu hướng tập trung vào các thời đoạn, ví dụ trong các giai đoạn khủng hoảng chung. Do đó, rủi ro đầu tư điển hình tương tự với rủi ro cháy lớn hay dịch bệnh, những yếu tố quá đặc biệt không được tính đến trong bảo hiểm hỏa hoạn hoặc bảo hiểm nhân thọ.

**Tự bảo hiểm không khả dĩ trong đầu tư.** Nếu chúng tôi giả sử có tồn tại mối quan hệ toán học chính xác giữa lợi tức và rủi ro, thì tiền đề này chắc chắn dẫn đến khuyến nghị tất cả nhà đầu tư nên mua trái phiếu lợi tức thấp nhất nhưng an toàn nhất. Mỗi cá nhân không đủ tiêu chuẩn để trở thành nhà bảo hiểm. Người này không được trả tiền để gánh chịu rủi ro; ngược lại, nên quan tâm đến chuyện trả các khoản phí bảo hiểm để được an toàn. Hãy giả định rằng người mua trái phiếu có lựa chọn đầu tư 1.000 đô-la cho mức lợi tức 20 đô-la mỗi năm không rủi ro hoặc nhận 70 đô-la với tỷ lệ rủi ro tiền gốc 1/20 mỗi năm. Khoản thu nhập phụ trội 50 đô-la ở lựa chọn đầu tư thứ hai, theo toán học tương đương với rủi ro liên quan. Nhưng từ các yêu cầu cá nhân, nhà đầu tư không thể chấp nhận rủi ro dù nhỏ của việc mất 1.000 đô-la tiền gốc để đổi lại khoản thu nhập 50 đô-la. Quá trình này trái ngược hoàn toàn với quy trình tiêu chuẩn khi chỉ trả một khoản phí thường niên nhỏ nhoi để bảo vệ tài sản trước rủi ro hỏa hoạn hay trộm cắp.

**Yếu tố rủi ro mang tính chu kỳ.** Nhà đầu tư không thể cẩn thận biến bản thân mình thành một công ty bảo hiểm, gánh rủi ro thua lỗ tiền gốc để

đổi lại khoản đóng bảo hiểm thường niên dưới dạng các khoản trả lãi suất rất lớn. Lập luận phản bác chính sách này là, quy trình bảo hiểm đòi hỏi phải phân bổ rủi ro rất rộng, có thể tối thiểu hóa ảnh hưởng của may rủi và cho phép quy tắc xác suất phát huy tối đa. Nhà đầu tư có thể cố gắng đạt đến cấp độ này bằng cách đa dạng hóa danh mục của mình, nhưng trong thực tế, người này không thể phân bổ rủi ro rộng khắp như công ty bảo hiểm. Quan trọng hơn, nguy cơ nhiều khoản đầu tư rủi ro có thể sụp đổ cùng nhau trong giai đoạn khủng hoảng, do đó nhà đầu tư chứng khoán lợi tức cao sẽ thấy một giai đoạn thu nhập tốt (người này nhiều khả năng sẽ tiêu xài chúng) và bất ngờ thua lỗ tiền gốc sau đó.

Chứng khoán lợi tức cao hơn thường cho ra khoản lợi nhuận cao hơn nhiều “lãi suất thuần túy”, song mức độ rủi ro vẫn còn gây tranh cãi. Nói cách khác, khi chấp nhận rủi ro để có lợi nhuận, nhà đầu tư trong dài hạn sẽ có lợi nhuận cao hơn khoản thua lỗ tiền gốc. Khó có thể nói chính xác rằng liệu góc nhìn này có đúng không. Thậm chí giả sử tỷ lệ lãi suất cao có thể bù đắp đủ rủi ro theo cách thống kê bảo hiểm, các trái phiếu đó vẫn không phải là lựa chọn đầu tư đáng mong đợi từ góc độ cá nhân của một nhà đầu tư trung bình. Lập luận phản bác lại việc nhà đầu tư biến bản thân mình thành công ty bảo hiểm vẫn nguyên giá trị, thậm chí nếu các hoạt động bảo hiểm đều sinh lợi. Người mua trái phiếu không được trang bị đầy đủ về tài chính hoặc tâm lý để thực hiện các giao dịch đủ bao quát, như xây dựng các khoản dự trữ ngoài thu nhập thông thường, nhằm hấp thu những khoản lỗ lớn có thể xảy ra.

**Rủi ro và lợi tức không thể so sánh ngang.** Thảo luận trước dẫn chúng tôi đến đề xuất rằng, lợi nhuận thu nhập và rủi ro tiền gốc không thể so sánh ngang. Điều này nghĩa là, rủi ro thua lỗ tiền gốc không nên chỉ bù đắp bằng tỷ lệ trả lãi suất cao, mà chỉ được chấp nhận với cơ hội nâng cao giá trị tiền gốc, ví dụ thông qua mua trái phiếu ở mức chiết khấu lớn so với mệnh giá, hoặc thông qua quyền chuyển đổi đặc biệt hấp dẫn. Trong khi về toán học, bù trừ rủi ro thua lỗ bằng thu nhập, hay bằng cơ hội lợi nhuận cao hơn chẳng có gì khác biệt. Khác biệt tâm lý mới quan trọng. Người mua

trái phiếu giá thấp hoàn toàn nhận thức được rủi ro mình đang gánh chịu; người này nhiều khả năng nghiên cứu kỹ lưỡng hơn về chứng khoán và đánh giá cẩn thận các khả năng thua lỗ và lợi nhuận. Quan trọng hơn hết, người này đã chuẩn bị cho bất kỳ khoản thua lỗ nào, lợi nhuận của người này đạt đến mức độ sẵn sàng đáp ứng được các khoản thua lỗ. Do đó, kinh nghiệm đầu tư thực tế sẽ không ủng hộ mua trái phiếu lãi suất cao điển hình được chào bán ở mệnh giá, như trường hợp lợi nhuận lãi suất 7% bù đắp cho thứ hạng thấp của chứng khoán.<sup>1</sup>

**Ngụy biện “khoản đầu tư doanh nhân”.** Chứng khoán loại này thông thường được giới tài chính biết đến với cái tên “khoản đầu tư doanh nhân”, phù hợp với những người có thể chấp nhận mức rủi ro nhất định. Hầu hết trái phiếu nước ngoài lưu hành giữa năm 1923 và 1929 nằm trong nhóm này. Thực tế cũng đúng với tỷ lệ lớn cổ phiếu ưu đãi thăng. Theo quan điểm của chúng tôi, các “khoản đầu tư doanh nhân” như vậy là dạng cam kết thiểu hợp lý. Người mua chứng khoán có thể chấp nhận chút ít rủi ro nên tìm một cơ hội tăng giá tương xứng và không nên quan tâm nhiều đến thu nhập có được.

**Khuyến nghị đảo ngược quy trình thông thường.** Sẽ tốt hơn nếu nhà đầu tư đảo ngược thái độ với lợi nhuận từ thu nhập. Trong việc chọn nhóm hạng trái phiếu phù hợp với tình huống, nhà đầu tư có xu hướng đi từ đầu danh sách, nơi có những chứng khoán với độ an toàn tối đa và lợi tức thấp nhất, sau đó mới tính toán di chuyển từ các chứng khoán lý tưởng ở đầu xuống cuối danh sách để tìm các tỷ lệ thu nhập hấp dẫn hơn. Nhà đầu tư thông thường có thể quen với cách nhìn rằng, loại chứng khoán phù hợp với nhu cầu của anh ta phải xếp hạng đâu đó dưới các chứng khoán tốt nhất, lối tư duy nhiều khả năng dẫn đến việc chấp nhận các trái phiếu không lành mạnh, vì lợi nhuận cao từ thu nhập, hoặc do xuôi lòng trước lời xu nịnh của những tay bán trái phiếu.

---

1. Trong năm ngoại lệ như 1921, các trái phiếu rất mạnh được bán với lãi suất 7% do lãi suất tiền gửi cao.

Sẽ hợp lý hơn nếu bắt đầu với các chứng khoán đạt các tiêu chuẩn an toàn tối thiểu, trước khi cân nhắc xa hơn. Các chứng khoán không đáp ứng được điều kiện tối thiểu này nên tự động loại ra khỏi nhóm lựa chọn đầu tư thẳng, bất chấp lợi tức cao, viễn cảnh hấp dẫn hay những cơ sở hỗ trợ khác. Sau khi vùng đầu tư đủ điều kiện, người mua có thể ứng dụng các quy trình chọn lựa xa hơn mà anh ta cho rằng phù hợp. Người này có thể muốn thêm các yếu tố an toàn vượt xa chuẩn tối thiểu, trong trường hợp này, thường phải hy sinh lợi tức. Anh ta cũng có thể thay đổi sở thích của mình theo bản chất kinh doanh và đặc điểm ban quản trị. Song về bản chất, chọn trái phiếu phải đi từ các tiêu chuẩn tối thiểu xác định lên trên, chứ không phải đi từ những trường hợp lý tưởng xuống dưới, theo phong cách may rủi và không đảm bảo mức an toàn tối thiểu thỏa đáng.

## *Chương* 8

# CÁC TIÊU CHUẨN CỤ THỂ CHO ĐẦU TƯ TRÁI PHIẾU

---

### **IV. NGUYÊN TẮC THỨ TƯ: PHẢI ÁP DỤNG CÁC TIÊU CHUẨN AN TOÀN XÁC ĐỊNH**

Lựa chọn trái phiếu xếp hạng cao được chứng minh rằng nên loại bỏ, bởi vậy các nguyên tắc và tiêu chuẩn xác định này có thể được dùng để loại bỏ những chứng khoán không phù hợp. Thực tế nhiều bang đã xây dựng bộ quy định như vậy, thông qua ban hành luật điều chỉnh các khoản đầu tư được thực hiện bởi các ngân hàng tiết kiệm và quỹ ủy thác. Trong hầu hết các bang, cơ quan quản lý ngân hàng mỗi năm chuẩn bị một danh sách chứng khoán tuân theo những quy định này, chúng được xem là “hợp pháp”, đủ điều kiện để mua theo luật.

Ý tưởng của chúng tôi là, những tiêu chuẩn cố định và tiêu chuẩn tối thiểu nên được áp dụng cho toàn bộ các lựa chọn đầu tư thăng, các khoản đầu tư chỉ để lấy thu nhập. Hạn chế mang tính luật pháp này hướng đến việc thúc đẩy chất lượng đầu tư trung bình cao hơn, để bảo vệ những người gửi tiền và thụ hưởng trước thua lỗ từ chứng khoán không an toàn. Nếu những quy định này cần thiết trong các định chế, cá nhân cũng nên tuân theo chúng. Chúng tôi trước đây đã đưa ra lập luận chống lại quan niệm

đang thịnh hành, rằng nhà đầu tư thông thường có thể chấp nhận rủi ro đầu tư cao hơn ngân hàng tiết kiệm, theo đó không cần nghiêm ngặt với mức độ lành mạnh của chứng khoán đầu tư giá trị cố định. Kinh nghiệm từ năm 1928 nhấn mạnh nhu cầu thắt chặt các tiêu chuẩn đầu tư, phương pháp đơn giản để đạt được hiệu quả này là giới hạn tất cả lựa chọn trái phiếu thắng nằm trong danh sách. Danh sách này bao gồm mọi chứng khoán vượt qua được các bài kiểm tra điều kiện hợp pháp áp dụng cho ngân hàng tiết kiệm hay quỹ ủy thác. Quy trình như vậy tương thích trực tiếp với nguyên tắc căn bản của chúng tôi, rằng các lựa chọn đầu tư thắng chỉ nên thực hiện với các chứng khoán chắc chắn lành mạnh, rằng chỉ mua chứng khoán thứ hạng thấp khi đầu cơ.

**Luật Ngân hàng Tiết kiệm New York là xuất phát điểm.** Theo thực tiễn áp dụng, cá nhân mua trái phiếu nhiều khả năng đạt được kết quả hài lòng, bằng cách buộc bản thân tuân theo các giới hạn mà các quỹ thuộc ngân hàng tiết kiệm áp dụng. Song, quy trình này không thể cân nhắc nghiêm túc như nguyên tắc đầu tư tổng quát, vì các quy định luật pháp tự thân chúng không hoàn hảo để được chấp nhận như tiêu chuẩn lý thuyết sẵn có tốt nhất. Các đạo luật của nhiều bang cũng đi theo những hướng rất khác nhau; hầu hết chúng đều quá cổ lỗ sĩ ở những khía cạnh quan trọng; không đạo luật nào hoàn toàn hợp lý hay khoa học. Nhà làm luật không tiếp cận từ góc độ xây dựng tiêu chuẩn đầu tư lành mạnh để sử dụng rộng rãi. Kết quả là họ tự do áp đặt các hạn chế tùy ý lên ngân hàng tiết kiệm và quỹ ủy thác, nhưng sẽ phải lưỡng lự khi áp dụng cho nhà đầu tư nói chung. Quy định của New York được đánh giá là tốt nhất, song đây những khuyết điểm rõ ràng. Trong quá trình xây dựng các tiêu chuẩn đầu tư toàn diện, đạo luật New York có thể được sử dụng như cảm nang hay xuất phát điểm hơn là bản tài liệu hoàn thiện. Thảo luận tiếp theo sẽ nghiên cứu kỹ lưỡng mô hình được xây dựng trong các quy định đó (năm 1939); song sẽ phê bình, chối bỏ hay khuếch đại mỗi khi cần phải chỉnh sửa.

## TIÊU CHUẨN CHUNG ĐƯỢC QUY ĐỊNH CỦA ĐẠO LUẬT NEW YORK

Yêu cầu cụ thể mà đạo luật này áp dụng lên đầu tư trái phiếu có thể được phân loại dưới 7 tiêu đề:

1. *Bản chất và vị trí* của doanh nghiệp hay chính phủ.
2. *Quy mô* của doanh nghiệp hay chứng khoán.
3. *Điều kiện* của chứng khoán.
4. *Số liệu* về khả năng thanh toán và chi trả cổ tức.
5. Quan hệ giữa *thu nhập* với yêu cầu lãi suất.
6. Quan hệ giữa *giá trị tài sản* với nợ dài hạn.
7. Quan hệ giữa *vốn hóa cổ phần* với nợ dài hạn.

### BẢN CHẤT VÀ VỊ TRÍ

Đặc điểm nổi bật nhất của đạo luật điều chỉnh đầu tư ngân hàng tiết kiệm này là việc loại bỏ hoàn toàn trái phiếu ở vài nhóm lớn. Các quy định của New York liên quan đến các nhóm tài sản cho phép và cấm đoán, có thể được tóm tắt lại như sau (theo bản chỉnh sửa năm 1938 mà chúng ta sẽ sớm thảo luận):

Chấp nhận	Loại bỏ
Trái phiếu chính phủ, bang và thành phố thuộc Hoa Kỳ.	Trái phiếu chính phủ và doanh nghiệp nước ngoài.
Trái phiếu đường sắt và trái phiếu cầm cố điện, ga và điện thoại.	Trái phiếu doanh nghiệp đường xe điện và nước. Giấy nợ của doanh nghiệp tiện ích công cộng.
Trái phiếu bảo đảm bằng tài sản cầm cố bất động sản ưu tiên 1.	Tất cả trái phiếu công nghiệp. Trái phiếu của doanh nghiệp tài chính (quỹ đầu tư ủy thác, doanh nghiệp tài chính liên quan...).

**Ngụy biện cấm đoán “trùm mền”.** Cơ quan lập pháp rõ ràng cho rằng trái phiếu thuộc nhóm loại bỏ, vì bản chất quá bất ổn để phù hợp với đầu tư ngân hàng tiết kiệm. Nếu cách nhìn này hoàn toàn hợp lý, từ lập

luận trước của chúng tôi, nó sẽ dẫn đến kết quả, tất cả chứng khoán trong nhóm này không phù hợp với cách đầu tư bảo thủ. Kết luận như vậy đòi hỏi những thay đổi mang tính cách mạng trong lĩnh vực tài chính, vì phần lớn vốn hiện tại được huy động từ thị trường đầu tư sẽ mang tính đầu cơ.

Theo quan điểm của chúng tôi, việc hạn chế đáng kể các lựa chọn đầu tư trái phiếu thực tế xuất phát từ trải nghiệm tiêu cực của nhà đầu tư, trong quá trình tương đối dài. Dù vậy, có những lập luận phản bác mạnh mẽ việc áp dụng kiểu cấm đoán “trùm mền” cho trái phiếu. Lý thuyết đầu tư nên thận trọng với những hành động khai quát hóa dễ dàng. Ví dụ, nếu chúng ta công nhận hoàn toàn xu hướng bất ổn của trái phiếu công nghiệp, như thảo luận trong chương 7, việc loại bỏ toàn bộ nhóm lớn ra khỏi danh sách cân nhắc đầu tư dường như không thực tế và cũng chẳng vui vẻ gì. Khá nhiều chứng khoán công nghiệp có vị thế đầu tư chắc chắn thông qua các bài kiểm tra nghiêm ngặt nhất, sẽ ngăn nhà đầu tư khỏi việc chấp nhận chính sách khắc nghiệt đến vậy. Hơn nữa, việc giới hạn yêu cầu đầu tư trong số ít loại doanh nghiệp đủ điều kiện sẽ khiến chúng trở nên khan hiếm, do đó khiến nhà đầu tư chấp nhận các chứng khoán kém hơn. Thực tế, đây là một trong những hệ quả tiêu cực của các hạn chế pháp lý hiện tại.

**Sức mạnh của từng chứng khoán có thể bù đắp cho sự yếu kém tự tại của cả nhóm.** Có lẽ sẽ hợp lý khi yêu cầu đây đủ thông tin về từng trái phiếu đơn lẻ để bù đắp cho bất kỳ yếu kém nào trong nhóm, hơn là tìm cách chấp nhận mọi trái phiếu của nhóm được yêu thích và loại bỏ tất cả trái phiếu của các nhóm khác. Một trái phiếu công nghiệp có thể có biên độ thu nhập trên chi phí lãi vay cao hơn, hoặc tỷ lệ nợ trên giá trị tiếp tục hoạt động thấp hơn nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp ga hay điện. Tình huống tương tự cũng xuất hiện trong trường hợp trái phiếu xe kéo. Trong câu chuyện loại bỏ các trái phiếu doanh nghiệp cấp nước theo luật đạo New York, nên lưu ý rằng, nhóm này được hầu hết các bang đánh giá có vị thế ngang với nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp ga, điện và điện thoại. Dường như không có lý do đúng đắn nào để buộc chúng phải tuân theo các yêu cầu chặt chẽ hơn so với chứng khoán dịch vụ công cộng.

**Luật Ngân hàng Điều chỉnh năm 1938.** Năm 1938, những nhà làm luật của New York đã nhận ra lý lẽ đúng đắn phản đối việc loại bỏ các nhóm lớn, và cố gắng giải quyết tình huống theo cách khá kỳ lạ. Họ ra quy định rằng, Hội đồng Ngân hàng có thể cấp phép ngân hàng tiết kiệm đầu tư vào nghĩa vụ nợ có lãi suất dù không đủ điều kiện để đầu tư. Nếu có hơn 20 ngân hàng tiết kiệm nộp đơn đề xuất việc cấp phép đó, hoặc công ty ủy thác đầu tư nộp đơn, ít nhất 20 ngân hàng sở hữu tất cả cổ phiếu vốn của Công ty Ủy thác Ngân hàng Tiết kiệm New York.

Rõ ràng điều chỉnh này “quá tay” hơn động thái nới rộng các nhóm lựa chọn có thể đầu tư của ngân hàng tiết kiệm. Thực tế, nó có khả năng loại bỏ tất cả quy định luật pháp (chứ không chỉ tập trung vào nhóm trái phiếu trả lãi), bằng cách kết hợp đánh giá của ngân hàng tiết kiệm với Hội đồng Ngân hàng. Theo lý thuyết, tất cả 7 tiêu chuẩn đặt ra bởi luật pháp đều có thể gạt sang một bên khi các bên thỏa thuận. Tất nhiên, không có lý nào cho thấy tính đúng đắn của đạo luật hoàn toàn bị coi thường. Thực tế, tất cả các khoản đầu tư được cấp phép sau khi đạo luật mới có hiệu lực đến cuối năm 1939, đều không chê vào đâu được. Chúng bao gồm chứng khoán giấy nợ trước đây không đủ điều kiện của những doanh nghiệp điện thoại và công ty công nghiệp mạnh. (Lạ lùng thay, không có trái phiếu cầm cố công nghiệp nào được chấp thuận, song thực tế này minh chứng cho phát biểu trước đó của chúng tôi, rằng trái phiếu công nghiệp tốt nhiều khả năng là giấy nợ.)

Cho đến nay, sau điều chỉnh năm 1938, các điều khoản khác biệt được khen ngợi so với hạn chế quá mức của đạo luật. Tuy nhiên, chúng tôi không thể hài lòng với đạo luật hiện tại. Thật buồn cười khi ban hành danh sách dài các quy định, sau đó cho phép một cơ quan hành chính có thể miễn trừ bao nhiêu quy định tùy ý theo cơ sở hợp lý. Liệu sẽ tốt hơn nếu đưa ra vài tiêu chuẩn thực sự quan trọng mà bất kỳ trường hợp nào cũng phải tuân theo, sau đó giao thẩm quyền cho Hội đồng Ngân hàng tùy ý loại bỏ các chứng khoán đáp ứng được những tiêu chuẩn tối thiểu, nhưng vẫn không đủ lành mạnh theo góc nhìn đầu tư bảo thủ?

**Nghĩa vụ nợ nước ngoài.** Chúng tôi đã phản đối hành động loại toàn bộ bất kỳ nhóm trái phiếu nào. Nhưng khi đối mặt với các món nợ chính phủ nước ngoài, lối suy nghĩ khác thường như có vẻ hợp lý hơn. Các chứng khoán như vậy ít khi được phân tích tài chính, đầu tư vào chúng thường dựa trên cân nhắc tổng quát, ví dụ như niềm tin vào kinh tế và chính trị ổn định, niềm tin rằng chính phủ sẽ cố gắng trả hết các nghĩa vụ nợ. Do đó, quyết định đầu tư trái phiếu chính phủ ngoại quốc có thể được lý giải, thậm chí bắt buộc phải cân nhắc dựa trên mong muốn chung dành cho trái phiếu đó.

Yếu tố động cơ chính trị. Nhìn nhận khách quan lịch sử của đầu tư trái phiếu ngoại quốc ở Mỹ từ thời điểm khởi đầu trong Thế chiến, khó mà bỏ qua các kết luận tiêu cực về chúng. Tóm lại, nợ chính phủ ngoại quốc là hợp đồng không thể thực thi. Nếu không trả tiền, người giữ trái phiếu không có bất kỳ khoản đền bù trực tiếp nào. Thậm chí, nếu các khoản doanh thu hay tài sản cụ thể được cam kết như khoản bảo đảm, người này thực tế bất lực trong hoàn cảnh chính phủ không giữ cam kết.<sup>1</sup> Theo lý thuyết, nghĩa vụ nợ chính phủ ngoại quốc là trái quyền trên toàn bộ nguồn lực của quốc gia; song trên thực tế, mức độ đáp ứng gánh nặng nợ bên ngoài quốc gia phụ thuộc phần nhiều vào các cam kết chính trị. Thay đổi quan hệ chính trị quan trọng sau Thế chiến khiến vài trường hợp không thể tránh khỏi vỡ nợ, tạo thành cái cớ cho vài trường hợp khác. Trong bất kỳ hoàn cảnh nào, không chỉ trả đã trở thành hiện tượng quen thuộc và thường xuyên, khiến nó chẳng còn nhiều tai tiếng nữa. Do đó, nhà đầu tư có ít lý do hơn để tin vào nỗ lực phi thường của chính phủ ngoại quốc với nghĩa vụ nợ trong những giai đoạn khó khăn.

Lập luận về ngoại thương. Có quan điểm cho rằng, vay mượn quốc tế là cần thiết để tái lập lại trật tự cân bằng của thế giới. Cụ thể hơn, hoạt động cho vay này là phần không thể thiếu để thiết lập lại và phát triển thương mại xuất khẩu. Nhưng nhà đầu tư không nên kỳ vọng đầu tư vào những chứng

1. Trong rất nhiều ví dụ về thực tế không đáng vui này, chúng ta có thể nhắc đến khoản bảo đảm doanh thu đãng sau Khoản vay Dawes (chính phủ Đức) trả lãi 7% đáo hạn năm 1949 và trái phiếu bảo đảm São Paulo 7% đáo hạn năm 1956. Sau khi vỡ nợ vào năm 1934 và 1932, không có động thái gì được thực hiện hay có thể sẽ thực hiện để thực thi trái quyền với các khoản doanh thu cầm cố này.

khoán không lành mạnh, vì các lý do không thực tế, hoặc làm lợi cho các doanh nghiệp xuất khẩu Hoa Kỳ. Hoạt động đầu cơ, mua các nghĩa vụ nợ nước ngoài ở giá thấp, như nhiều người làm vào năm 1932, có thể được lý giải đây đủ bởi khả năng sinh lợi; song việc rót giá trầm trọng này tự thân là lập luận có sức thuyết phục, phản bác lại việc mua chứng khoán nước ngoài ở mức giá gần bằng 100% mệnh giá, dù tỷ lệ lãi suất có cao đến đâu đi nữa.

Lập luận số liệu của từng chứng khoán. Có ý kiến cho rằng, đầu tư vào nghĩa vụ nợ nước ngoài về bản chất tương tự với những hình thái đầu tư khác đòi hỏi phân biệt và đánh giá. Vài quốc gia xứng đáng được xếp hạng tín dụng cao dựa trên số liệu quá khứ của chúng, các nước này đều điều kiện để có thể xếp hạng ngang hàng với những doanh nghiệp nội địa có con số thỏa mãn. Nhà làm luật ở nhiều bang đã công nhận vị thế ưu việt của Canada bằng cách cấp phép cho ngân hàng tiết kiệm mua những nghĩa vụ nợ của nước này. Bang Vermont (Mỹ) đã chấp nhận trái phiếu đồng đô-la của Bỉ, Đan Mạch, Anh Quốc, Hà Lan và Thụy Sỹ.

Lập luận thuyết phục đi theo hướng ngược lại được đưa ra bởi danh sách bổ sung nhiều quốc gia có nợ phải trả bằng đồng đô-la, phân loại theo xếp hạng tín dụng dựa trên biểu hiện thị trường của chúng qua bài kiểm tra nghiêm khắc năm 1932.

1. Những nước có trái phiếu bán dựa trên cơ sở đầu tư: Canada, Pháp, Anh, Hà Lan, Thụy Sỹ.
2. Những nước có trái phiếu bán dựa trên cơ sở đầu cơ: Argentina, Australia, Áo, Bolivia, Brazil, Bulgaria, Chile, Trung Quốc, Colombia, Costa Rica, Cuba, Tiệp Khắc, Đan Mạch, Cộng Hòa Dominican, Estonia, Phần Lan, Đức, Guatemala, Hy Lạp, Haiti, Hungary, Nhật Bản, Nam Tư, Mexico, Nicaragua, Panama, Peru, Ba Lan, Rumania, Nga, Salvador, Uruguay.
3. Những nước nằm ở vùng giáp ranh (giữa đầu tư và đầu cơ): Bỉ, Ailen, Ý, Na-uy, Thụy Điển.

Trong số 5 nước trong nhóm đầu tiên, hạng tín dụng của Pháp và Anh Quốc được xem là đầu cơ trong giai đoạn khủng hoảng 1921-1922 trước đó.

Chỉ có 3 trong số 42 nước (Canada, Hà Lan và Thụy Sỹ) luôn được xếp hạng đầu tư trong 12 năm trước khi kết thúc vào năm 1932.

*Hai lập luận phản bác việc mua trái phiếu chính phủ ngoại quốc.* Việc mua trái phiếu chính phủ ngoại quốc chịu hai phản bác có cùng đặc điểm chung: Theo lý thuyết, cơ sở tín dụng về căn bản là vô hình. Theo kinh nghiệm trong thực tế, nhóm nghĩa vụ nợ ngoại quốc cơ bản rất không tốt. Hiển nhiên, sẽ có những phát triển tích cực đáng kể trong điều kiện thế giới hưng thịnh, được chứng minh bằng giai đoạn tương đối dài chỉ trả đúng hạn các nghĩa vụ nợ quốc tế, nhằm điều chỉnh thái độ không yêu thích trái phiếu chính phủ ngoại quốc nói chung.

Chứng khoán Canada có thể chắc chắn miễn nhiệm khỏi quy kết chụp mũ này, vì kết quả và vì mối quan hệ gần gũi giữa Canada và Hoa Kỳ. Nhà đầu tư vì lý do cá nhân hoặc dựa theo số liệu thống kê, có thể tự tin khẳng định vị thế tín dụng tốt của nhiều quốc gia, sẵn sàng mua nghĩa vụ nợ của các nước này như những lựa chọn đầu tư xếp hạng cao. Những chứng khoán này có đầy đủ lý do để mua dựa trên kho dữ kiện; ít nhất trong vài năm tới, chúng vẫn tốt nếu nhà đầu tư tiếp cận từ góc nhìn ngoại lệ, thay vì nguyên tắc né tránh trái phiếu ngoại quốc, buộc chúng phải đưa ra bằng chứng thuyết phục thể hiện tính ổn định và an toàn hiện nay.<sup>1</sup>

**Trái phiếu doanh nghiệp nước ngoài.** Theo lý thuyết, trái phiếu một doanh nghiệp dù thịnh vượng đến đâu cũng không thể an toàn hơn nghĩa vụ nợ của quốc gia mà doanh nghiệp này hoạt động. Chính phủ thông qua quyền đánh thuế, có trái quyền ưu tiên không giới hạn với tài sản và thu nhập của doanh nghiệp. Nói cách khác, chính phủ có thể lấy đi tài sản từ

1. Phần thảo luận về trái phiếu chính phủ ngoại quốc được sao chép lại y nguyên phiên bản 1934 của cuốn sách này. Các điều kiện chiến tranh tồn tại trong năm 1940 đã tăng thêm sức thuyết phục cho kết luận của chúng tôi. Lưu ý rằng vào cuối năm 1939, chỉ có trái phiếu đồng đô-la của Argentina, Canada và Cuba được bán với lợi tức cao hơn 6% ở thị trường Hoa Kỳ. (Một số trái phiếu Cuba được bán với lợi tức cao hơn 6%. Cũng lưu ý rằng Anh Quốc, Hà Lan, Thụy Điển và Thụy Sỹ không có trái phiếu đô-la.) Với các dữ liệu liên quan đến vỡ nợ trái phiếu ngoại tệ, hãy xem tin tức và báo cáo được công bố bởi Hội đồng Bảo vệ Người giữ Trái phiếu ngoại.

người giữ trái phiếu cá nhân và tận dụng nó để trả nợ quốc gia. Nhưng trong thực tế, quyền đánh thuế của chính phủ có các giới hạn đặc biệt. Chúng tôi bắt gặp những trường hợp, doanh nghiệp vẫn đáp ứng nghĩa vụ nợ đô-la, thậm chí khi chính phủ của họ vỡ nợ.

Trái phiếu doanh nghiệp nước ngoài có lợi thế so với trái phiếu chính phủ, đó là người giữ trái phiếu doanh nghiệp nước ngoài được đền bù hợp pháp trong trường hợp doanh nghiệp không trả nợ, như quyền tịch thu tài sản. Nhiều khả năng, doanh nghiệp nước ngoài chịu nhiều cưỡng bách phải đáp ứng nợ hơn quốc gia độc lập. Song phải tinh táo nhận ra rằng, nếu chính phủ vỡ nợ thì chắc chắn vị thế của người giữ trái phiếu doanh nghiệp cũng chịu ảnh hưởng tiêu cực. Các hạn chế trong chuyển tiền có thể ngăn cản việc chi trả lãi suất bằng đồng đô-la, thậm chí dù doanh nghiệp vẫn dư khả năng chi trả. Hơn nữa, khoảng cách giữa chủ nợ và tài sản, cũng như những can thiệp của chính phủ nhiều khả năng hủy hoại giá trị thực tế của tài sản cầm cố. Vì những lý do này, nghĩa vụ nợ chính phủ nước ngoài và nghĩa vụ nợ doanh nghiệp nước ngoài sẽ có cùng kết luận từ góc nhìn lựa chọn đầu tư cố định.

## QUY MÔ

Trái phiếu của các doanh nghiệp rất nhỏ không phải là lựa chọn đầu tư an toàn vì nhiều lý do. Một doanh nghiệp có quy mô tương đối nhỏ thường dễ bị tổn thương hơn trước các sự kiện không mong đợi, nhiều khả năng chịu bất lợi vì thiếu quan hệ vững chắc với ngân hàng hay nguồn lực kỹ thuật. Do đó, những doanh nghiệp rất nhỏ chưa bao giờ có khả năng huy động vốn từ công chúng, mà phụ thuộc vào vốn tư nhân – những người được chia sẻ lợi nhuận và có tiếng nói trực tiếp trong ban quản trị. Các lập luận trái phiếu của doanh nghiệp quy mô nhỏ cũng được áp dụng với các ngôi làng hay quận huyện nhỏ bé, những nhà đầu tư vào chứng khoán địa phương thường cẩn thận tránh vùng có quy mô dân số nằm dưới mức nhất định.

Các yêu cầu tối thiểu về quy mô như vậy rất tùy ý. Không có bất kỳ công thức toán học nào xác định chính xác ở điểm nào, doanh nghiệp hay địa phương nhỏ trở nên đủ lớn để thu hút nhà đầu tư. Quá trình thiết lập

các tiêu chuẩn định lượng khác, ví dụ biên độ thu nhập trên chi phí lãi vay, quan hệ giữa giá trị tài sản hay cổ phiếu với nợ từ trái phiếu cũng gấp khó khăn tương tự. Do đó, chúng ta phải luôn nhớ rằng, những “điểm cốt yếu” này đều quyết định theo quy tắc ngón tay cái, nhà đầu tư hoàn toàn có thể sử dụng những con số khác nếu thấy chúng hợp lý hơn. Tuy nhiên, dù các tiêu chuẩn có tùy ý đến đâu, chúng chắc chắn cũng hữu dụng tuyệt vời trong việc bảo vệ người mua trái phiếu khỏi những chứng khoán thiếu bảo đảm.

**Các quy định của Đạo luật New York.** Đạo luật của New York đã liệt kê nhiều tiêu chuẩn quy mô tối thiểu cho ngân hàng tiết kiệm đầu tư trong mọi điều kiện. Với trái phiếu địa phương, dân số không được thấp hơn 10.000 người với những thành phố giáp New York, không ít hơn 30.000 với những thành phố khác. Doanh nghiệp đường sắt phải có 500 dặm đường sắt tiêu chuẩn hoặc doanh thu hoạt động trên 10.000.000 đô-la mỗi năm. Trái phiếu không bảo đảm và trái phiếu thu nhập của các doanh nghiệp đường sắt chỉ được chấp nhận nếu doanh thu thuần sẵn sàng chi trả cổ tức đạt 10.000.000 đô-la (đi kèm những yêu cầu đặc biệt khác). Với doanh nghiệp ga và điện, doanh thu gộp phải đạt trung bình 1.000.000 đô-la mỗi năm trong 5 năm trước đó; trong trường hợp trái phiếu doanh nghiệp điện thoại, con số này phải là 5.000.000 đô-la. Có những quy định khó khăn hơn đến mức quy mô của trái phiếu phải không được ít hơn 1.000.000 đô-la với doanh nghiệp ga và điện, không thấp hơn 5.000.000 đô-la trong trường hợp nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp điện thoại.

*Vài phê bình về các yêu cầu này.* Con số doanh thu gộp tối thiểu đường như không được chọn lựa kỹ từ góc nhìn đầu tư trái phiếu tổng quát. Yêu cầu dân số khác biệt chẳng hợp lý với nhà đầu tư. Các bài kiểm tra doanh nghiệp đường sắt dựa trên số dặm sở hữu hoặc doanh thu rốt ráo và không cần thiết. Yêu cầu doanh thu gộp 10.000.000 đô-la là quá cao; nó sẽ loại bỏ những doanh nghiệp như công ty Bangor & Aroostook Railroad, thuộc số ít doanh nghiệp có số liệu khá tốt trong giai đoạn khủng hoảng 1930-1933 cũng như trước đó. Một yêu cầu cũng không xác đáng khác là doanh thu gộp 5.000.000 đô-la cho doanh nghiệp điện thoại, ngược với yêu cầu chỉ

10.000.000 đô-la cho doanh nghiệp ga và điện. Quy định này sẽ loại bỏ các trái phiếu của Tri-State Telephone & Telegraph trước năm 1927, dù rằng lúc đó và sau này, các nghĩa vụ nợ của chúng có giá trị hấp dẫn. Chúng tôi tin rằng các yêu cầu quy mô tối thiểu đề xuất sau đây được lựa chọn tùy ý, hợp lý với thực tế đầu tư lành mạnh hơn:

	<b>Yêu cầu quy mô tối thiểu</b>
Địa phương	Dân số 10.000 người
Doanh nghiệp tiện ích công cộng	Doanh thu gộp 2.000.000 đô-la
Hệ thống đường sắt	Doanh thu gộp 3.000.000 đô-la
Công ty công nghiệp	Doanh thu gộp 5.000.000 đô-la

**Trái phiếu công nghiệp và yếu tố quy mô.** Vì theo Đạo luật New York, trái phiếu công nghiệp không đủ điều kiện để ngân hàng tiết kiệm đầu tư, do đó không có tiêu chuẩn tối thiểu nào được đề ra. Chúng tôi đã trình bày quan điểm rằng, các nghĩa vụ nợ công nghiệp có thể gồm những lựa chọn đầu tư xếp hạng cao, nếu chúng đáp ứng được những bài kiểm tra an toàn, chặt chẽ. Kinh nghiệm suốt thập kỷ qua chỉ ra, quy mô thống lĩnh hoặc to lớn là yếu tố bảo đảm trước các rủi ro bất ổn mà các doanh nghiệp công nghiệp trải qua nhiều hơn doanh nghiệp đường sắt hay tiện ích công cộng. Một nhà đầu tư cẩn trọng tìm kiếm lợi nhuận từ những bài học gần đây, rõ ràng có lý do ra quyết định hạn chế danh mục đầu tư trong các nhóm doanh nghiệp dẫn đầu của từng nhóm ngành công nghiệp, hoặc thêm vào những yêu cầu tối thiểu về doanh số bán hàng 5.000.000 đô-la mỗi năm.

Các tiêu chuẩn như vậy có thể bị chỉ trích quá chặt chẽ. Theo đó, nếu được áp dụng rộng rãi (ít khả năng xảy ra), chúng sẽ khiến các doanh nghiệp lành mạnh và thịnh vượng với quy mô vừa không thể nào huy động vốn từ trái phiếu thẳng. Có thể hiểu rằng, điều kiện ổn định chung của công nghiệp Hoa Kỳ có thể khiến các kết luận rút ra từ giai đoạn biến động cực độ trong vài chục năm trở lại đây trở nên vô giá trị.

Nhưng cho đến khi xu hướng ổn định mới thực sự tồn tại, chúng ta nên có thái độ khó khăn tối đa cho hoạt động mua trái phiếu công nghiệp ở mức độ đầu tư.

**Quy mô lớn không bảo đảm an toàn.** Những khuyến nghị về chủ đề quy mô tối thiểu không hàm ý rằng, quy mô lớn tự thân chúng bảo đảm cho thịnh vượng và sức mạnh tài chính. Doanh nghiệp lớn nhất có thể rất yếu kém, nếu nợ trái phiếu chiếm tỷ lệ quá cao. Hơn nữa, nhóm đường sắt, tiện ích công cộng và địa phương không có lợi thế của doanh nghiệp lớn nào khi so sánh với doanh nghiệp quy mô trung bình. Liệu doanh thu gộp của doanh nghiệp điện là 20.000.000 hay 100.000.000 đô-la, trong mọi trường hợp không ảnh hưởng lên an toàn trái phiếu. Tương tự, thị xã có 75.000 cư dân có thể xứng đáng với tín nhiệm cao hơn thành phố hàng triệu người. Chỉ trong ngành công nghiệp, chúng tôi mới cho rằng trái phiếu của doanh nghiệp rất lớn có thể đáng ao ước hơn các doanh nghiệp quy mô trung bình; thậm chí con số thống kê hoàn toàn tốt của doanh nghiệp lớn sẽ khiến lợi thế này càng trở nên đáng tin cậy.

**Những quy định khác bị từ chối.** Đạo luật New York có một yêu cầu bổ sung liên quan đến trái phiếu đường sắt không bảo đảm. Đó là thu nhập ròng sau chi phí lãi vay phải đạt 10.000.000 đô-la. Điều này có vẻ phi lý, vì trước đó, chúng ta đã phản đối việc coi trọng sự tồn tại hay thiếu vắng tài sản vay cầm cố. Quy định xa hơn về quy mô tối thiểu cho trái phiếu là nguy biến trong trường hợp doanh nghiệp tiện ích công cộng. Nếu doanh nghiệp đủ lớn để đo lường bằng doanh thu gộp, thì trái phiếu doanh nghiệp càng nhỏ sẽ càng dễ đáp ứng các yêu cầu về lãi suất và tiền gốc. Nhà làm luật nhiều khả năng muốn tránh tính khả bán thấp của các chứng khoán nhỏ. Theo quan điểm của chúng tôi, tính khả bán đang bị nhà đầu tư xem trọng thái quá; trong trường hợp này, chúng tôi không xem quy định liên quan đến quy mô chứng khoán như quy tắc chung cho đầu tư trái phiếu.

## *Chương 10*

# CÁC TIÊU CHUẨN CỤ THỂ CHO ĐẦU TƯ TRÁI PHIẾU (TIẾP)

---

### **QUAN HỆ GIÁ TRỊ TÀI SẢN VỚI NỢ VÔ THỜI HẠN**

Trong phần thảo luận trước (Chương 6), chúng tôi đã chỉ ra rằng khoản đầu tư trái phiếu lành mạnh điển hình phụ thuộc vào năng lực trả nợ của doanh nghiệp nhiều hơn là giá trị của tài sản mà trái phiếu này có quyền lưu giữ tài sản. Nguyên tắc mở rộng này dẫn chúng ta đi xa khỏi việc thiết lập bất kỳ bài kiểm tra tổng quát nào về trái phiếu an toàn dựa trên giá trị tài sản cầm cố, vì giá trị này tách biệt khỏi thành bại của doanh nghiệp.

Phát biểu vấn đề khác đi, chúng tôi không tin rằng trái phiếu doanh nghiệp thông thường (dù là đường sắt, tiện ích hay công nghiệp) sẽ có lợi để quy định bất kỳ mối quan hệ tối thiểu nào giữa giá trị tài sản hữu hình cầm cố (dù là giá gốc hay giá tái sản xuất) và số lượng nợ. Về vấn đề này, chúng tôi không đồng tình với đạo luật ở nhiều bang (bao gồm cả New York) đặt trọng tâm vào giá trị tài sản. Ví dụ, đạo luật của New York sẽ không chấp nhận trái phiếu ga, điện hay điện thoại, trừ khi chúng được bảo đảm bởi tài sản có giá trị cao hơn trái phiếu 66 $\frac{2}{3}$ %. Giá trị thường dùng là giá trị sổ sách, có thể là giá trị ban đầu trừ đi khấu hao, ít hoặc nhiều hơn giá trị giấy tờ ghi lại kết quả của việc chuyển giao hay tái thẩm định.

### Các loại nghĩa vụ nợ đặc biệt:

**1. Nghĩa vụ nợ trang thiết bị.** Chúng tôi xem giá trị sổ sách của các tài sản doanh nghiệp tiện ích công cộng, cũng như của doanh nghiệp đường sắt và nhà máy công nghiệp điển hình không phải là kim chỉ nam để quyết định độ an toàn của chứng khoán. Tuy nhiên, có rất nhiều loại nghĩa vụ nợ đặc biệt mà an toàn được đo lường bằng chính tài sản đảm bảo – thứ tách biệt khỏi giá trị đang tiếp tục hoạt động tại doanh nghiệp. Chứng khoán đặc trưng nhất trong số này là chứng chỉ ủy thác trang thiết bị đường sắt, bảo đảm bằng các đầu máy xe lửa, toa chở hàng, toa chở hành khách và bằng cam kết cho thuê trang thiết bị đang được sử dụng bởi các doanh nghiệp đường sắt. Số liệu thống kê đầu tư của các nghĩa vụ nợ trang thiết bị này rất tốt, ngay cả khi vấp phải khó khăn tài chính nghiêm trọng gần đây do phát triển đường mới, các chứng khoán này vẫn chi trả nhanh chóng các khoản lãi suất và tiền gốc. Lý do chính là, tài sản cụ thể được cầm cố có thể tháo rời và sử dụng bởi những doanh nghiệp vận tải khác. Kết quả là chúng có giá trị khả bán độc lập, tương tự như xe ô tô, mũ trang, hay những bất động sản khác dùng làm cầm cố cho các khoản vay cá nhân. Thậm chí khi bán đầu máy xe lửa cho doanh nghiệp đường sắt khác với giá hợp lý cực kỳ khó, tính linh động này vẫn giúp nghĩa vụ nợ trang thiết bị có lợi thế rất lớn so với các tài sản cầm cố khác của doanh nghiệp đường sắt. Cả hai loại tài sản đều cần thiết trong hoạt động đường sắt, song người giữ trái phiếu doanh nghiệp đường sắt không có cách nào cho phép người thụ lý tài sản thực thi quyền trên tài sản của mình, trong khi người giữ quyền tài sản trang thiết bị có thể bị đe dọa lấy đi ít nhất một đầu máy xe lửa. Quyền lựa chọn này trong thực tế có vai trò quan trọng với người sở hữu chứng chỉ ủy thác trang thiết bị, nó thậm chí buộc những người giữ các tài sản cầm cố ưu tiên 1 của doanh nghiệp đường sắt phải dưới quyền người kia.

Kết quả là người giữ chứng chỉ ủy thác trang thiết bị có hai nguồn bảo đảm tách biệt: nguồn tín nhiệm và thành công của doanh nghiệp vay nợ; giá trị cầm cố đầu máy xe lửa. Nếu giá trị sau cao hơn số tiền vay, người này

hoàn toàn có khả năng bỏ qua yếu tố tín nhiệm đầu tiên, giống cách người cho cầm đồ bỏ qua vị thế tài chính của người đi vay và chỉ cần tài sản cầm cố là đủ hài lòng.

Các điều kiện xây dựng chứng chỉ ủy thác trang thiết bị mang đến mức độ bảo an rất cao cho người mua. Hình thái pháp luật được thiết kế để thuận tiện cho việc thực thi quyền của người mua chứng khoán trong trường hợp không chi trả. Trong thực tế tất cả trường hợp, ít nhất 20% giá trị trang thiết bị được đảm bảo bởi doanh nghiệp đường sắt, kết quả là giá trị nghĩa vụ nợ trang thiết bị không vượt quá 80% giá trị tài sản cầm cố cơ sở. Tiền gốc thường hoàn trả theo 15 đợt chi trả thường niên, bắt đầu từ năm phát hành, để giá trị nợ giảm nhanh hơn khấu hao thông thường.

Theo các thỏa thuận này, bảo đảm dành cho người giữ ủy thác trang thiết bị ít nhiều suy giảm trong những năm gần đây, một phần là do rót giá của hàng hóa thông thường, khiến giá trị tái sản xuất (theo đó là giá trị khả bán) rót thấp hơn chi phí ban đầu rất nhiều; đồng thời giảm nhu cầu mua trang thiết bị, dù mới hay cũ, vì số lượng người sử dụng giảm đi. Từ năm 1930, một số doanh nghiệp đường sắt khi thực thi quyền thụ lý (ví dụ như Seaboard Air Line và Wabash) đã yêu cầu người giữ nghĩa vụ nợ trang thiết bị đáo hạn gia hạn thêm thời gian ngắn, hoặc đổi chúng lấy các chứng chỉ tín thác viên hay chứng chỉ người nhận có lãi suất thấp hơn. Trong trường hợp độc đáo của Florida East Coast Railway (Toa nhóm "D"), người thụ lý tài sản cho phép người giữ chứng chỉ ủy thác trang thiết bị tịch thu và bán trang thiết bị cầm cố, thứ đường như có giá thấp hơn bảo đảm những nhóm toa khác. Trong ví dụ này, người giữ chứng khoán chỉ thu được 43 xu trên mỗi đô-la từ việc bán và nhận định sai về tài khoản săn sàng chi trả. Những nỗ lực và thất bại này cho thấy rằng, nhận định các chứng khoán trang thiết bị "gần như tuyệt đối an toàn" cần phải cân chỉnh lại; song không thể phủ nhận rằng, hình thái đầu tư này có lợi thế hiện thực hóa tài sản cầm cố. Kết luận này được chứng minh bằng ví dụ bán trái phiếu ủy thác trang thiết bị mới 2½ % của Chicago & North Western đáo hạn năm 1940-1949 vào tháng 11 năm 1939, với mức giá cho lợi tức từ 0,45

đến 2,35%, bất chấp thực tế mọi chứng khoán cầm cố của doanh nghiệp đường sắt này đều vỡ nợ.

**2. Trái phiếu ủy thác cầm cố chứng khoán.** Trái phiếu ủy thác ký quỹ là nghĩa vụ nợ được bảo đảm bởi khoản cầm cố cổ phiếu hay trái phiếu khác. Trong trường hợp điển hình, tài sản bảo chứng bao gồm trái phiếu của doanh nghiệp nợ, trái phiếu hay cổ phiếu của doanh nghiệp con của nó. Giá trị hiện thực hóa của tài sản bảo chứng thường phụ thuộc nhiều vào thành công nói chung của doanh nghiệp. Nhưng trong trường hợp chứng khoán ủy thác cầm cố chứng khoán của doanh nghiệp đầu tư, bước phát triển trong những năm gần đây, người giữ chứng khoán chủ yếu giữ quyền và thị giá của chứng khoán cầm cố, do đó dựa trên hiệu lực của các điều kiện bảo an theo giao kèo, người này hoàn toàn có thể được bảo vệ khi mà cổ đông cổ phiếu chẳng nhận được gì. Loại trái phiếu ủy thác cầm cố chứng khoán này có thể được xếp hạng ngang với nghĩa vụ nợ ủy thác trang thiết bị. Đó là ngoại lệ của nguyên tắc tổng quát: người mua trái phiếu phụ thuộc chủ yếu vào thành công của doanh nghiệp, chứ không phải tài sản cầm cố cụ thể.

Đặc điểm này đúng từ trong ra ngoài với giấy nợ ủy thác đầu tư. Không nhiều khác biệt trong câu hỏi: Liệu danh mục có được bảo đảm bởi một người ủy thác, như trường hợp của giấy nợ ủy thác cầm cố chứng khoán hay doanh nghiệp phải tuân thủ trái quyền từ những người nắm giữ giấy nợ. Trong trường hợp thông thường, giấy nợ được bảo đảm bằng những quy định đầy đủ trước rủi ro doanh nghiệp tăng nợ, bằng giao kèo buộc thị giá tài sản doanh nghiệp phải được duy trì ở tỷ lệ đã định trước trên mệnh giá trái phiếu.

*Ví dụ:* Giấy nợ 5% của Reliance Management Corporation đáo hạn năm 1954 là ví dụ về cách vận hành của những quy định bảo an này. Tổng thể doanh nghiệp này không thành công, cổ phiếu sụt giảm từ mức 69 năm 1929 xuống còn 1 năm 1933. Trường hợp trái phiếu thông thường, sụp đổ giá cổ phiếu đồng nghĩa với vỡ nợ và thua lỗ tiền gốc lớn. Nhưng ở đây, tài sản có thể được chuyển ngay thành tiền đóng vai trò quan trọng

trong giao kèo bảo an cho giấy nợ. Nó khiến doanh nghiệp buộc phải mua lại  $\frac{3}{4}$  chứng khoán này, thậm chí buộc cổ đông đóng góp thêm vốn để bổ sung giá trị đã sụt giảm, nhằm đảm bảo yêu cầu giấy nợ. Kết quả là trái phiếu này được bán với giá 88 vào năm 1932, khi cổ phiếu chỉ được bán ở mức  $2\frac{1}{2}$ . Số dư của chứng khoán được mua lại vào tháng 2 năm 1937 ở mức  $104\frac{1}{4}$ .

Trong chương 18, chương dành cho các giao kèo bảo an, chúng tôi sẽ nhắc đến câu chuyện trái phiếu ủy thác cầm cố chứng khoán của doanh nghiệp đầu tư (công ty Financial Investing), chúng tôi sẽ chỉ ra rằng, sức mạnh nội tại của những nghĩa vụ nợ như vậy thường chịu ảnh hưởng tiêu cực bởi do dự thực hiện quyền của người giữ trái phiếu.

**3. Trái phiếu bất động sản.** Một nhóm chứng khoán có tầm quan trọng lớn hơn cả hai loại chứng khoán vừa thảo luận ở trên, đó là các khoản cầm cố và trái phiếu cầm cố bất động sản. Trái phiếu cầm cố bất động sản đại diện cho quyền tham gia vào các tài sản cầm cố đơn lẻ lớn. Giá trị của miếng đất hay tòa nhà cầm cố đóng vai trò cực kỳ quan trọng. Khoản vay bất động sản thông thường từ nhà đầu tư kinh nghiệm chủ yếu dựa trên kết luận của người này về giá trị đúng của tài sản đảm bảo. Tuy nhiên với chúng tôi, theo cách hiểu rộng về giá trị cơ sở của tài sản cầm cố bất động sản là giá trị tiếp tục hoạt động, nghĩa là chúng cơ bản xuất phát từ sức mạnh thu nhập thực tế hoặc giả định của tài sản. Nói cách khác, giá trị của tài sản cầm cố không phải thứ gì đó tách biệt khỏi thành bại của doanh nghiệp (như trường hợp chứng chỉ ủy thác trang thiết bị đường sắt), mà đồng nhất với thành bại kia.

Điểm này có thể được làm rõ hơn bằng cách tham khảo hình thái vay nợ bất động sản điển hình nhất: khoản cầm cố ưu tiên căn hộ gia đình. Dưới điều kiện thông thường, căn hộ có giá 10.000 đô-la sẽ có giá trị thuê (giá trị tương đương giữa người chủ – người thuê) vào khoảng 1.200 đô-la mỗi năm, sẽ cho ra nhu nhập ròng khoảng 800 đô-la sau khi trừ thuế và chi phí. Khoản vay ưu tiên 1 lãi suất 5% theo cơ sở 60% giá trị của ngân hàng tiết kiệm, hay 6.000 đô-la, theo đó sẽ được bảo đảm bằng

sức mạnh thu nhập gấp đôi yêu cầu lãi suất. Nói cách khác, giá trị thuê có thể bị mất đi  $\frac{1}{3}$  trước khi ảnh hưởng xấu đến năng lực chi trả chi phí lãi vay. Do đó, bất chấp khả năng chi trả lãi suất của chủ sở hữu, người này có thể tìm ra người thuê hay người mua mới trên cơ sở ít nhất phải đáp ứng đủ 60% khoản vay của mình. (Ngược lại, nhà máy công nghiệp điển hình, có giá khoảng 1.000.000 đô-la và được chuyển thành trái phiếu với giá trị 600.000 đô-la, không thể kỳ vọng bán hay cho thuê sẽ đủ để đảm bảo khoản cầm cố lãi suất 5% nếu doanh nghiệp phát hành phá sản.)

*Giá trị tài sản và sức mạnh thu nhập gắn bó chặt chẽ với nhau.* Ví dụ minh họa này cho thấy, dưới những điều kiện bình thường, nhà ở, văn phòng và cửa hàng có giá trị tài sản và giá trị cho thuê luôn đi cùng nhau. Hiểu theo nghĩa này, chẳng có nhiều khác biệt với người cho vay khi cân nhắc tính khả bán hay sức mạnh thu nhập của tài sản cầm cố loại này (sức mạnh thu nhập tương đương với giá trị tiếp tục hoạt động). Ở mức độ nhất định, điều này đúng với những thửa đất còn trống, những căn nhà hoặc cửa hàng chưa có ai thuê, vì thị giá của chúng gắn bó chặt chẽ với giá trị cho thuê kỳ vọng khi được hoàn thiện hay cho thuê. (Tuy nhiên, điều này không đúng với những tòa nhà được xây dựng cho mục đích đặc biệt, ví dụ nhà máy.)

*Đặc điểm lừa dối của định giá.* Thảo luận trước ảnh hưởng lớn đến thái độ đúng đắn của nhà đầu tư tiềm năng với giá trị tài sản cơ sở của trái phiếu bất động sản đang cân nhắc. Trong giai đoạn phát triển rực rỡ và tệ hại nhất của trái phiếu cầm cố bất động sản giữa giai đoạn 1923-1929, bên cạnh việc ước đoán thu nhập tương lai, luận cứ thông thường duy nhất hỗ trợ việc chào bán trái phiếu là báo cáo giá trị thẩm định tài sản luôn cao hơn 66% giá trị chứng khoán cầm cố. Nếu những con số thẩm định này phù hợp với giá mà người mua hay người cho vay đầy kinh nghiệm áp dụng cho tài sản, chúng sẽ hữu ích trong việc lựa chọn trái phiếu lành mạnh. Không may thay, chúng hầu như chỉ là các con số định giá trên giấy tờ, mà các chuyên gia thẩm định săn sàng điền tên mình vào để thu phí, đó là những người chỉ làm nhiệm vụ duy nhất là lừa gạt nhà đầu tư về mức độ bảo vệ.

Phương pháp định giá này là vốn hóa dựa trên cơ sở phỏng khoáng của phí thuê kỳ vọng mà tài sản sẽ thu được. Bằng cách này, tòa nhà thông thường có giá khoảng 1.000.000 đô-la, bao gồm các khoản chi phí tài chính cao quá mức sẽ ngay lập tức có “giá trị thẩm định” 1.500.000 đô-la. Do đó, trái phiếu có thể được lưu hành với chi phí gần bằng chi phí đầu tư, để người xây dựng hay bên bán có thể giữ được vốn (nghĩa là quyền sở hữu tòa nhà) mà không cần bỏ ra xu nào đầu tư, trong nhiều trường hợp còn thêm vào khoản lợi nhuận tiền mặt đáng kể nữa.<sup>1</sup> Toàn bộ kế hoạch huy động vốn bất động sản rõ ràng đầy các nhược điểm, nhưng đáng buồn là không có các nguyên tắc và nghiên cứu kỹ lưỡng, những lý lẽ thông thường ở mọi bên liên quan đã khiến họ chấp nhận một tỷ lệ khổng lồ đến vậy trước khi sụp đổ không thể tránh khỏi.

*Phí thuê bất thường sử dụng làm cơ sở định giá.* Phí thuê cao trong giai đoạn 1928-1929 cho ra tỷ lệ lợi tức doanh thu trên chi phí phát triển bất động sản mới rất cao. Nhưng điều này không thể hiểu là một tòa nhà mới xây ngay lập tức sẽ có giá cao hơn 50% so với chi phí thực sự xây dựng nó. Vì mức lợi nhuận này chắc chắn chỉ mang tính tạm thời, nó sẽ dẫn đến ngày càng nhiều tòa nhà xuất hiện, cho đến khi dư thừa nguồn cung và sụp đổ trong quy mô phí thuê. Việc xây dựng quá mức chắc chắn sẽ xảy ra, người sở hữu có thể thực hiện nó mà chẳng gặp rủi ro gì. Người này huy động tất cả số tiền cần thiết từ công chúng.

Nợ dựa trên chi phí xây dựng quá cao. Hệ quả bên lề của việc xây dựng quá tay là chi phí xây dựng gia tăng cao đến mức bất thường. Do đó, một khoản vay rõ ràng rất an toàn vào năm 1928 hay 1929, với giá trị không vượt quá  $\frac{2}{3}$  chi phí thực, cũng không được bảo vệ phù hợp, vì tồn tại nguy cơ rõ ràng (sau đó trở thành hiện thực) rằng: chi phí xây dựng sụt giảm mạnh sẽ làm suy giảm giá trị cơ bản đến một con số nằm dưới giá trị cho vay.

---

1. Doanh nghiệp 419-4th Avenue Corporation (Bowker Building) phát hành trái phiếu có giá trị 1.230.000 đô-la vào năm 1927 với vốn thực góp chỉ 75.000 đô-la. (Bằng quy trình tương tự, đất và tòa nhà có chi phí chỉ khoảng 1.300.000 đô-la được định giá 1.897.788 đô-la.) Vỡ nợ và thực thi quyền thu lý tài sản vào năm 1931-1932 là không thể tránh khỏi.

*Yếu điểm của các tòa nhà chuyên dụng.* Yếu điểm tổng quát thứ ba của đầu tư trái phiếu bất động sản nằm ở việc: hoàn toàn thiếu kiến thức phân biệt các loại dự án xây dựng khác nhau. Khoản vay bất động sản tiêu chuẩn hay điển hình trước đây được thực hiện trên nhà ở, giá trị đặc trưng của nó nằm ở thực tế có vô số người mua hoặc thuê tiềm năng. Do đó, căn nhà luôn có thể bán nếu nhượng bộ vừa phải trên cơ sở giá bán hiện tại. Tình huống tương tự là nhà chung cư, cửa hàng hay tòa nhà văn phòng. Nhưng khi tòa nhà được xây dựng cho mục đích đặc biệt, ví dụ khách sạn, gara ô tô, câu lạc bộ, bệnh viện, nhà thờ, nhà máy..., thì nó mất đi đặc tính có thể chuyển nhượng nhanh chóng, giá trị của nó gắn bó chặt chẽ với thành công của doanh nghiệp đã xây dựng. Do đó, trái phiếu cầm cố của những công trình như vậy không được coi là trái phiếu bất động sản theo nghĩa chấp nhận được, mà là những khoản vay mở rộng của doanh nghiệp. Kết quả là tính an toàn của chúng phải được đánh giá bằng tất cả bài kiểm tra chặt chẽ dành cho nghĩa vụ nợ công ty công nghiệp.

Cách nhìn này hoàn toàn biến mất trong giai đoạn đổ xô huy động vốn bất động sản, trước sụp đổ bong bóng bất động sản. Trái phiếu được phát hành để xây khách sạn, gara ô tô, thậm chí bệnh viện, cùng cơ sở với các khoản vay nhà chung cư. Kết quả định giá cho thấy, “giá trị” cao hơn giá trị chứng khoán từ  $\frac{1}{2}$  đến  $\frac{2}{3}$  được xem là đủ để thiết lập cơ sở an toàn cho khoản vay. Tuy nhiên, khi các chủ đầu tư xây mới công trình, chúng không mang lại thành công, cũng chẳng thể trả được chi phí lãi vay, người giữ trái phiếu “bất động sản” có vị thế như người giữ tài sản cầm cố ở doanh nghiệp đ Horting sắt không sinh lãi hay nhà xuống.

Giá trị dựa trên phí thuê ban đầu mang tính dối lừa. Yếu điểm khác nên được chỉ ra là mối quan hệ với việc huy động vốn nhà chung cư. Doanh thu thuê nhà dùng để xác định giá trị thẩm định sẽ dựa trên phí thuê thu được trong thời gian đầu. Song, người thuê nhà chung cư đã quen với việc trả nhiều tiền hơn cho tòa nhà mới, họ không muốn thuê những công trình kiến trúc cũ hoặc không còn hiện đại nữa chỉ sau vài năm xây dựng.

Kết quả là, dưới những điều kiện thông thường, phí thuê nhận được trong những năm đầu thường cao hơn nhiều so với kỳ vọng cẩn thận xuyên suốt dòng đời của chứng khoán trái phiếu.

*Thiếu thông tin tài chính.* Một nhược điểm liên quan đến các thảo luận trên, nhưng bản chất khác, đó là hầu hết người mua trái phiếu không được cung cấp dữ liệu hoạt động và tài chính sau khi mua. Nhược điểm này đúng với nhiều doanh nghiệp bán trái phiếu ra công chúng nhưng cổ phiếu lại được sở hữu tư nhân – đặc tính mang tính sắp đặt có chủ ý trong huy động vốn bất động sản. Kết quả là, hầu hết người sở hữu trái phiếu không nhận ra kết quả yếu kém của khoản đầu tư cho đến khi vỡ nợ xảy ra. Nghiêm trọng hơn, đến lúc đó, những người này mới khám phá ra các khoản thuế tích lũy lớn của bất động sản, trong khi người sở hữu đang “vắt sữa” tài sản này bằng cách rút hết tiền mặt săn có ra.

*Các quy tắc để xuất cho quy trình.* Từ phân tích chi tiết về các nhược điểm của huy động vốn trái phiếu bất động sản suốt thập kỷ qua, vài nguyên tắc cụ thể có thể được phát triển để định hướng cho nhà đầu tư trong tương lai.

Trong trường hợp nhà ở gia đình, các khoản vay nhìn chung được thực hiện trực tiếp bởi người giữ khoản cầm cố đến chủ sở hữu căn nhà, nghĩa là không có trung gian mua bán trái phiếu cầm cố bất động sản. Nhưng các hoạt động kinh doanh mở rộng cũng đã được thực hiện bởi các doanh nghiệp cầm cố (ví dụ Lawyers Mortgage, Title Guarantee & Trust), với các khoản cầm cố bảo lãnh và chứng chỉ tham gia cầm cố được bảo đảm bằng những ngôi nhà đó.<sup>1</sup>

1. Từ năm 1933, huy động vốn bất động sản trên cơ sở nhà ở được tiếp nhận bởi chính phủ Liên bang, thông qua Cục Nhà ở Liên bang (F.H.A.), đến nỗi thực tế hầu như nhà đầu tư không thể mua trái phiếu bất động sản loại này. Huy động vốn cho các công trình lớn hơn bị hạn chế chặt chẽ. Thực tế, tất cả những khoản huy động vốn này được cung cấp bởi các định chế tài chính (công ty bảo hiểm...), hầu như không có hoạt động mua bán chứng khoán bất động sản đến công chúng cho đến cuối năm 1939.

Với loại hình đầu tư này, người cho vay nên chắc chắn rằng: (a) giá trị khoản vay không vượt quá 66% giá trị tài sản, được thể hiện hoặc bằng chi phí thực gân đây, hoặc bằng giá trị mà một tay bất động sản kinh nghiệm sẽ nhìn nhận là giá trị đúng để trả cho tài sản; (b) chi phí giá đúng này không phản ánh các biến đổi giá, nên mang tính đầu cơ nhất thời và không quá cao so với mức giá tồn tại trong khoảng thời gian dài trước đó. Nếu gặp phải trường hợp này, cần phải trừ bớt đi con số phù hợp trong quan hệ giữa nợ cầm cố tối đa với giá trị hiện tại.

Trái phiếu cầm cố bất động sản phổ biến hơn bao gồm quyền tham gia vào khoản cầm cố ưu tiên 1 ở nhà chung cư hay tòa văn phòng mới. Khi cân nhắc chứng khoán này, nhà đầu tư phải bỏ qua “giá trị thẩm định” truyền thống và yêu cầu thể hiện đúng chi phí thực, phải cao hơn giá trị của chứng khoán ít nhất 50%. Thứ hai, người này nên yêu cầu báo cáo doanh thu ước tính, được tính toán cẩn trọng để phản ánh thua lỗ khi thiếu người thuê và sụt giảm giá thuê do tòa nhà cũ đi. Tài khoản thu nhập này nên dự báo biên độ ít nhất cao hơn 100% chi phí lãi vay, sau khi trừ khấu hao khỏi thu nhập (con số khấu hao thực sự nhiều như quỹ tích lũy đáo hạn dần của trái phiếu). Người vay phải đồng ý cung cấp cho người giữ trái phiếu các báo cáo tài chính và hoạt động thường xuyên.

Chứng khoán với tên gọi “trái phiếu cầm cố hợp đồng thuê mướn ưu tiên 1” trong thực tế là các khoản cầm cố ưu tiên 2. Chúng được phát hành dựa vào những tòa nhà dựng lên trên khu đất cho thuê, chi phí thuê đất thực sự là quyền lưu giữ tài sản ưu tiên 1 hay quyền thu tiền ưu tiên với toàn bộ tài sản. Khi phân tích các chứng khoán này, chi phí thuê đất nên được thêm vào yêu cầu lãi suất trái phiếu để ra được tổng chi phí lãi vay của tài sản. Hơn nữa, với nghĩa vụ nợ bất động sản, lợi thế của khoản cầm cố ưu tiên 1 so với quyền giữ tài sản ưu tiên thấp sẽ được phân biệt rõ ràng hơn, so với doanh nghiệp thông thường.

Bên cạnh những bài kiểm tra định lượng trên, nhà đầu tư phải đảm bảo vị trí, loại hình của tòa nhà sẽ thu hút khách thuê và giảm thiểu khả

năng mất giá nghiêm trọng từ các biến đổi không thuận lợi của khu vực lân cận.<sup>1</sup>

Các khoản vay bất động sản không nên được thực hiện dựa trên các tòa nhà được xây dựng cho những mục đích đặc biệt hay hạn chế như khách sạn, gara ô tô... Các cam kết nợ loại này phải được thực hiện trên cơ sở thành bại của doanh nghiệp. Từ thảo luận trước của chúng tôi về tiêu chuẩn áp dụng cho trái phiếu công nghiệp xếp hạng cao, theo logic, trái phiếu của khách sạn mới hay dạng tương tự khó có thể được mua trên cơ sở lựa chọn đầu tư thẳng. Tất cả doanh nghiệp như vậy ngay từ đầu nên được tài trợ bằng vốn tư nhân, và chỉ sau khi cho ra các con số hoạt động thành công sau nhiều năm, chúng mới nên chào bán ra công chúng dưới dạng trái phiếu hay cổ phiếu.

---

1. Chú dẫn cho phiên bản 1934: “Một trong số ít ví dụ về trái phiếu huy động vốn bất động sản an toàn năm 1933 là trường hợp trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 5½% của Trinity Buildings Corporation of New York đáo hạn năm 1939, được đảm bảo bằng hai tòa nhà văn phòng có vị trí tốt trong khu vực tài chính thành phố New York. Chứng khoán này có giá trị lưu hành 4.300.000 đô-la, được đảm bảo bởi quyền lưu giữ tài sản ưu tiên 1 với khu đất và các tòa nhà có giá trị đánh thuế là 13.000.000 đô-la. Trong năm 1931, thu nhập gộp là 2.230.000 đô-la và thu nhập thuần sau khấu hao cao hơn lãi suất của trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 khoảng 6 lần. Năm 1932, thu nhập phí thuê giảm còn 1.653.000 đô-la, nhưng tài khoản lãi suất cầm cố ưu tiên 1 vẫn cao hơn khoảng 3½ lần so với yêu cầu lãi suất. Tháng 9 năm 1933, những trái phiếu này được bán gần với mệnh giá.”

Chú dẫn này và đoạn kết của nó minh họa rất rõ tầm quan trọng của yếu tố vị trí đắc địa được nhắc đến trong phần nội dung. Bất chấp các cải thiện điều kiện kinh doanh chung vào năm 1933, các hoạt động khu vực tài chính ngày càng co hẹp khiến người thuê và giá thuê giảm nghiêm trọng. Thu nhập thuần của Trinity Building Corporation thậm chí không đủ trả chi phí khấu hao vào năm 1938, thậm chí ít hơn chi phí lãi vay nếu không tính khấu hao; tiền gốc và lãi suất vỡ nợ vào thời điểm đáo hạn năm 1939; khoản bảo lãnh của United States Realty and Improvement Company, công ty mẹ, là không đủ; người giữ trái phiếu phải nới thời gian đáo hạn tiền gốc cũng như chấp nhận tỷ lệ lãi suất trái phiếu thấp hơn. Trong ví dụ này, con số tỷ lệ tài chính chắc chắn bảo thủ (yếu tố định lượng) không đủ mạnh để bù đắp cho sụt giảm giá trị thuê ở khu vực lân cận (yếu tố định tính).

## *Chương 11*

# KỸ THUẬT CHỌN CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI ĐỂ ĐẦU TƯ

---

T hảo luận về lý thuyết cổ phiếu ưu đãi dẫn đến kết luận thực tế rằng, đầu tư chứng khoán ưu đãi phải đáp ứng tất cả yêu cầu của một trái phiếu tốt, với biên độ an toàn cộng thêm để bù đắp cho các bất lợi kèm theo hợp đồng. Do đó, khi phân tích cổ phiếu ưu tiên cao, chúng ta cũng nên áp dụng các bài kiểm tra tương tự như đã đề xuất và mô tả trước đó với trái phiếu.

**Các yêu cầu để xuất chặt chẽ hơn.** Để khiến các bài kiểm tra chặt chẽ hơn, cần phải gia tăng thu nhập bảo đảm chi phí lãi vay trên mức đã nêu cho các nhóm trái phiếu khác nhau. Tiêu chí chúng tôi đề xuất như sau:

### HỆ SỐ THU NHẬP TRUNG BÌNH TỐI THIỂU

Nhóm doanh nghiệp	Với trái phiếu đầu tư	Với cổ phiếu ưu đãi đầu tư
Tiện ích công cộng	1 ¼ lần lãi suất cố định	2 lần lãi suất cố định cộng cổ tức ưu đãi
Đường sắt	2 lần lãi suất cố định	2½ lần lãi suất cố định cộng cổ tức ưu đãi
Công nghiệp	3 lần lãi suất cố định	4 lần lãi suất cố định cộng cổ tức ưu đãi

Mức tăng trong hệ số bảo đảm thu nhập này gợi ý cho một mức tăng tương ứng được thực hiện với chỉ số giá trị cổ phiếu. Có ý kiến cho rằng,

đây là bài kiểm tra phụ, vì thế không cần thiết để thay đổi con số. Tuy nhiên, cách xử lý thống nhất sẽ cân hệ số bảo đảm giá trị cổ phiếu tối thiểu tăng lên tương ứng.

Biên độ an toàn ở trên thực tế cao hơn các biên độ được chấp nhận là đủ. Có ý kiến phản bác rằng, chúng tôi đang áp những yêu cầu quá chặt chẽ đến mức thiếu hợp lý và mang tính cấm đoán. Đúng là những yêu cầu này sẽ đánh rót nhiều cổ phiếu ưu đãi được phát hành trước năm 1931, nhưng yêu cầu khắc nghiệt sẽ giúp ích cho cộng đồng đầu tư. Điều kiện kinh doanh và tài chính ổn định chung có thể là lý do cho thái độ phóng khoáng hơn với hệ số bảo đảm thu nhập tối thiểu sau này, nhưng cho đến khi tình trạng ổn định đó trở nên rõ ràng sau quãng thời gian dài, nhà đầu tư phải duy trì thái độ phê phán và chặt chẽ cao với cổ phiếu ưu đãi.

Chỉ số giá trị cổ phiếu hiện tại tối thiểu		
Nhóm doanh nghiệp	Với trái phiếu đầu tư	Với cổ phiếu ưu đãi đầu tư
Tiện ích công cộng	2 đô-la trái phiếu với 1 đô-la cổ phiếu	1½ đô-la trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi với 1 đô-la cổ phiếu ưu đãi thứ cấp (junior stock)
Đường sắt	1½ đô-la trái phiếu với 1 đô-la cổ phiếu	1 đô-la trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi với 1 đô-la cổ phiếu ưu đãi thứ cấp
Công nghiệp	1 đô-la trái phiếu với 1 đô-la cổ phiếu	1 đô-la trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi với 1½ đô-la cổ phiếu ưu đãi thứ cấp

**Chỉ riêng sự tồn tại của nợ dài hạn không khiến cổ phiếu ưu đãi bị mất giá trị đầu tư.** Sẽ phù hợp để xem xét liệu có nên chỉ xếp hạng đầu tư cho các cổ phiếu ưu đãi không có trái phiếu theo sau. Không tồn tại nợ dài hạn là điều đáng ao ước với cổ phiếu ưu đãi; lợi thế này tương đương với việc sở hữu khoản cầm cố ưu tiên 1 thay vì khoản cầm cố ưu tiên 2. Do đó, không ngạc nhiên khi cổ phiếu ưu đãi không có trái phiếu theo trước nhìn chung có vị thế tốt hơn các trường hợp có nợ dài hạn. Tuy nhiên, thực tế hiển nhiên này không dẫn đến kết luận rằng, tất cả cổ phiếu ưu đãi với trái

phiếu theo trước không phải là khoản đầu tư lành mạnh, cũng không thể nói rằng tất cả trái phiếu cầm cố ưu tiên 2 đều có chất lượng thấp hơn trái phiếu cầm cố ưu tiên 1. Nguyên tắc như vậy sẽ từ chối tất cả cổ phiếu ưu đãi của các doanh nghiệp tiện ích công cộng (vì chúng luôn có trái phiếu theo trước), dù nhóm cổ phiếu này được đánh giá cao hơn nhóm cổ phiếu công nghiệp “không nợ trái phiếu”. Xa hơn nữa, trong bài kiểm tra nghiêm khắc vào năm 1932, lượng lớn chứng khoán ưu đãi đều có những món nợ vô thời hạn xếp trước.

Kết luận tiêu cực về chứng khoán được bảo đảm cực kỳ chắc chắn như cổ phiếu ưu đãi của General Electric năm 1933, vì nó có ít trái phiếu theo trước, sẽ rất vô lý. Ví dụ này minh họa sinh động cho việc áp dụng thiếu sáng suốt các nguyên tắc định tính khó khăn vào chọn lựa đầu tư. Theo chúng tôi, trái phiếu ưu tiên cao hơn cổ phiếu ưu đãi là thực tế mà nhà đầu tư phải cân nhắc cẩn thận, buộc người này cẩn trọng hơn nhiều so với bình thường; song nếu số liệu của doanh nghiệp đủ ấn tượng, cổ phiếu ưu đãi có thể vẫn phù hợp xếp vào nhóm đầu tư.

**Cơ sở tính toán.** Trong việc tính toán hệ số bảo đảm thu nhập cho cổ phiếu ưu đãi xếp sau trái phiếu, tính tổng lãi suất trái phiếu và cổ tức là cực kỳ cần thiết. Việc tính toán thu nhập của cổ phiếu ưu đãi riêng (bằng đô-la/cổ phiếu) hoàn toàn tương tự và ngụy biện, giống như phương pháp khấu trừ ưu tiên trong tính toán biên độ trên chi phí lãi vay của trái phiếu ưu tiên thấp. Nếu cổ phiếu ưu đãi nhỏ hơn nhiều so với nợ dài hạn, thu nhập trên cổ phiếu sẽ chỉ ra rằng, cổ tức cổ phiếu ưu đãi được bảo đảm cao hơn nhiều lần so với mức bảo đảm lãi suất trái phiếu. Phát biểu này hoặc không có ý nghĩa gì, hoặc mang theo hàm ý, rằng cổ phiếu ưu đãi an toàn hơn lãi suất trái phiếu của cùng doanh nghiệp – điều ngớ ngẩn đến cùng cực.

Cổ phiếu nhóm A của West Penn Electric trong thực tế là cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2. Trong ví dụ này, cách nhìn nhận thông thường khiến cổ tức cổ phiếu ưu đãi trông có vẻ an toàn hơn lãi suất trái phiếu; và vì chứng khoán nhóm A nhỏ, nó khiến cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 của West Penn Electric dường như an toàn hơn trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi ưu tiên

1. Cách nhìn đúng cho thấy, hệ số bảo đảm lãi suất của nhóm A là 1,26 lần, thay vì 7,43 lần – một khác biệt rất lớn. Phương pháp đánh giá hệ số bảo đảm thu nhập sai lầm này, nhiều khả năng chịu trách nhiệm chính cho mức giá cao của cổ phiếu nhóm A vào năm 1937 (giá 108). Thật thú vị khi thấy rằng dù cổ phiếu nhóm A giảm giá xuống 25 vào năm 1932, sau đó nhiều lần được bán lại ở mức giá cao hơn so với cổ phiếu ưu đãi 7%. Rõ ràng là vài nhà đầu tư vẫn bị các con số thu nhập trên cổ phiếu lừa dối, ảo tưởng rằng cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 an toàn hơn cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1.

Một mâu thuẫn rõ ràng được giải thích. Các nguyên tắc của chúng tôi về hệ số bảo đảm cổ tức cổ phiếu ưu đãi dẫn đến mâu thuẫn rõ ràng, rằng cổ đồng cổ phiếu ưu đãi của doanh nghiệp phải yêu cầu mức bảo đảm tối thiểu, lớn hơn người giữ trái phiếu của cùng doanh nghiệp, nhưng theo tình huống thực tế, hệ số bảo đảm luôn nhỏ hơn. Vì ở bất kỳ doanh nghiệp nào, hệ số bảo đảm lãi suất trái phiếu hiển nhiên sẽ lớn hơn hệ số bảo đảm lãi suất trái phiếu và cổ tức cổ phiếu ưu đãi cộng lại. Thực tế này tạo ra ấn tượng ở nhà đầu tư và vài tác giả, rằng các bài kiểm tra cổ phiếu ưu đãi lành mạnh có thể ít chặt chẽ hơn bài kiểm tra trái phiếu lành mạnh.<sup>1</sup> Tuy nhiên, cách nhìn này hoàn toàn sai. Cách nhìn đúng là nếu doanh nghiệp có cả trái phiếu lẫn cổ phiếu ưu đãi, thì cổ phiếu ưu đãi đủ an toàn chỉ khi trái phiếu an toàn hơn mức cần thiết. Nói ngược lại, nếu trái phiếu chỉ đủ

1. Ví dụ, xem bảng giá sau từ cuốn *Investment Principles and Practices* (tạm dịch: Nguyên tắc và thực hành đầu tư) của R. E. Badger và H. G. Guthmann, New York, 1941: “Tương tự, nguyên tắc phổ quát là, theo trung bình, lãi suất của trái phiếu công nghiệp nên được bảo đảm ít nhất 3 lần để được xem là an toàn.” (tr. 316) “Từ quan điểm của tác giả, cổ phiếu ưu đãi công nghiệp nên được xem là chứng khoán đầu cơ trừ khi hệ số bảo đảm yêu cầu lãi suất và cổ tức cộng lại cao hơn ít nhất 2 lần trong vòng một năm.” (tr. 319) “Sẽ an toàn khi nhận định rằng, nếu hệ số bảo đảm tổng lãi suất cao hơn 2 lần, bao gồm lãi suất trái phiếu của doanh nghiệp cổ phần, chứng khoán của doanh nghiệp đó là lành mạnh. Tương tự, nếu hệ số bảo đảm tổng lãi suất ưu tiên và cổ tức cổ phiếu ưu đãi đạt mức 1,5 lần, cổ phiếu ưu đãi của doanh nghiệp cổ phần đó sẽ được đánh giá tốt.” (tr. 421) Cũng nên xem cuốn *Investments and Investment Policy* (tạm dịch: Đầu tư và chính sách đầu tư) của F. F. Burtchett, New York, 1938, tr. 325. Tác giả yêu cầu hệ số bảo đảm lãi suất trái phiếu cố định cao hơn so với cổ phiếu ưu đãi của doanh nghiệp.

an toàn, cổ phiếu ưu đãi sẽ không thể lành mạnh. Điều này được minh họa bằng hai ví dụ dưới đây:

**VÍ DỤ VỀ CÁC PHƯƠNG PHÁP ĐÚNG VÀ SAI TRONG TÍNH TOÁN  
HỆ SỐ BẢO ĐẢM THU NHẬP CHO CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI**

**A. Colorado Fuel & Iron Company:**

Số liệu năm 1929

Thu nhập trả lãi trái phiếu .....	\$3.978.000
Chi phí lãi vay .....	1.628.000
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi .....	160.000
Thu nhập trả cổ tức cổ phiếu phổ thông.....	2.190.000

**Cách nhìn thông thường nhưng không chính xác**

Bảo đảm thu nhập chi phí lãi vay .....	2,4 lần
Bảo đảm thu nhập cổ tức cổ phiếu ưu đãi.....	14,7 lần
Thu nhập trên cổ phiếu ưu đãi .....	\$117,50

**Cách nhìn chính xác**

Bảo đảm thu nhập chi phí lãi vay .....	2,4 lần
Bảo đảm thu nhập lãi suất và cổ tức cổ phiếu ưu đãi.....	2,2 lần

Lưu ý: cách nhìn trước đó về thu nhập bảo đảm riêng biệt cho cổ phiếu ưu đãi hoặc chẳng có giá trị hoặc mang tính sai lầm cực kỳ nguy hiểm.

**B. Warner Bros. Pictures, Inc**

Số liệu cuối năm vào 28/08/1937

Thu nhập trả lãi trái phiếu .....	\$10.760.000
Chi phí lãi vay .....	4.574.000
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi .....	397.000
Thu nhập trả cổ tức cổ phiếu phổ thông.....	5.789.000

**Cách nhìn thông thường nhưng không chính xác**

Bảo đảm thu nhập chi phí lãi vay .....	2,35 lần
Bảo đảm thu nhập cổ tức cổ phiếu ưu đãi.....	14,8 lần
Thu nhập trên cổ phiếu ưu đãi .....	\$56,99

**Cách nhìn chính xác**

Bảo đảm thu nhập chi phí lãi vay .....	2,35 lần
Bảo đảm thu nhập lãi suất và cổ tức cổ phiếu ưu đãi.....	2,1 lần

<b>C. West Penn Electric Company</b>	Số liệu năm 1937
Doanh thu gộp .....	\$40.261.000
Doanh thu thuần trước lãi suất .....	13.604.000
Chi phí trả lãi cố định (bao gồm cổ tức cổ phiếu ưu đãi công ty con) .....	8.113.000
Cổ tức của cổ phiếu ưu đãi 7% và 6% .....	2.267.000
Cổ tức của cổ phiếu Nhóm A (ưu tiên thấp hơn cổ phiếu ưu đãi 7% và 6%).....	412.000
Thu nhập trả Nhóm B và cổ tức cổ phiếu phổ thông.....	2.812.000

**Cách nhìn thông thường nhưng không chính xác**

Bảo đảm lãi suất hoặc cổ tức cổ phiếu ưu đãi	Thu nhập mỗi cổ phiếu
Chi phí trả lãi cố định .....	1,68 lần
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi 6% và 7% (kết hợp).....	2,42 lần
Nhóm A.....	7,43 lần

**Cách nhìn chính xác**

Lần bảo đảm thu nhập
Chi phí trả lãi cố định .....
Chi phí và cổ tức cổ phiếu ưu đãi .....
Chi phí trả lãi cố định, cổ tức cổ phiếu ưu đãi và cổ tức cổ phiếu nhóm A .....

**ĐẦU TƯ CHI PHÍ CỐ ĐỊNH**

	Liggett & Myers Tobacco		Commonwealth & Southern Corp	
Năm	Số lần bảo đảm lãi suất	Số lần bảo đảm lãi suất và cổ tức cổ phiếu ưu đãi	Số lần bảo đảm lãi suất	Số lần bảo đảm lãi suất và cổ tức cổ phiếu ưu đãi
1930	15,2	7,87	1,84	1,48
1929	13,9	7,23	1,84	1,55
1928	12,3	6,42	1,71	1,44
1927	11,9	6,20	1,62	1,37
1926	11,2	5,85	1,52	1,31
1925	9,8	5,14	1,42	1,28

Hệ số bảo đảm cổ tức cổ phiếu ưu đãi của Liggett & Myers (tất nhiên cũng bao gồm lãi suất trái phiếu) cao hơn nhiều mức tối thiểu chúng tôi đề xuất. Theo đó, chỉ riêng hệ số bảo đảm lãi suất trái phiếu đã cao hơn 3 lần mức tối thiểu yêu cầu. Mặt khác, hệ số bảo đảm lãi suất

cổ định của Commonwealth & Southern năm 1930 chỉ gấp  $1\frac{3}{4}$  lần mức đế xuất tối thiểu. Điều này có nghĩa là, trong khi nhiều trái phiếu có thể đáp ứng đủ điều kiện đầu tư, thì cổ phiếu ưu đãi 6% có khả năng không đáp ứng đủ, việc mua cổ phiếu này ở mức cao hơn mệnh giá năm 1930 rõ ràng là sai lầm.

Sai lệch của công thức “đô-la/cổ phiếu”. Khi cổ phiếu ưu đãi không có trái phiếu theo trước, thu nhập có thể được trình bày dưới dạng đô-la/cổ phiếu, hoặc số lần yêu cầu cổ tức. Hình thức thứ hai đặc biệt được yêu thích hơn vì hai lý do. Lý do quan trọng hơn cả là, việc sử dụng công thức “đô-la/cổ phiếu” trong trường hợp không có trái phiếu có thể khuyến khích nhà đầu tư sử dụng công thức này trong trường hợp có trái phiếu. Nhà phân tích chứng khoán và nhà đầu tư thông minh nên cố gắng tránh và bác bỏ góc nhìn sai lệch về hệ số bảo đảm cổ tức cổ phiếu ưu đãi. Điều này có thể thực hiện tốt nhất bằng cách hoàn toàn không dùng công thức tính toán đô-la/cổ phiếu. Với lý do thứ hai, cần lưu ý rằng tầm quan trọng của số đô-la kiểm được trên cổ phiếu phụ thuộc vào thị giá của cổ phiếu ưu đãi. Thu nhập 20 đô-la/cổ phiếu đầy hứa hẹn hơn với cổ phiếu ưu đãi bán ở giá 80, so với cổ phiếu ưu đãi bán ở giá 125. Thu nhập tương ứng là 25%, so với những trường hợp khác chỉ là 16%, trên thị giá. Con số đô-la/cổ phiếu mất toàn bộ giá trị so sánh khi mệnh giá thấp hơn 100 đô-la, hoặc trong trường hợp cổ phiếu không mệnh giá với tỷ lệ cổ tức trên cổ phiếu thấp. Thu nhập 18,6 đô-la trên một cổ phiếu trong năm 1931 của cổ phiếu ưu đãi 6% của S. H. Kress mệnh giá 10 đô-la, tất nhiên được yêu thích hơn thu nhập 20 đô-la trên mỗi cổ phiếu của cổ phiếu ưu đãi 7% mệnh giá 100 đô-la.

**Tính toán chỉ số giá trị cổ phiếu.** Kỹ thuật áp dụng bài kiểm tra này vào cổ phiếu ưu đãi tương tự với bài kiểm tra hệ số bảo đảm thu nhập. Trái phiếu (nếu có) và cổ phiếu ưu đãi phải được cân nhắc cùng nhau và tổng của chúng cần so sánh với thị giá của cổ phiếu phổ thông. Khi tính toán mức độ bảo đảm天堂 sau trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi là một phần của vốn cổ phần; nhưng khi tính toán mức bảo đảm天堂 sau cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu phổ thông giờ đây chỉ là loại chứng khoán ưu tiên thấp. Trong trường

hợp có cả chứng khoán ưu tiên 1 và 2, cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 được thêm vào nhóm cổ phiếu phổ thông khi tính toán vốn cổ phần xếp sau cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1.

**VÍ DỤ VỀ TÍNH TOÁN CHỈ SỐ GIÁ TRỊ CỔ PHIẾU  
CỦA CỔ PHIẾU UY ĐÃI CÔNG TY PROCTER & GAMBLE**

Cổ phần hóa	Giá trị danh nghĩa	Giá thấp năm 1932	Giá trị ở mức giá thấp năm 1932 (đô-la)
Trái phiếu	\$10.500.000		
Cổ phiếu ưu đãi 8% (ưu tiên 1)	2.250.000	@140	3.150.000
Cổ phiếu ưu đãi 5% (ưu tiên 2)	17.156.000	@81	13.900.000
Cổ phiếu phổ thông	6.140.000*	@20	128.200.000

\* Số cổ phiếu

A. Chỉ số giá trị cổ phiếu với trái phiếu 
$$\frac{3.150.000 + 13.900.000 + 128.200.000}{10.500.000} = 13,8 : 1$$

B. Chỉ số giá trị cổ phiếu với cổ phiếu ưu tiên 1 
$$\frac{13.900.000 + 128.200.000}{10.500.000 + 3.150.000} = 10,4 : 1$$

C. Chỉ số giá trị cổ phiếu với cổ phiếu ưu tiên 2 
$$\frac{128.200.000}{10.500.000 + 3.150.000 + 13.900.000} = 4,6 : 1$$

Liệu thị giá của cổ phiếu phổ thông nên so sánh với giá trị mệnh giá hay thị giá của cổ phiếu ưu đãi? Trong hầu hết trường hợp, không có khác biệt quá lớn trong việc chọn con số nào. Tuy nhiên, cổ phiếu ưu đãi không mệnh giá đang xuất hiện ngày càng nhiều (cổ phiếu ưu đãi của Creek Coal, cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 của Remington Rand có mệnh giá thực hoàn toàn khác với mệnh giá được quy định).<sup>1</sup> Trong những trường

1. Cổ phiếu ưu đãi của Island Creek Coal có mệnh giá 1 đô-la và cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 của Remington Rand Inc có mệnh giá 25 đô-la, nhưng cả hai chứng khoán đều có cổ tức 6 đô-la và

hợp này, một mệnh giá tương đương sẽ được xây dựng từ tỷ lệ chi trả cổ tức. Trong trường hợp này và các tình huống thị giá có xu hướng khác biệt cơ bản so với mệnh giá (ví dụ, cổ phiếu ưu đãi 4% của Norkfolk & Western Railway năm 1932, cổ phiếu ưu đãi 6% của Eastman Kodak năm 1939), sử dụng thị giá cổ phiếu ưu đãi trong việc tính toán chỉ số giá trị cổ phiếu sẽ là nguyên tắc tốt hơn. Ngược lại với trái phiếu, sử dụng mệnh giá trái phiếu được khuyến khích vì tính thuận tiện và không vấp phải phản đối.

**Chứng khoán không tích lũy.** Theo lý thuyết, bất lợi của cổ phiếu ưu đãi không tích lũy khi so sánh với chứng khoán tích lũy, rất giống với vẻ yếu thế của cổ phiếu ưu đãi với trái phiếu. Nhược điểm của cổ phiếu ưu đãi là không có khả năng cưỡng buộc chi trả cổ tức, hoàn toàn giống với nhược điểm không thể nhận cổ tức bị giữ lại của chứng khoán không tích lũy. Chứng khoán không tích lũy cũng thiếu công bằng, khiến người mua chứng khoán (đối tượng chịu tất cả rủi ro) phản đối chúng. Suốt nhiều năm, hầu hết cổ phiếu ưu đãi thảng được chào mời luôn mang đặc tính tích lũy.<sup>1</sup> Chứng khoán không tích lũy tồn tại như kết quả của kế hoạch tái cấu trúc mà người giữ chứng khoán cũ buộc phải chấp nhận. Tuy nhiên trong những năm gần đây, cổ phiếu ưu đãi sinh ra từ các vụ tái cấu trúc đã mang nhiều đặc tính tích lũy hơn, dù trong vài trường hợp, tích lũy chỉ có hiệu lực sau quãng thời gian nhất định. Ví dụ cổ phiếu ưu đãi 5 đô-la của Austin, Nichols & Company được phát hành sau kế hoạch tái điều chỉnh năm 1930, đến năm 1934 mới mang đặc tính tích lũy. Cổ phiếu ưu đãi của National Department Stores được phát hành năm 1935 thì tích lũy vào năm 1938.

---

chứng giữ quyền thanh toán 120 đô-la và 100 đô-la/cổ phiếu trong trường hợp thanh lý. Mệnh giá thực rõ ràng là 100 đô-la. Trường hợp tương tự cũng đúng với cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 là 5 đô-la và ưu tiên 2 là 6 đô-la của American Zinc Lead, cả hai đều có mệnh giá 25 đô-la.

1. Cổ phiếu ưu đãi “thảng” không tích lũy duy nhất, được bán cho cổ đông hay công chúng từ chiến tranh, là cổ phiếu ưu đãi của St. Louis-San Francisco Railway. Trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi không tích lũy của Illinois Central Railroad, quyền chuyển đổi là đặc tính cực kỳ hấp dẫn vào thời điểm phát hành.

Lý lẽ chính phản bác quy định không tích lũy. Một trong những lý lẽ chính phản bác quy định không tích lũy là, nó cho phép giám đốc doanh nghiệp giữ lại cổ tức kể cả trong những năm kinh doanh tốt, khi họ dư dả thu nhập, do đó tiền được giữ lại để phục vụ quyền lợi của cổ đông cổ phiếu phổ thông. Kinh nghiệm cho thấy rằng, cổ tức không tích lũy hiếm khi được chi trả, trừ khi bị bắt buộc bởi mong muốn chi trả cổ tức cổ phiếu phổ thông. Nếu sau đó, cổ tức cổ phiếu phổ thông bị ngừng chi trả, cổ tức cổ phiếu ưu đãi cũng ngừng lại ngay lập tức.<sup>1</sup>

*Ví dụ:* St. Louis-San Francisco Railway là ví dụ điển hình. Họ không chi trả cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi (cũ) giữa năm 1916 và 1924, dù có thu nhập hoàn toàn đủ để chi trả cổ tức trong những năm này. Doanh nghiệp chỉ bắt đầu chi trả cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi sau khi thực hiện chi trả cổ tức cho cổ phiếu phổ thông. Sau khi cổ tức cổ phiếu phổ thông bị ngừng chi trả vào năm 1931, cổ tức cổ phiếu ưu đãi (mới) cũng chỉ được trả chưa đầy một năm tiếp theo.

Trong trường hợp của United States Cast Iron Pipe, cách chi trả thiếu công bằng rành rành này bị đưa ra Tòa án New Jersey. Tòa quyết định rằng, nếu có đủ thu nhập chi trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi không tích lũy nhưng không trả, thì sau này, người giữ cổ phiếu ưu đãi có quyền nhận khoán tiền này trước các cổ đông cổ phiếu phổ thông. Điều này có nghĩa là, cổ phiếu ưu đãi không tích lũy có quyền tích lũy với cổ tức tối đa.

Tuy nhiên, Tòa án Tối cao Hoa Kỳ lại đưa ra quyết định ngược lại với trường hợp của Wabash Railway. Quy định không tích lũy có thể khiến người giữ chứng khoán gặp khó khăn, song người này đã đồng ý quy định khi mua chứng khoán. Quy định này chắc chắn phù hợp với pháp luật,

1. Cổ phiếu ưu đãi không tích lũy 4% của Kansas City Southern Railway trả cổ tức giữa năm 1907 và 1929, trong khi cổ phiếu phổ thông không nhận được gì, là ngoại lệ cho góc nhìn này. Cổ phiếu ưu đãi không tích lũy 5% của St. Louis Southwestern Railway nhận được đầy đủ cổ tức, trong giai đoạn 1923-1929, trong khi cổ phiếu phổ thông không nhận được gì; nhưng trong giai đoạn dài hơn, cổ tức cổ phiếu phổ thông không được chi trả đầy đủ hoặc toàn bộ thu nhập (phần thu nhập còn lại chắc chắn mất hoàn toàn).

nhưng các lý lẽ phản bác cho rằng, quy định không tích lũy ảnh hưởng quá lớn (ban giám đốc có cơ hội để thi hành các chính sách thiếu công bằng). Các nhà làm luật của nhiều bang thêm vào quyết định của Tòa án New Jersey bằng cách yêu cầu cổ phiếu ưu đãi ít nhất phải có tích lũy ở mức độ nào đó khi thu nhập đủ chi trả cổ tức. Quy định phù hợp này đã được thực hiện trong nhiều trường hợp đơn lẻ.<sup>1</sup>

### **Đặc điểm của danh sách 21 cổ phiếu ưu đãi xếp hạng đầu tư.**

Trong 440 cổ phiếu ưu đãi niêm yết trên NYSE vào năm 1932, chỉ có 40 cổ phiếu, tương ứng với 9% là không tích lũy. Trong số này, 29 cổ phiếu thuộc nhóm đường sắt và đường xe điện, chỉ 11 cổ phiếu thuộc nhóm công nghiệp. Tuy nhiên, độc giả sẽ bất ngờ khi biết rằng trong số 21 cổ phiếu ưu đãi liên tục bán ra trên cơ sở đầu tư vào năm 1932, có ít nhất 4 cổ phiếu không tích lũy. Những trường hợp đặc biệt khác được tìm thấy và tóm tắt lại như sau:

1. Số chứng khoán không tích lũy và số cổ phiếu ưu đãi có trái phiếu theo trước đều cao hơn con số 21 doanh nghiệp “tốt” trong danh sách NYSE.
2. Ngành có nhiều doanh nghiệp nhất là *thuốc lá* với 3 công ty.
3. Các trường hợp đặc biệt khác:
  - a. Chỉ một chứng khoán có quy định về quỹ tích lũy.
  - b. Chỉ một chứng khoán là cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 (Procter & Gamble).
  - c. Chỉ một chứng khoán có mệnh giá 1 đô-la (Island Creek Coal).

1. Ví dụ, xem quy định về cổ phiếu chuyển đổi 3 đô-la của George A. Fuller; cổ phiếu ưu đãi nhóm A của Aeolian; cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi ưu tiên 1 của United States Lines. Có xu hướng chung cho các cổ phiếu ưu đãi với loại quy định này trong nhiều kế hoạch tái cấu trúc doanh nghiệp đường sắt gần đây. Hãy tham khảo các kế hoạch được trình bày trong giai đoạn 1936-1938 cho Chicago & Eastern Illinois Railroad, Missouri Pacific Railroad, Erie Railroad, St. Louis-San Francisco Railroad. Một ví dụ rất sớm của loại cổ phiếu ưu đãi này là Pittsburgh, Youngstown và Ashtabula Railway. Nhưng ở đây, cổ tức trở nên tích lũy chỉ khi thu nhập đạt 7 đô-la/cổ phiếu và phần ít hơn đã được chi trả.

- d. Chỉ một chứng khoán có quyền mua lại gần với thị giá thấp nhất của năm 1932-1933 (General Electric).

*Vấn đề hình thái, tên gọi, hay quyền hợp pháp ít quan trọng.* Chúng tôi tin rằng, những con số này sẽ đưa ra kết luận: (1) cổ phiếu ưu đãi không tích lũy có vị thế cao hơn chứng khoán tích lũy; (2) cổ phiếu ưu đãi không tích lũy có trái phiếu theo trước có vị thế cao hơn loại không có trái phiếu; hoặc (3) doanh nghiệp thuốc lá mang đến cơ hội đầu tư an toàn nhất. Những kết luận này phù hợp với luận điểm cơ bản của chúng tôi, rằng vấn đề hình thái, tên gọi, hay quyền hợp pháp ít quan trọng; các chỉ số của từng chứng khoán mới cực kỳ quan trọng. Nếu một cổ phiếu ưu đãi được kỳ vọng chắc chắn sẽ chi trả cổ tức, thì tích lũy hay không đơn thuần chỉ là câu hỏi mang tính học thuật. Điều này tương tự với thực tế rằng, quyền hợp đồng của cổ phiếu ưu đãi có vị thế thấp hơn khi so sánh với trái phiếu sẽ không có tầm quan trọng. Vì cổ tức cổ phiếu ưu đãi United State Tobacco có thu nhập cao gấp 16 lần trong năm khủng hoảng 1931, vì doanh nghiệp này sẵn sàng mua lại phần lớn cổ phiếu ưu đãi với giá lên đến 125 đô-la mỗi cổ phiếu, nên người nắm giữ chẳng bận tâm có hay không điều khoản tích lũy. Tất nhiên ví dụ này là trường hợp ngoại lệ. Trong thực tế đầu tư, chúng tôi đề xuất: Dù chỉ số của cổ phiếu ưu đãi không tích lũy có ấn tượng đến đâu, vẫn tốt hơn nếu chọn mua chứng khoán tích lũy, để được bảo vệ trong trường hợp bất ngờ xuất hiện biến cố bất lợi.<sup>1</sup>

---

1. Ví dụ, hãy xem chỉ số thống kê của Cổ phiếu Uu đai Không tích lũy 7% của American Car & Foundry. Trong nhiều năm trước năm 1928, chứng khoán này được bán cao hơn Cổ phiếu Uu đai Không tích lũy 7% của United States Tobacco. Đến năm 1929, chứng khoán này đã hoàn thành 30 năm liên tiếp chi trả cổ tức, trong đó có 20 năm thị giá của nó không bao giờ rơi xuống dưới mức 100. Tuy nhiên, trong năm 1932, chứng khoán này không được chi trả cổ tức và giá giảm xuống còn 16. Tương tự, Cổ phiếu Uu đai của Atchison, Topeka & Santa Fe Railway, một chứng khoán không tích lũy 5%, cái trả cổ tức đầy đủ trong giai đoạn 1901 đến 1932 và từ lâu được nhìn nhận như một khoản đầu tư sáng giá. Đến cuối năm 1931, giá đạt mức 108 $\frac{1}{4}$ , chỉ kém mức giá cao nhất trong lịch sử có nửa điểm, và cho ra lợi tức chỉ có 4.6%. Ngay ở năm kế tiếp, giá giảm xuống còn 35, và trong năm tiếp theo sau, cổ tức giảm xuống chỉ còn 3 đô-la. Sau đó nó được khôi phục lại mức 5% nhưng cổ tức trong năm 1938 hoàn toàn không được chi trả.

*Số lượng nợ ưu tiên cao quan trọng hơn sự tồn tại đơn thuần của trái phiếu.* Nhiều doanh nghiệp trong danh sách của chúng tôi sở hữu trái phiếu chưa thanh toán, đó là minh chứng cho thấy số lượng nợ ưu tiên cao quan trọng hơn sự tồn tại của trái phiếu. Trong 3 trường hợp trái phiếu chưa thanh toán chỉ là khoản tiền danh nghĩa, cả 3 doanh nghiệp này đều có lịch sử lâu đời nên còn sót lại một ít trái phiếu cũ.<sup>1</sup>

Tình cờ, cả 3 cổ phiếu ưu đãi công nghiệp không tích lũy đều thuộc về những doanh nghiệp thuốc lá. Thực tế này khá thú vị, không phải vì nó chứng minh đặc tính đầu tư ưu việt của doanh nghiệp thuốc lá, mà nó nhắc nhở đầu tư rằng, không thể đánh giá chứng khoán giá trị hay phi giá trị thông qua phản ứng cá nhân với loại hình kinh doanh doanh nghiệp. Kết quả tuyệt vời trong quãng thời gian dài ở quá khứ, cộng với bằng chứng vững chắc về hiện tại ổn định, thêm kỳ vọng vào tương lai, là cơ sở hợp lý duy nhất chọn các món đầu tư giá trị cố định. Các trường hợp đặc biệt được nhắc đến trong mục 3 cũng là chỉ báo hữu ích, rằng vấn đề hình thái hay các nhược điểm nhỏ không ảnh hưởng lớn đến chất lượng lựa chọn đầu tư.

---

Câu chuyện này có thể sẽ khiến nhà đầu tư sẵn sàng chi trả 112 cho Cổ phiếu Uu đai Không tích lũy 4% năm 1939 của Norfolk & Western phải suy nghĩ.

1. Những công ty này là General Electric, American Tobacco, Corn Products Refining. Nghiên cứu của Tiến sĩ Rodkey, Đại học Michigan, nhìn nhận quan điểm này bằng cách bỏ qua một số chứng khoán có số lượng ít hơn 10% vốn và thặng dư.

## *Chương 12*

# **TRÁI PHIẾU THU NHẬP VÀ CHỨNG KHOÁN BẢO LÃNH**

---

### **I. TRÁI PHIẾU THU NHẬP**

Vị thế hợp đồng của trái phiếu thu nhập (đôi khi gọi là trái phiếu điều chỉnh) đứng giữa đôi đường của trái phiếu thẳng và cổ phiếu ưu đãi. Thực tế, tất cả nghĩa vụ nợ thu nhập có thời gian đáo hạn xác định, do đó người nắm giữ sở hữu đầy đủ quyền để nhận lại khoản tiền gốc trong thời hạn cố định. Vị thế của người này hoàn toàn giống với người giữ trái phiếu thông thường. Tuy nhiên, trái phiếu thu nhập thường có thời gian đáo hạn dài, do đó, quyền nhận tiền gốc không quan trọng nhiều khi nghiên cứu điển hình. Thực tế, chúng tôi chỉ phát hiện một trường hợp người giữ trái phiếu thu nhập nhận lại đầy đủ tiền gốc khi đáo hạn.<sup>1</sup>

---

1. Đó là trường hợp chứng khoán thu nhập 6% của Milwaukee Lake Shore & Western, phát hành năm 1881, được gánh vác bởi Chicago & Northwestern vào năm 1891, trả toàn bộ vào thời điểm đáo hạn năm 1911. Trái phiếu thu nhập 6% và trái phiếu điều chỉnh 6% của St. Louis-San Francisco Railway được mua lại ở mệnh giá 32 vào năm 1928, tương ứng 27 năm trước thời điểm đáo hạn. Người giữ trái phiếu gặp may mắn trong trường hợp này, vì doanh nghiệp đường sắt sau đó rơi vào tình trạng bị thụ lý năm 1932. Lịch sử Frisco từng bị thụ lý vào năm 1916 và năm 1932 là ví dụ đặc biệt về bất cẩn của cả nhà đầu tư lẫn đầu cơ, những người bị dẫn dụ bởi cải thiện đôi chút của doanh nghiệp trong vài năm thịnh vượng chung, dẫn đến xếp hạng chứng khoán đường sắt này cao trong khi số liệu thống kê trước đó của nó rất tệ và cấu trúc vốn nặng nề trên đinh.

**Trả lãi đôi khi hoàn toàn tùy ý.** Một số trái phiếu thu nhập trả lãi hoàn toàn giống cổ phiếu ưu đãi, vì các giám đốc thực tế có quyền quyết định số tiền chi trả cho người giữ trái phiếu. Các quy định thông thường yêu cầu lãi suất phải được trả khi sẵn có thu nhập, nhưng quá nhiều giấy nợ khiến các giám đốc mang một phần thu nhập đi chi tiêu vốn hoặc thực hiện mục đích khác, trước khi cho ra con số thu nhập “sẵn có”. Trong trường hợp giấy nợ thu nhập “Series B” của Green Bay & Western Railroad, tổng lượng chi trả giữa năm 1922 và 1931 chỉ 6%, dù thu nhập đạt gần 22%. Các giấy nợ gần đây hơn, ví dụ trái phiếu thu nhập 5% của Colorado Fuel & Iron đáo hạn năm 1970, có xu hướng đặt giới hạn tỷ lệ thu nhập giữ lại từ trái phiếu thu nhập; song khoản tiền tương đối lớn thường được giữ lại riêng cho các giám đốc. Có thể nói, trái phiếu thu nhập thể hiện tất cả các nắc biến động trong phạm vi cổ phiếu ưu đãi thẳng và trái phiếu thông thường.

**Xếp hạng đầu tư thấp của nhóm trái phiếu thu nhập.** Vì quyền hợp đồng của trái phiếu thu nhập ít nhiều có vị thế cao hơn cổ phiếu ưu đãi, nên nhiều người cho rằng, trái phiếu thu nhập xứng đáng xếp hạng đầu tư so với cổ phiếu ưu đãi. Tuy nhiên, thực tế không phải vậy. Thực tế, chúng tôi chỉ biết một nghĩa vụ nợ thu nhập duy trì được vị thế đầu tư liên tục trong khoảng thời gian dài – đó là trái phiếu điều chỉnh 4% của Atchison, Topeka & Santa Fe Railway đáo hạn năm 1995.<sup>1</sup> Ở đây, chúng tôi nảy sinh

1. Sau hơn 40 năm trả lãi liên tục, chứng khoán này ngừng tạm thời vào năm 1938. Lãi suất ngày 1 tháng 5 (với trái phiếu trả lãi suất bán niên) bị lùi lại 6 tháng sau. Giá giảm từ  $103\frac{1}{4}$  xuống  $75\frac{1}{8}$  nhưng sau đó phục hồi lại  $96\frac{1}{4}$  – tất cả đều xảy ra trong năm 1938. Kết quả phục hồi này là lời bình đáng kinh ngạc cho nhà đầu tư háo hức với “trái phiếu hạng nhất”.

Vài trái phiếu thu nhập bảo lãnh của doanh nghiệp đường sắt cho thuê duy trì được vị thế đầu tư cao, tương tự như cổ phiếu bảo lãnh đường sắt.

Ví dụ: Trái phiếu thu nhập 5% của Elmira & Williamsport Railroad đáo hạn năm 2862, bảo lãnh bởi Pennsylvania Railroad và doanh nghiệp con chủ chốt. (Lưu ý thời gian đáo hạn 1.000 năm.) Cũng nên quan sát vị thế ưu việt của trái phiếu thu nhập 5% của Chicago, Terre Haute, Southeastern; bảo lãnh bởi Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Railroad trong quá trình tái cơ cấu hệ thống.

Các trái phiếu thu nhập mới hơn, trái phiếu 4-5% của Allied Owners Corporation, được bảo lãnh bởi Loews Inc, đủ điều kiện đầu tư ngay từ đầu. Theo quan điểm của các tác giả, không có lý do gì để biến chứng khoán này thành trái phiếu thu nhập khi tái cơ cấu vào năm 1936.

tình huống đối lập giữa lý thuyết và thực tế, lý do là trái phiếu thu nhập được phát hành trong quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp, do đó có liên hệ với doanh nghiệp bị xếp hạng tín dụng hạng hai. Thực tế là các khoản thanh toán lãi suất trái phiếu phụ thuộc vào thu nhập, song thu nhập có thể không đủ để trả. Cổ tức cổ phiếu ưu đãi cũng phụ thuộc vào thu nhập, nhưng chúng không chung số phận với trái phiếu thu nhập. Do đó, vị thế đầu tư tổng quát của nhóm trái phiếu thu nhập bị chi phối bởi các tình huống có thể xảy ra, nhiều hơn là quyền hợp pháp gắn liền với chúng. Nói theo lối so sánh: Nếu cách thực hành chung ở Mỹ giống như ở Anh, muốn tránh rủi ro trái phiếu cầm cố ở bất cứ nước nào, chỉ sử dụng trái phiếu thu nhập ở nơi mức độ tín nhiệm đáng ngờ. Khi đó, chúng ta có thể thấy rằng, các trái phiếu cầm cố nói chung sẽ chiếm vị thế đầu tư thấp hơn rõ rệt so với trái phiếu giấy nợ.<sup>1</sup>

**Nhiều khả năng số lượng trái phiếu thu nhập sẽ gia tăng.** Nhìn về tương lai, có thể các nghĩa vụ nợ thu nhập tương lai sẽ chiếm phần lớn hơn trong tổng chứng khoán đầu tư so với cổ phiếu ưu đãi. Hàng loạt các vụ tái cấu trúc phát triển trong giai đoạn khủng hoảng 1930-1933 và thu nhập đường sắt tiếp tục yếu kém đã tạo ra mùa vụ bội thu mới cho trái phiếu thu nhập. Vài doanh nghiệp này có thể cải thiện vị thế của chúng sau này để đưa nghĩa vụ nợ thu nhập vào nhóm đầu tư, ví dụ như trường hợp của Atchison, Topeka & Santa Fe sau khi tái cấu trúc vào năm 1895. Đây cũng là điểm bị bỏ qua cho tới nay, rằng trái phiếu thu nhập mang đến khoản tiết kiệm to lớn trong thuế thu nhập doanh nghiệp khi so sánh với cổ phiếu ưu đãi, mà không mang lại nhiều bất lợi bù trừ quan trọng. Vài doanh nghiệp mạnh ngày nào đó có thể sẽ thay thế những cổ phiếu ưu đãi hiện tại, hay huy động thêm vốn, bằng nghĩa vụ nợ thu nhập để tiết kiệm thuế, giống như cách hiện tại họ đang cải trang các mệnh giá cổ

---

1. Thực tế này được chứng minh trong trường hợp huy động vốn công nghiệp ở giai đoạn 1937-1939. Tất cả trái phiếu đều là giấy nợ và được bán ở tỷ lệ lãi suất thấp đến bất thường. Có thể nói, chúng tôi tin rằng giấy nợ công nghiệp giờ đây là loại chứng khoán cao hơn trái phiếu cầm cố công nghiệp.

phiếu thấp để giảm thuế chuyển nhượng. Diễn biến kiểu này trong tương lai có thể gia tăng số lượng trái phiếu thu nhập xứng đáng xếp vào nhóm đầu tư cố định.<sup>1</sup>

**Các tính toán biên độ an toàn của trái phiếu thu nhập.** Kỹ thuật phân tích số liệu của trái phiếu thu nhập hoàn toàn giống với cổ phiếu ưu đãi. Cách tính toán tách biệt thu nhập của chứng khoán phải tránh hoàn toàn, dù những tính toán này được các tổ chức thống kê cung cấp.

Chúng tôi đề xuất rằng, hệ số bảo đảm thu nhập tối thiểu khuyến nghị trong chương trước cho cổ phiếu ưu đãi cũng nên được áp dụng với trái phiếu thu nhập, khi lựa chọn chúng như các khoản đầu tư giá trị cố định.

*Ví dụ:* Phân tích sau đây về tài khoản thu nhập của Missouri-Kansas-Texas Railroad năm 1930 sẽ minh họa phương pháp đúng, để xử lý tất cả chứng khoán ưu tiên cao của doanh nghiệp có trái phiếu điều chỉnh. Nó cũng cho thấy, cách hai phương pháp tính toán chi phí lãi vay của hệ thống đường sắt được ứng dụng trong phân tích trái phiếu thu nhập và cổ phiếu ưu đãi.

Lưu ý rằng, lãi suất trái phiếu thu nhập hay điều chỉnh không phải là một phần của tổng chi phí lãi vay, khi tính toán mức bảo đảm trái phiếu lãi suất cố định. Ở góc nhìn này, vị thế của trái phiếu thu nhập chính xác là vị thế của cổ phiếu ưu đãi. Cũng nên lưu ý phát biểu đưa ra bởi các dịch vụ thống kê, rằng trái phiếu điều chỉnh 5% M-K-T có thu nhập 57,29% (nghĩa là “lãi suất được bảo đảm” cao hơn 11 lần) không có giá trị hay mang tính lừa dối.

1. Công ty Associated Gas and Electric đã sử dụng công cụ “trái phiếu” chuyển đổi thành cổ phiếu ưu đãi với quyền chọn của công ty, nhờ đó có được vị thế tiết kiệm thuế mà không phải gánh chịu gánh nặng nghĩa vụ nợ. Hình thái trái phiếu thu nhập ít mang tính lừa dối nhà đầu tư thông thường hơn sáng chế đặc biệt bất thường này.

Trái phiếu thu nhập được ưu ái hơn so với cổ phiếu ưu đãi trong các vụ tái cấu trúc đường sắt, vì các hạn chế mang tính pháp luật của nó lên doanh nghiệp bảo hiểm. Từ đó, nó sẽ cấm những doanh nghiệp này giữ các cổ phiếu ưu đãi thay cho trái phiếu cũ. Cân nhắc này cũng như cách nhìn tiết kiệm thuế có thể gợi ý các doanh nghiệp cho ra những cách huy động vốn mới thông qua trái phiếu thu nhập, thay cho cổ phiếu ưu đãi.

Tầm quan trọng của những con số cho nhà đầu tư vào đầu năm 1931. Thu nhập năm 1930 ít nhiều thấp hơn mức trung bình 10 năm, được nhìn nhận như một chỉ báo đúng cho sức mạnh thu nhập bình thường của M-K-T. Hệ số bảo đảm của cổ phiếu ưu đãi rõ ràng không đủ từ góc độ đầu tư. Hệ số bảo đảm lãi suất trái phiếu điều chỉnh dựa trên cơ sở bảo thủ hơn (phương pháp khấu trừ ròng), nằm dưới mức yếu cầu tối thiểu  $2\frac{1}{2}$  lần của chúng tôi, do đó chứng khoán này không đủ tiêu chuẩn đầu tư. Hệ số bảo đảm lãi suất trái phiếu cố định cao hơn rất nhiều tiêu chuẩn tối thiểu của chúng tôi, cho thấy nó có mức độ an toàn thỏa đáng.

#### Missouri-Kansas-Texas Railroad, năm 1930

(Đơn vị: 1.000 đô-la)

Doanh thu gộp .....	45.949 đô-la
Thu nhập từ hoạt động đường sắt (thuần sau thuế).....	13.353
Thu nhập gộp (thuần sau phí thuê cộng với thu nhập khác).....	12.009
Chi phí lãi vay (lãi suất cố định và các khấu trừ khác) .....	4.230
Tài khoản trả lãi trái phiếu điều chỉnh.....	7.779
Lãi suất điều chỉnh.....	696
Tài khoản trả cổ tức (thu nhập thuần).....	7.083
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi.....	4.645
Tài khoản trả cổ tức cổ phiếu phổ thông.....	2.438
Thu nhập thuần sau thuế cao hơn thu nhập gộp. Do đó, sử dụng bài kiểm tra khấu trừ thuần.	
Khấu trừ thuần = sự chênh lệch giữa Thu nhập thuần sau thuế và Tài khoản trả lãi trái phiếu điều chỉnh .....	$= 13.353 - 7.779$

Khấu trừ thuần	$= 5.574$	$\frac{13.353}{5.574} = 2,40$
Khấu trừ thuần và lãi suất điều chỉnh	$= 6.270$	$\frac{13.353}{6.270} = 2,14$
Khấu trừ thuần, lãi suất điều chỉnh và cổ tức cổ phiếu ưu đãi	$= 10.915$	$\frac{13.353}{10.915} = 1,22$

Theo tự nhiên, thu nhập sụt giảm thảm họa trong giai đoạn 1931-1933 không thể được phòng vệ hoàn toàn từ trước. Thị giá của nghĩa vụ nợ cố định M-K-T rớt giá nghiêm trọng trong năm 1932; nhưng vì cấu trúc nợ

của doanh nghiệp này tương đối bảo thủ, nó không tiến gần đến tình trạng mất khả năng thanh toán như hầu hết các doanh nghiệp vận tải khác. Thực tế, lãi suất giai đoạn 1932-1934 được chi trả cho trái phiếu điều chỉnh, dù rằng việc chi trả này không mang tính bắt buộc.

Những diễn biến sau đó đáng để mô tả, vì chúng tác động thực tiễn lên đầu tư trái phiếu. Bảng sau sẽ thể hiện các diễn biến này dẫn đường như thế nào:

Năm	Tài khoản trả lãi suất	Hệ số bảo đảm thu nhập trên khấu trừ thuế	Phạm vi trong năm	
			4½%, năm 1978	Điều chỉnh 5%
1930	11.999.000	2,40	92½ – 101	86 – 108½
1931	5.579.000	1,22	43½ – 98	34 – 95
1932	4.268.000	1,01	36 – 70¾	13 – 60
1933	3.378.000	0,86	55 – 7 ½	32¾ – 65
1934	2.093.000	0,65	63½ – 83¾	29 – 62½
1935	2.457.000	0,71	28½ – 64	11¼ – 36½
1936	4.773.000	1,09	52 ½ – 83	30¾ – 74¾
1937	3.274.000	0,86	38 – 79¾	18½ – 80
1938	1.120.000	0,49	25 – 45¾	10 – 24

Chúng ta sẽ thấy rằng thu nhập năm 1930 không phải là kim chỉ nam cho sức mạnh thu nhập bình thường trong tương lai của M-K-T. Tuy nhiên sai lầm này không quá đắt giá đối với nhà đầu tư cá nhân đã mua trái phiếu lãi suất cố định vào năm 1931. Bất chấp sụt giảm trong thu nhập và chất lượng đầu tư, người này có nhiều cơ hội để bán thu lợi trong 6 năm tiếp theo. Như chúng tôi sẽ chỉ ra sau này (chương 21), kỹ thuật đầu tư đúng sẽ buộc nhà đầu tư bán chứng khoán này, khi tham khảo các chỉ số chứng khoán thay đổi.

Sau năm 1934, lãi suất của trái phiếu điều chỉnh chỉ được trả vào năm 1937. Vùng giá của chứng khoán đó thú vị, chủ yếu vì nó cho thấy thái độ bất cẩn của người mua trái phiếu. Những người này trả mức giá cao vào năm 1937 cho trái phiếu điều chỉnh 5% cũng như trái phiếu 4 ½ %, bất chấp hệ số bảo đảm thu nhập hoàn toàn không đủ; bất chấp thực tế rằng

trong năm 1932, 1934 và 1935, chứng khoán ưu tiên cao bán với mức giá gấp đôi trái phiếu điều chỉnh.

**Trái phiếu thu nhập ưu tiên cao.** Có vài ví dụ về trái phiếu thu nhập ưu tiên cao, loại chứng khoán có quyền lưu giữ tài sản ưu tiên hơn so với các trái phiếu có lãi suất cố định khác. Trái phiếu điều chỉnh 4% của Atchison là ví dụ nổi tiếng nhất, theo sau là giấy nợ lãi suất cố định 4% thường được bán ở mức giá thấp hơn, ngoại trừ một thời đoạn ngắn trong năm 1938. Tình huống đó cũng giống với trái phiếu thu nhập ưu tiên 2 của St. Louis Southwestern Railway.<sup>1</sup> Trong khi vị thế lý thuyết của trái phiếu này khá rõ rệt, quy trình thực tế hiển nhiên xem lãi suất đó là một phần của chi phí lãi vay cố định, khi giao dịch với toàn bộ hệ thống.

## II. CHỨNG KHOÁN BẢO ĐẨM

Không chất lượng đầu tư đặc biệt nào gắn với chứng khoán bảo đảm. Nhà đầu tư thiếu kinh nghiệm có thể ảo tưởng rằng, từ “bảo đảm” mang theo nghĩa an toàn tích cực; song, giá trị của bất kỳ chứng khoán bảo đảm nào cũng phụ thuộc chặt chẽ vào điều kiện kinh tế của đơn vị bảo lãnh. Nếu đơn vị bảo lãnh chẳng có gì trong tay, bảo lãnh cũng không có ý nghĩa. Ngược lại với thái độ cả tin của những người chưa có kinh nghiệm, Phố Wall có xu hướng đánh giá thấp giá trị “bảo đảm”, điều đó được thể hiện thông qua mức giá của các chứng khoán bảo đảm, thường thấp hơn so với giấy nợ hoặc thậm chí cổ phiếu ưu đãi của đơn vị bảo lãnh. Căn nguyên

1. Có rất nhiều kế hoạch tái cấu trúc doanh nghiệp đường sắt này (1936-1939), tất cả đều đề nghị cách xử lý tốt hơn cho trái phiếu thu nhập 4% ưu tiên 2 so với chứng khoán lãi suất cố định ưu tiên thấp. Một trường hợp khác biệt là giấy nợ thu nhập không tích lũy 6% của Wabash Railway, đáo hạn năm 1939, lãi suất phải trả từ “thu nhập thuần”. Dù gọi tên là giấy nợ, chúng được bảo đảm bởi quyền lưu giữ tài sản trực tiếp và có mức độ ưu tiên cao hơn so với khoản cầm cố tổng quát và hoàn trả Wabash Railroad. Dù rằng điều kiện không tích lũy lãi suất phụ thuộc vào thu nhập, lãi suất của chứng khoán này vẫn được trả đều đặn từ năm 1916 đến 1938, bất chấp thực tế rằng doanh nghiệp đang rơi vào tình trạng thụ lý tài sản năm 1931 và vỡ nợ lãi suất (cố định) chứng khoán cầm cố ưu tiên thấp vào năm 1932. Chứng khoán này cũng nhận được các ưu đãi trong kế hoạch tái cấu trúc của Wabash đến cuối năm 1939.

thiếu tín nhiệm với chứng khoán bảo đảm có lịch sử từ năm 1915 với trường hợp công ty Kanawah & Hocking Coal Coke, khi đơn vị bảo lãnh đường sắt cố gắng rũ bỏ trách nhiệm nợ của mình bằng cách tuyên bố rằng thỏa thuận bảo lãnh thực hiện năm 1901 nằm ngoài quyền hạn của doanh nghiệp này, do đó không có giá trị. Nỗ lực lẩn tránh này còn được phiên tòa chống độc quyền ở tòa án Ohio và liên bang khuyến khích, nó tạo ra mảng tối phủ lên giá trị của tất cả chứng khoán bảo đảm, khiến chúng không thể nào phát triển được thậm chí sau 25 qua. Chúng tôi chưa ghi nhận bất kỳ trường hợp nghiêm trọng nào, trong đó doanh nghiệp có khả năng chi trả lẩn tránh trách nhiệm bảo lãnh thông qua những kỹ thuật pháp lý.<sup>1</sup>

**Vị thế của chứng khoán bảo đảm.** Nếu doanh nghiệp bảo lãnh lãi suất, cổ tức hay chi trả tiền gốc, nhưng không đáp ứng được nghĩa vụ nợ này, nó sẽ đứng trước nguy cơ vỡ nợ. Trái quyền của đơn vị bảo lãnh xếp hạng ngang với nợ không bảo đảm của doanh nghiệp, do đó chứng khoán bảo lãnh xứng đáng xếp hạng ngang với giấy nợ của đơn vị bảo lãnh và xếp hạng cao hơn cổ phiếu ưu đãi của nó. Một chứng khoán bảo lãnh có thể được xếp hạng đầu tư, vì vị thế và sức mạnh thu nhập riêng của nó, chứ không phụ thuộc vào điều kiện bảo lãnh. Trong những trường hợp này, điều kiện bảo lãnh có thể khiến tính an toàn của chứng khoán kia tăng lên, nhưng không vì thế mà làm giảm uy tín của chứng khoán, thậm chí khi tự thân doanh nghiệp bảo lãnh có tai tiếng xấu.

1. Tuy nhiên, khái niệm mập mờ “không khả năng chi trả” trong Chương 11 của Đạo luật Chandler (Phá sản Liên bang) đã khuyến khích những người giữ chứng khoán bảo lãnh sửa đổi hợp đồng của mình mà không hy sinh quyền của doanh nghiệp bảo lãnh, để ép người giữ chứng khoán thiểu số phải chấp nhận các điều kiện sửa đổi. Ví dụ: Việc điều chỉnh bảo lãnh trái phiếu 5½% của Trinity Building được đề xuất bởi United States Realty and Improvement vào tháng 3 năm 1939.

Trái ngược với việc chi trả đầy đủ phần chưa được mua giấy nợ 5 ½% của Savoy Plaza Corporation vào tháng 10 năm 1932, cũng được bảo đảm bởi United States Realty and Improvement. Vào lúc đó, trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 không bảo lãnh của Savoy Plaza được bán ở mức giá 5. Cùng thời gian đó, đơn vị bảo lãnh Delaware and Hudson Railroad chi trả đầy đủ vào năm 1939 cho trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 5% của Utica, Clinton & Binghamton Railroad thông qua quỹ, dù rằng Delaware and Hudson chưa từng vận hành doanh nghiệp đường sắt này suốt nhiều năm.

*Ví dụ:* Trái phiếu 5% của Brooklyn Union Elevated Railroad được Brooklyn Heights Railroad, công ty rơi vào tình trạng thụ lý tài sản năm 1919, bảo lãnh. Song, trái phiếu này trải qua quá trình tái cấu trúc mà chẳng chịu ảnh hưởng gì, bởi nó có vị thế của cổ phiếu ưu đãi Brooklyn Rapid Transit System. Tương tự, cổ tức cổ phiếu ưu đãi U.S. Industrial Alcohol được Distilling Company of America bảo lãnh; doanh nghiệp bảo lãnh sau đó phá sản nhưng công ty Alcohol vẫn dễ dàng có khả năng tiếp tục chi trả cổ tức dựa trên thu nhập và sau đó mua lại cổ phiếu ưu đãi này với giá 125.

Cổ phiếu phổ thông hay ưu đãi được bảo lãnh đầy đủ bởi một doanh nghiệp, có vị thế ngang hàng với trái phiếu của đơn vị bảo lãnh. Nếu bảo lãnh không có giá trị, theo lẽ tự nhiên, nó sẽ quay trở lại vị thế của một cổ phiếu yếu. Song nó có khả năng là chứng khoán mạnh trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi U.S. Industrial Alcohol vừa đề cập. Tình huống tương tự cũng tồn tại với trái phiếu thu nhập của doanh nghiệp được bảo lãnh bởi doanh nghiệp khác (ví dụ trái phiếu thu nhập 5%<sup>1</sup> của Chicago, Teere Haute và Southeastern Railway, được Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Railroad bảo lãnh).

Giá trị khoản bảo lãnh đôi khi rất rõ ràng, khi một phần chứng khoán được bảo lãnh và phần còn lại thì không.

*Ví dụ:*

**TRÁI PHIẾU ƯU TIÊN 1 CỦA ANACOSTIA  
AND POTOMAC RIVER RAILROAD, ĐÁO HẠN NĂM 1949**

500.000 đô-la bảo lãnh bởi Washington Ry. & Elec. Co	Có giá 110 vào năm 1939
2.100.000 đô-la không bảo lãnh	Có giá 80 vào năm 1939

- 
1. Các trái phiếu thu nhập này vẫn tiếp tục chi trả lãi suất (xuyên suốt năm 1939) bất chấp quyền thụ lý của đơn vị bảo lãnh vào năm 1935 và doanh nghiệp này vỡ nợ. Thực tế này không phải đến từ khoản bảo lãnh, mà do tầm nhìn chiến lược và thu nhập tốt của đơn vị kinh doanh Terre Haute. Lưu ý rằng trong trường hợp này, trái phiếu thu nhập cầm cố ưu tiên 2 theo đơn vị có màn trình diễn tốt hơn nhiều so với chứng khoán cầm cố ưu tiên 1. Số liệu chư khong phải điều kiện sẽ quyết định hiệu quả của khoản đầu tư.

Trong trường hợp này, hệ số bảo đảm thu nhập của Anacostia không đủ (1,36 lần vào năm 1938), nhưng hệ số bảo đảm thu nhập của đơn vị bảo lãnh lại cao (hơn 4 lần vào năm 1938 theo cơ sở hợp nhất; hơn 11 lần vào cùng năm trên con số của công ty mẹ, bao gồm lãi suất mà doanh nghiệp này phải chịu trách nhiệm chi trả).

**Các điều kiện bảo lãnh chính xác rất quan trọng.** Các điều kiện bảo lãnh chính xác tất nhiên ảnh hưởng sống còn lên giá trị của chứng khoán đó. Khoản bảo lãnh lãi suất ít quan trọng hơn bảo lãnh tiền gốc.

*Ví dụ:* Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 4% của Philippin Railway đáo hạn năm 1937, chỉ được bảo lãnh lãi suất bởi chính quyền Philippin. Tự thân, thu nhập từ đường sắt rất kém. Lãi suất được chi trả đầy đủ cho đến thời gian đáo hạn, song lại vỡ nợ tiền gốc. Trong tình huống này, giá của trái phiếu trên không được bán cao hơn mức 39 kể từ năm 1929.<sup>1</sup>

Trái phiếu hợp nhất ưu tiên 1 lãi suất 4% và 5% của Minneapolis, St. Paul & Sault Saint Maerie Railroad đáo hạn năm 1938: Tất cả trái phiếu 4% và phân nửa trái phiếu 5% được bảo lãnh lãi suất bởi Canadian Pacific Railway. Tiền gốc bị vỡ nợ vào thời điểm đáo hạn, Canadian Pacific ngừng trả lãi, giá của trái phiếu giảm xuống còn 6.<sup>2</sup>

Trái phiếu 5½ % series B ưu tiên 1 của First and Refunding đáo hạn vào năm 1978 là quyền giữ tài sản ưu tiên thấp, cũng được bảo lãnh lãi suất bởi Canadian Pacific. Tuy nhiên, theo điều khoản bảo lãnh, lãi suất tiếp tục được trả sau khi quyền giữ tài sản ưu tiên cao vỡ nợ. Trái phiếu bán ở giá 64 vào năm 1939, trong khi chứng khoán ưu tiên cao bán ở giá 6. Lưu ý rằng trong năm 1931, họ bán ra với mức giá thấp 35, dù rằng trái phiếu bảo đảm hợp nhất ưu tiên 1 lãi suất 5% đáo hạn năm 1938 được bán ở mức 45, còn

1. Các nỗ lực của Ủy ban Bảo đảm xui khiến chính phủ Philippin mua trái phiếu hoặc chịu trách nhiệm tiền gốc, đã dẫn đến vụ tai tiếng lùm xùm và hình phạt cho chủ tịch ủy ban này vào năm 1939. Trái phiếu được bán ở giá 7 vào năm 1939.

2. Người giữ trái phiếu thực thi các động thái pháp lý vào năm 1939 để buộc Canadian Pacific tiếp tục trả lãi cho đến khi tiền gốc được trả hết.

cổ phiếu giấy nợ (không bảo lãnh) của Canadian Pacific được bán với giá 56 $\frac{7}{8}$ . Rõ ràng là giá trị khoản bảo lãnh dài hạn của Canadian Pacific không được đánh giá đủ vào năm 1931.

Bất lợi tương tự cũng gắn liền với bảo lãnh cổ tức trong khoảng thời gian giới hạn.

*Ví dụ:* Tình huống này được thể hiện trong trường hợp cổ phiếu phổ thông của American Telegraph & Cable, được bảo lãnh 5% cổ tức trong 50 năm kể từ 1882 bởi Western Union Telegraph theo hợp đồng thuê chấm dứt vào năm 1932. Vì doanh nghiệp này chi trả cổ tức đều đặn trong thời gian dài, nhà đầu tư cuối cùng cũng coi cổ tức như khoản thu nhập cố định, đến cuối năm 1922, cổ phiếu này được bán ở giá 70. Song cùng lúc đó, giá trị chiến lược và thương mại của tài sản cáp cho thuê nhanh chóng sụt giảm, do đó giá trị cổ phiếu vào thời điểm hết hạn hợp đồng thuê này nhiều khả năng sẽ rất nhỏ. Một thỏa thuận được thực hiện vào năm 1930 với Western Union, theo đó cổ đông của American Telegraph & Cable sẽ nhận khoản tương đương 20 đô-la tiền gốc của cổ phiếu.<sup>1</sup>

Trường hợp cổ phiếu ưu đãi Pratt & Whitney (đáo hạn năm 1928) là ví dụ khá bất thường về tầm quan trọng của các điều khoản bảo lãnh. Theo cảm nang chứng khoán, cổ tức của chứng khoán này được “bảo lãnh” bởi công ty mẹ, Niles-Bement-Pond. Song thực tế, công ty Niles đồng ý chi trả những khoản cổ tức chưa thanh toán của cổ phiếu ưu đãi Pratt & Whitney, chỉ trong trường hợp Niles còn dư thu nhập sau khi trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi của chính công ty mẹ. Do đó, cổ đông cổ phiếu ưu đãi của Pratt & Whitney không nhận được gì từ tháng 11 năm 1924 đến tháng 6 năm 1926, mà chẳng có trái quyền nào có thể thi hành với Niles-Bement-Pond. Khi nghiên cứu khả năng của các quy định đặc biệt như vậy, chúng ta phải quan

---

1. Một nhà đầu tư thận trọng có thể cảnh giác trước các báo cáo thường niên của Western Union, bắt đầu từ năm 1913, trong đó các khoản nắm giữ cổ phiếu của American Telegraph and Cable của doanh nghiệp này được viết xuống hàng năm, hướng đến con số ước tính khoảng 10 đô-la/cổ phiếu vào năm 1932.

tâm đến việc lấy đầy đủ thông tin về các điều kiện bảo lãnh trước khi mua bất kỳ chứng khoán nào.

**Bảo lãnh chung và riêng.** Những khoản bảo lãnh chung và riêng được thực hiện bởi nhiều doanh nghiệp cho cùng một chứng khoán. Mỗi doanh nghiệp nhận trách nhiệm theo tỷ lệ chia sẻ của riêng mình, mà còn gánh phần chia của bất kỳ đơn vị bảo lãnh nào vỡ nợ. Nói cách khác, mỗi đơn vị bảo lãnh liên quan có thể phải chịu trách nhiệm trước toàn bộ chứng khoán. Hai hay nhiều nhà tài trợ thì tốt hơn chỉ một, trái phiếu bảo lãnh chung và riêng cũng có các lợi thế đặc biệt.

*Ví dụ:* Trái phiếu ga đường sắt liên bang là nhóm chứng khoán quen thuộc nhất được bảo lãnh. Ví dụ tuyệt vời nhất là trường hợp trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 4% của Kansas City Terminal Railway đáo hạn năm 1960, được bảo lãnh chung và riêng bởi ít nhất 12 doanh nghiệp đường sắt, tất cả doanh nghiệp này đều sử dụng cơ sở vật chất của công ty kia. 12 đơn vị đảm bảo bao gồm: Atchison, Alton Burlington, St. Paul, Great Western, Rock Island, Kansas City Southern, M-K-T, Missouri Pacific, Frisco, Union Pacific và Wabash.

Giá trị của từng khoản bảo lãnh riêng lẻ thay đổi rất lớn từ doanh nghiệp này đến doanh nghiệp khác, từ lúc này đến lúc khác, nhưng ít nhất có 3 doanh nghiệp liên tục duy trì sức mạnh tài chính, đủ để cam kết với người giữ trái phiếu Terminal rằng nghĩa vụ nợ sẽ được đáp ứng mà không gặp nhiều khó khăn. Nhà đầu tư không hoàn toàn đánh giá cao tính an toàn cao khi kết hợp trách nhiệm của 12 đơn vị vận tải, so với trách nhiệm của chỉ một đơn vị trong số đó. Số liệu quá khứ cho thấy trái phiếu 4% của Kansas City Terminal thường bán với giá không cao hơn chứng khoán đại diện của các doanh nghiệp bảo lãnh, điều mà sau này lại hóa ra đáng ngờ, dù trước đây chưa ai từng nghi ngờ tính an toàn của trái phiếu Terminal.

Do đó, đây có thể là chính sách tốt cho nhà đầu tư khi yêu thích loại trái phiếu được bảo lãnh bởi nhiều doanh nghiệp lớn, thay vì nghĩa vụ nợ của chỉ một doanh nghiệp.

**Trái phiếu ngân hàng nhà đất liên bang.** Một khía cạnh khác biệt của khoản bảo lãnh chung và riêng xuất hiện trong trường hợp trái phiếu Ngân hàng Nhà đất Liên bang, được bảo đảm bằng khoản đặt cọc cầm cố nông trại. Nghĩa vụ nợ của 12 ngân hàng riêng biệt được bảo lãnh bởi 11 ngân hàng khác, do đó mỗi trái phiếu Ngân hàng Nhà đất Liên bang thực tế là một nghĩa vụ nợ của toàn hệ thống. Khi những ngân hàng này được tổ chức, đồng thời cũng xuất hiện một nhóm Ngân hàng Cổ phần Đất đai phát hành trái phiếu, nhưng nghĩa vụ nợ của mỗi ngân hàng cổ phần không được bảo lãnh bởi những ngân hàng khác.<sup>1</sup> Cả hai nhóm ngân hàng đất đai đều nằm dưới sự giám sát của chính phủ Hoa Kỳ và trái phiếu của cả hai đều được miễn trừ thuế liên bang. Trong thực tế, tất cả trái phiếu của Ngân hàng Đất đai Liên bang ban đầu được mua bởi chính phủ Hoa Kỳ (điều này không có nghĩa chính phủ sẽ chịu trách nhiệm với trái phiếu này); còn cổ phiếu của Ngân hàng Cổ phần Đất đai được sở hữu tư nhân.

Vào thời điểm sơ khai của hệ thống song hành này, nhà đầu tư có khuynh hướng xem quyền giám sát liên bang và quyền miễn trừ thuế là yếu tố bảo lãnh hiệu dụng cho độ an toàn của trái phiếu Ngân hàng Cổ phần Đất đai. Do đó, nhà đầu tư sẵn sàng mua chúng ở mức lợi tức chỉ  $\frac{1}{2}\%$  cao hơn lợi nhuận thu lại từ trái phiếu Ngân hàng Đất đai Liên bang. Khi so sánh trái phiếu ngân hàng cổ phần không bảo lãnh với các trái phiếu liên bang bảo lãnh tương hỗ, chúng tôi có những quan sát sau:

1. Giả sử hệ thống cho vay nông trại hoàn toàn thành công, bảo lãnh là không cần thiết vì mỗi trái phiếu đã có đủ độ an toàn.
2. Giả sử hệ thống này hoàn toàn thất bại, bảo lãnh sẽ vô ích vì tất cả ngân hàng đều sẽ mất khả năng chi trả.

1. Từ “chung” trong tên gọi nghĩa là quyền sở hữu cổ phiếu dựa trên nhiều món lãi suất khác nhau, nhưng nó có thể tạo ra ấn tượng không mong muốn với nhà đầu tư là trách nhiệm chung của một nhóm ngân hàng. Để tham khảo câu chuyện và các phê bình đầy đủ về những ngân hàng này, hãy tham khảo bài viết “Nghiên cứu Tài chính các Ngân hàng Cổ phần Đất đai” của Carl H. Schwartz, Washington D.C, 1938.

3. Với bất kỳ trường hợp nằm giữa nào, khoản bảo lãnh chung và riêng tỏ ra cực kỳ có giá. Thực tế này đặc biệt đúng với chứng khoán cho vay nông trại đang phải chịu những điều kiện khắc nghiệt mang yếu tố địa phương.

Từ góc nhìn hệ thống cho vay nông trại còn mới và chưa trải qua quá trình thử nghiệm, theo đó, nhà đầu tư nên bảo hiểm cho bản thân bằng những phương pháp dự phòng tốt nhất có thể. Những người hào hứng nắm lấy lợi nhuận thu nhập từ khoản  $\frac{1}{2}\%$  cộng thêm, bỏ qua yếu tố bảo lãnh chung, rõ ràng đã mắc sai lầm đánh giá.<sup>1</sup>

---

1. Nhiều trái phiếu doanh nghiệp Cổ phần vỡ nợ trong giai đoạn 1930-1932, một phần lớn được bán ở giá thực thi quyền thụ lý, và tất cả đều giảm xuống một mức giá mang tính đầu cơ. Mặt khác, trái phiếu Ngân hàng Đất đai Liên bang không vỡ nợ, mà giá chúng chỉ sụt giảm rất ít và vẫn duy trì liên tục ở mức đầu tư. Kết quả khá thỏa mãn này của nhà đầu tư trái phiếu Ngân hàng Đất đai Liên bang xuất phát một phần lớn từ vốn bổ sung chính phủ Hoa Kỳ đăng ký cho những ngân hàng này, và do sự giám sát chặt chẽ mà họ phải tuân theo, nhưng khoản bảo lãnh chung và riêng chắc chắn có lợi ích rất to lớn. Lưu ý rằng trái phiếu Ngân hàng Cổ phần Đất đai được xếp vào nhóm đầu tư theo pháp lý dành cho các quý ủy thác ở rất nhiều bang, và duy trì vị thế này sau năm 1932 bất chấp tính an toàn rõ ràng là không đầy đủ của nó. Từ tháng 5 năm 1933, Ngân hàng Cổ phần Đất đai bị cấm tiếp nhận kinh doanh mới, và quá trình thanh lý bắt đầu diễn ra.

## *Chương 13*

# **CHỨNG KHOÁN BẢO LÃNH (TIẾP)**

---

---

### **CHỨNG KHOÁN CẦM CỐ BẤT ĐỘNG SẢN BẢO LÃNH VÀ TRÁI PHIẾU CẦM CỐ**

Thực hành bảo lãnh chứng khoán phát triển mạnh nhất trong lĩnh vực cầm cố bất động sản. Những chứng khoán bảo lãnh này thuộc hai loại: loại đầu tiên được thực hiện bởi một doanh nghiệp tham gia vào quá trình bán khoản cầm cố hay quyền tham gia cầm cố (hoặc bởi một công ty con của nó); loại thứ hai gần đây hơn là bảo lãnh thực hiện bởi một doanh nghiệp bảo lãnh, doanh nghiệp chịu trách nhiệm trả nợ để đổi lại một khoản phí.

Ý tưởng đằng sau các khoản bảo lãnh cầm cố bất động sản rõ ràng là khái niệm bảo hiểm. Khái niệm đó là: vì lợi thế của người giữ khoản cầm cố, cần phải bảo vệ họ, với một mức chi phí lấy ra từ phần lợi nhuận thu nhập cho khả năng xảy ra các diễn tiến xấu ảnh hưởng đến tài sản cầm cố (như thay đổi trong đặc điểm của khu vực lân cận). Đây là cách làm của doanh nghiệp kinh doanh bảo hiểm khi cung cấp sự bảo đảm để đổi lại một khoản phí phải trả đầy đủ, tất nhiên với điều kiện rằng tất cả các phương diện của kinh doanh đều phải được xử lý một cách cẩn thận. Dàn xếp này có cơ hội thành công cao nhất nếu:

1. Khoản vay cầm cố được thực hiện một cách bảo toàn ngay từ bước đầu tiên.

2. Sự bảo lãnh hay doanh nghiệp bảo lãnh lớn phải được quản lý tốt, độc lập với đơn vị bán khoản cầm cố, và có sự đa dạng hóa kinh doanh trong những lĩnh vực nằm ngoài bất động sản.
3. Điều kiện kinh tế không trải qua các dao động với cường độ bất thường.

Sự sụp đổ của giá trị bất động sản sau năm 1929 lớn đến nỗi đã vi phạm điều kiện thứ ba này. Theo đó, hành vi của các khoản bảo lãnh cầm cố bất động sản trong giai đoạn này có thể không phải là một sự chỉ dẫn thực sự tốt cho giá trị tương lai. Dù vậy, vài đặc tính của chúng tiết lộ những thông tin rất đáng giá.

**Kinh doanh này từng được quản lý rất bảo toàn.** Đầu tiên, một khía cạnh nổi bật có thể được rút ra giữa phương pháp vận hành kinh doanh bảo lãnh cầm cố trước năm 1924 và phương pháp lỏng lẻo được phát triển về sau, trong thời gian mà lĩnh vực kinh doanh này của thế giới tài chính đạt được tầm quan trọng to lớn nhất.

Nếu chúng tôi cân nhắc chính sách của các định chế bảo lãnh cầm cố bất động sản hàng đầu của New York (ví dụ Bond và Mortgage Guarantee, Lawyers Mortgage), công bằng mà nói hoạt động kinh doanh của họ trong nhiều năm được quản lý khá bảo toàn. Giá trị của mỗi cầm cố này vượt không quá 60%, sau khi được xác định cẩn thận; các khoản cầm cố đơn lẻ lớn được bỏ qua; và sự đa dạng hóa rủi ro địa điểm hợp lý được thực hiện. Đúng là các doanh nghiệp bảo lãnh này không độc lập với doanh nghiệp bán, và chúng cũng sở hữu các loại doanh nghiệp bảo lãnh khác. Cũng đúng là cách thực hiện bảo lãnh cầm cố đáo hạn chỉ trong vòng 3-5 năm sau khi phát hành chưa đựng khả năng và sau này là hiện thực xuất hiện một cơn lũ các nghĩa vụ nợ đáo hạn vào cùng một thời điểm bất tiện nhất. Dù vậy, việc cẩn trọng thực hiện các hoạt động kinh doanh đã giúp họ vượt qua các thời điểm khủng hoảng bất động sản nghiêm trọng xuất hiện trong năm 1908 và 1921.

**Các thực tế mới ít bảo toàn hơn được phát triển.** Sự bùng nổ xây dựng trong “thời đại mới” đánh dấu sự tăng trưởng to lớn của kinh doanh

cầm cố bất động sản và thực hành bảo lãnh nghĩa vụ nợ. Những con người mới, nguồn vốn mới, và phương pháp mới xuất hiện. Nhiều doanh nghiệp địa phương nhỏ đã tham gia lĩnh vực này lâu đời chuyển thành những tổ chức mạnh mẽ thực hiện những hoạt động kinh doanh khổng lồ mang tầm quốc gia. Lịch sử thành công dài tập trong quá khứ được đặc biệt xem trọng, và công chúng bị ấn tượng mà không nhận ra rằng quy mô, phương pháp, hay nhân sự thay đổi quá nhiều khiến họ thực sự đang “vướng phải” một định chế khác. Trong một chương trước, chúng tôi đã chỉ ra mức độ cẩu thả, thiếu lành mạnh của các phương pháp huy động vốn bất động sản trong giai đoạn này. Điểm yếu của các khoản cầm cố cũng có thể được áp dụng tương tự với các khoản bảo lãnh vẫn thường được đính kèm để cân nhắc thêm. Doanh nghiệp bảo lãnh chỉ đơn thuần là các công ty con của đơn vị bán trái phiếu. Do đó, khi thời điểm sụp đổ áp đến, giá trị tài sản, doanh nghiệp trái phiếu bất động sản, và doanh nghiệp bảo lãnh con đều sụp đổ.

**Hiệu ứng tai hại của cạnh tranh và lan truyền.** Sự trỗi dậy của những doanh nghiệp trái phiếu bất động sản mới và hung hãn hơn gần như có ảnh hưởng xấu tới chính sách của những doanh nghiệp cũ. Dưới áp lực cạnh tranh, những doanh nghiệp này bị dẫn đến chỗ phải nới lỏng các tiêu chuẩn cho vay. Các khoản vay cầm cố mới được cấp phép trên cơ sở ngày càng lỏng lẻo, và khi những khoản vay cầm cố cũ đáo hạn, chúng thường được làm mới với giá trị lớn hơn. Hơn nữa, mệnh giá của khoản vay cầm cố bảo lãnh gia tăng lên một bội số quá cao so với vốn của doanh nghiệp bảo lãnh đến nỗi dễ thấy rằng bảo lãnh chỉ là sự bảo đảm yếu ớt trong trường hợp cá thị trường mất giá.

Khi thị trường bất động sản sụp đổ năm 1931, hậu quả đầu tiên là sự sụp đổ hoàn toàn của hầu như tất cả doanh nghiệp trái phiếu bất động sản mới và các doanh nghiệp bảo lãnh con. Khi khủng hoảng tiếp tục, các định chế cũ hơn cũng sụp đổ theo. Người giữ khoản vay bảo lãnh hay quyền tham gia (tổng cộng có khoảng 3 tỷ đô-la giá trị được bảo lãnh bởi chính quyền New York và doanh nghiệp cầm cố) thấy rằng bảo lãnh chỉ là một cái

tên và rằng chúng hoàn toàn phụ thuộc vào giá trị cơ sở của tài sản. Trong hầu hết trường hợp, những khoản vay này được cầm cố sâu hơn mức độ an toàn cẩn trọng có thể cho phép. Rõ ràng là chỉ một phần nhỏ khoản vay cầm cố lưu thông năm 1932 được phát hành dựa trên các điều kiện và nguyên tắc bảo toàn vốn là một thông lệ trước đó 8 năm.

**Khoán bảo lãnh bởi doanh nghiệp bảo lãnh độc lập.** Trong giai đoạn 1924-1930, rất nhiều doanh nghiệp bảo lãnh độc lập mở rộng hoạt động kinh doanh sang bảo lãnh các khoản vay cầm cố bất động sản để thu phí bảo lãnh. Theo lý thuyết, điều này đại diện cho phương pháp lành mạnh nhất thực hiện những hoạt động đó. Bên cạnh sức mạnh và kinh nghiệm chung của một doanh nghiệp bảo lãnh, có một thực tế quan trọng hơn là đơn vị bảo lãnh hoàn toàn độc lập và do vậy có vẻ như sẽ xem xét chứng khoán đệ trình bảo lãnh cực kỳ nghiêm ngặt. Tuy nhiên lợi thế về mặt lý thuyết này đã bị lấn át ở một mức độ quá lớn bởi thực tế rằng các doanh nghiệp bảo lãnh bắt đầu thực hiện bảo lãnh trái phiếu cầm cố bất động sản chỉ một thời gian ngắn trước khi họ sụp đổ, và họ bị dẫn dắt bởi tâm lý quá tự tin và mắc phải những lỗi đánh giá nghiêm trọng. Trong hầu hết trường hợp, các khoản thua lỗ của đơn vị bảo lãnh cao hơn mức nó có thể chịu đựng, nhiều doanh nghiệp bị buộc phải thực hiện quyền thu lý tài sản (diễn hình là National Surety), và người giữ trái phiếu có quyền bảo lãnh đó không được bảo vệ đầy đủ.<sup>1</sup>

### NGHĨA VỤ NỢ QUYỀN THUÊ TƯƠNG ĐƯỜNG VỚI KHOÁN BẢO LÃNH

Tài sản của một doanh nghiệp thường được cho một doanh nghiệp khác thuê ở một mức phí cố định thường niên đủ để trả lãi suất và cổ tức

1. Nhưng trong trường hợp các doanh nghiệp bảo lãnh độc lập, khoản bảo lãnh chỉ đủ lớn trong trường hợp bảo lãnh một phần giá trị. Tài sản phá sản của National Surety chỉ trả tiền mặt lớn cho người giữ trái phiếu có quyền bảo lãnh. Một vài doanh nghiệp khác vẫn có khả năng chi trả khi dàn xếp với người giữ trái phiếu, bằng cách phát hành thêm trái phiếu mới mang quyền bảo lãnh lãi suất ở tỷ lệ thấp, dù rằng không bảo lãnh tiền gốc. Ví dụ: Metropolitan Casualty, Maryland Casualty, United States Fidelity and Guaranty.

cho những chứng khoán vốn trước đó. Thông thường, hợp đồng thuê đi cùng một hợp đồng bảo lãnh cụ thể về chi trả lãi suất và cổ tức, và thực tế phần lớn chứng khoán được bảo lãnh của doanh nghiệp đều bắt đầu theo cách này.<sup>1</sup> Tuy vậy, nếu không được bảo lãnh rõ ràng, một hợp đồng thuê hay một hợp đồng chi trả lãi suất thường niên cũng tương đương với khoản bảo lãnh chứng khoán của doanh nghiệp đi thuê.

Ví dụ: Một ví dụ xuất sắc về giá trị của thỏa thuận dạng này là trường hợp trái phiếu 5½% của Westvaco Chlorine Products phát hành vào năm 1927 và đáo hạn năm 1937. Westvaco đồng ý bán một phần sản lượng dầu ra cho một công ty con của Union Carbide và Carbon Corporation, và doanh nghiệp đó bảo lãnh khoản chi trả hằng tháng đủ để bên được ủy thác có thể chi trả lãi suất và khoản tiền đáo hạn của trái phiếu 5½%. Trên thực tế, sự dàn xếp này là một thương vụ bảo lãnh lãi suất và tiền gốc của chứng khoán Westvaco bởi Union Carbide và Carbon, một doanh nghiệp rất mạnh. Nhờ điều khoản bảo lãnh và việc liên tục mua lại chứng khoán này, giá của nó được duy trì ở mức 99 hoặc cao hơn trong suốt giai đoạn 1932-1933. Trường hợp này tương phản với sự sụt giá của cổ phiếu phổ thông Westvaco từ 116½ năm 1929 xuống còn 3 năm 1932. (Toàn bộ trái phiếu được mua lại ở giá 100½ vào tháng 9 năm 1935).

Một ví dụ thú vị khác là trái phiếu 6½% của Tobacco Products Corporation of New Jersey đáo hạn năm 2022. Tài sản của doanh nghiệp này được cho American Tobacco thuê theo hợp đồng 99 năm, cũng hết hạn vào năm 2022, với phí thuê 2.500.000 đô-la một năm (cùng điều khoản rằng doanh nghiệp đi thuê có quyền chi trả một khoản tương đương với tổng giá trị hiện tại của tiền thuê ở mức chiết khấu 7% một năm). Bằng cách thỏa thuận một quỹ tích lũy, các khoản chi trả phí thuê này được tính toán đủ để chi trả đầy đủ cho trái phiếu trước thời điểm đáo hạn, bên cạnh việc chi trả

1. Ví dụ, Cổ phiếu phổ thông và Cổ phiếu ưu đãi của Pittsburgh, Fort Wayne and Chicago Railway nhận cổ tức 7% theo quyền thuê 999 năm cho Pennsylvania Railroad. Những khoản cổ tức này đều được bảo lãnh bởi Pennsylvania.

lãi suất. Những trái phiếu  $6\frac{1}{2}\%$  này của Tobacco Products tương đương với nợ cố định của American Tobacco. Chúng còn được xếp trước Cổ phiếu ưu đãi của American Tobacco, chứng khoán có cổ tức không cố định. Khi trái phiếu được phát hành vào năm 1931, công chúng đều tư hoặc nghi ngờ giá trị của quyền thuê hoặc – nhiều khả năng hơn – không cảm thấy thân thuộc với tình huống này, vì Cổ phiếu ưu đãi của American Tobacco được bán với giá cao hơn nhiều giá tương đối của trái phiếu Tobacco Products. Ở mức giá thấp 73 vào năm 1932, trái phiếu có lợi tức 8,90% trong khi cổ phiếu ưu đãi của American Tobacco bán ở mức giá 95 có lợi tức 6,32%. Vào tháng Một năm 1935, hợp đồng thuê được hoán đổi bằng một khoản chi trả một lần với kết quả là việc thu lại ngang mệnh giá trái phiếu Tobacco Products  $6\frac{1}{2}\%$ .

#### **Các điều kiện cụ thể của hợp đồng thuê đóng vai trò quan trọng.**

Ví dụ:

Trong trường hợp chứng khoán bảo lãnh, chi tiết của thỏa thuận thuê có ảnh hưởng quan trọng tới vị thế của chứng khoán. Vài yếu tố liên quan được minh họa ở ví dụ sau:

Trái phiếu ưu tiên 1 (3%) của Georgia Midland Railway đáo hạn năm 1946. Không được bảo lãnh nhưng tài sản được cho Southern Railway thuê đến năm 1995, với mức phí thuê bằng lãi suất trái phiếu hiện tại (giá tháng Một năm 1939 là 35%).

Trong trường hợp này, hợp đồng cho thuê hoàn toàn tương đương với khoản bảo lãnh lãi suất xa hơn cả thời điểm đáo hạn. Tự thân giá trị của khoản bảo lãnh phụ thuộc vào khả năng chi trả của Southern Railway. Tuy nhiên, vị thế của trái phiếu đáo hạn năm 1946 sẽ phụ thuộc vào nhiều yếu tố, ví dụ:

- Thị giá của nghĩa vụ nợ phí thuê dài hạn của Southern Railway. Nếu lãi suất đủ thấp, mức tín nhiệm của Southern Railway đủ cao, chứng khoán có thể được hoàn trả ở lãi suất 3% với thời điểm đáo hạn dài hơn. (Điều này dường như khó có khả năng xảy ra vào năm 1939.)

2. Giá trị của hệ thống đường sắt Georgia Midland. Nếu hệ thống này thực sự có thu nhập cao hơn nhiều so với chi phí thuê phải trả, thì có thể kỳ vọng Southern Railway sẽ đặc biệt cố gắng chi trả đầy đủ cho trái phiếu vào thời điểm đáo hạn vì sợ rằng nếu không sẽ mất quyền kiểm soát tài sản. Điều này sẽ dẫn đến một thỏa thuận trả phí thuê cao hơn nữa (nghĩa là lãi suất cao hơn) cần thiết để gia hạn hay hoàn trả đáo hạn của trái phiếu. (Tuy nhiên, dữ liệu về mật độ lưu thông trong tay các cá nhân năm 1939 chỉ ra rằng hệ thống đường sắt này không phải là một phần có giá trị của hệ thống Southern Railway.)
3. Khoản chi trả khả dĩ trên cơ sở thuận tiện. Nếu Southern Railway phát triển thịnh vượng vào năm 1946, nó có thể xử lý khoản đáo hạn này chỉ để tránh việc mất khả năng chi trả cho một phần hệ thống. Cũng có khả năng về kỹ thuật rằng theo các điều kiện của khoản cầm cố tổng quát và phát triển “trùm mền” (theo đó một số lượng trái phiếu được dự trữ để hoàn trả lại trái phiếu 3% của Georgia Midland vào thời điểm đáo hạn), có thể nên cân nhắc phát hành nghĩa vụ nợ để chi trả cho những trái phiếu này vào năm 1946. (Ở đây, như trong hai đoạn trên, người giữ trái phiếu năm 1939 không thể quá tự tin vào sức mạnh vị thế của mình).

Thảo luận trên có thể sẽ lý giải đầy đủ mức giá thấp trái phiếu 3% của Georgia Midland vào đầu năm 1939. Thật thú vị khi lưu ý rằng, trong vai trò một yếu tố phân tích chứng khoán, điểm mấu chốt nhất trong tình huống này – đặc điểm không sinh lợi của hệ thống đường sắt – không phải là thông tin được công bố đại chúng mà phải tìm kiếm từ các nguồn thông tin bổ trợ.

**Chứng khoán bảo lãnh thường bị định giá thấp.** Ví dụ của Tobacco Products minh họa tình trạng bị định giá thấp khá thường xuyên của chứng khoán bảo lãnh hay bảo lãnh một phần khi so sánh với những chứng khoán của doanh nghiệp thực hiện bảo lãnh khác. Một ví dụ nổi tiếng là

trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 4% của San Antonio và Aransas Pass Railway đáo hạn năm 1943, được Southern Pacific bảo lãnh lãi suất và tiền gốc. Dù rằng những chứng khoán này có bảo đảm cầm cố bên cạnh khoản bảo lãnh, chúng thường được bán ở những mức giá mang lại lợi tức cao hơn nghĩa vụ nợ không được bảo đảm của Southern Pacific.<sup>1</sup>

*Ví dụ:* Một khác biệt nổi bật hơn là giá của Cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 và ưu tiên 2 của Barnhart Bros. and Spindler (cả hai đều được bảo lãnh tiền gốc và cổ tức bởi American Type Founders) trong quan hệ giá với cổ phiếu ưu đãi của doanh nghiệp bảo lãnh mà không phải là một nghĩa vụ nợ cố định. Những ví dụ bổ sung cho điểm này bao gồm Cổ phiếu ưu đãi của Huyler's of Delaware, bảo lãnh bởi Schulte Retail Store Corporation, khi so sánh với Cổ phiếu ưu đãi của Schulte; và trường hợp giá của cổ phiếu ưu đãi bảo lãnh của Armour & Company of Delaware, khi so sánh với cổ phiếu ưu đãi của doanh nghiệp bảo lãnh, Armour & Company of Illinois. Một số mức giá so sánh liên quan đến các ví dụ này được thể hiện dưới đây.

---

1. A. S. Dewing trong cuốn *A Study of Corporation Securities* (tạm dịch: Nghiên cứu về chứng khoán doanh nghiệp), tr. 293-297, New York, 1934, đưa ra phát biểu sau đây về trái phiếu bảo lãnh: “Tuy nhiên, có thể có những trường hợp trong đó một doanh nghiệp sở hữu vốn hay kiểm soát sẽ vẫn duy trì lãi suất hay phí thuê ở trái phiếu một doanh nghiệp con không sinh lãi vì những lý do chiến lược.” (Dưới đây là các ví dụ, bao gồm các chi tiết liên quan đến trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 4% của San Antonio & Aransas Pass, đáo hạn năm 1943, thể hiện sự thất bại của đơn vị phát hành trong việc có thu nhập trả lãi suất trong hầu hết các năm.) “Tuy nhiên, tầm quan trọng của doanh nghiệp này với tuyến đường của Southern Pacific khiến đơn vị bảo lãnh rất thông minh đáp ứng đầy đủ các nghĩa vụ lãi suất... Bất chấp trường hợp này, nguyên tắc tốt nhất luôn là sức mạnh của trái phiếu bảo lãnh không lớn hơn của doanh nghiệp phát hành và sức mạnh thu nhập của tài sản bảo đảm trực tiếp nó.”

Với chúng tôi, dường như các phát biểu này rõ ràng diễn dịch sai đặc điểm mang tính bản chất của nghĩa vụ nợ được bảo lãnh. Southern Pacific trả lãi cho San Antonio & Aransas Pass, không phải vì “thông minh” mà vì bị bắt buộc. Sức mạnh của trái phiếu bảo lãnh có thể lớn hơn chứng khoán của doanh nghiệp phát hành rất nhiều vì sức mạnh của nó nằm ở trái quyền kép của người giữ trên cả doanh nghiệp phát hành lẫn đơn vị bảo lãnh.

**GIÁ VÀ LỢI TỨC SO SÁNH CỦA CHỨNG KHOÁN BẢO LÃNH  
VÀ CHỨNG KHOÁN CỦA ĐƠN VỊ BẢO LÃNH\***

Chứng khoán	Ngày	Giá	Lợi tức (%)
San Antonio & Aransas Pass Ưu tiên 1 (4%) /1943 (GTD)	02/01/1920	56½	8,3
Trái phiếu Southern Pacific Co. 4%/1929	02/01/1920	81	6,86
Barnhart Bros. & Spindler 7% Ưu tiên 1 (GTD)	1923 giá thấp	90	7,78
Barnhart Bros. & Spindler 7% Ưu tiên 2 (GTD)	1923 giá thấp	80	8,75
American Type Founders 7% Ưu tiên	1923 giá thấp	95	7,37
Huyler's of Delaware 7% Ưu tiên (GTD)	11/04/1928	102½	6,83
Schulte Retail Stores 8% Ưu tiên	11/04/1928	129	6,2
Armour of Delaware 7% Ưu tiên (GTD)	13/02/1925	95½	7,36
Armour of Illinois 7% Ưu tiên	13/02/1925	92½	7,54

\* Nếu tham khảo các đoạn kế tiếp lịch sử của các chứng khoán trong bảng trên, độc giả sẽ thấy rằng các phát triển rất đa dạng bao gồm việc sáp nhập (San Antonio and Aransas Pass Railroad), mua lại (Barnhart Brothers and Spindler), và vỡ nợ (Huylers of Delaware, Inc). Nhưng thực tế rằng chứng khoán bảo lãnh bị định giá *tương đối* thấp được minh họa ở phần sau của mỗi câu chuyện.

Rõ ràng rằng những trường hợp này đại diện cho các đổi chác thuận lợi có thể được thực hiện từ chứng khoán lợi tức thấp sang lợi tức cao mà không ảnh hưởng xấu đến tính an toàn; hoặc ngược lại sang các chứng khoán được đảm bảo tốt hơn mà không phải hy sinh lợi tức, và đôi khi còn thu về lợi nhuận.

**SỬ DỤNG CÁC KHOÁN BẢO LÃNH VÀ PHÍ THUÊ TRONG TÍNH TOÁN  
LÃI SUẤT CỐ ĐỊNH**

Tất cả nghĩa vụ tương đương lãi suất trái phiếu nên được tính toán vào chi phí lãi vay của doanh nghiệp khi tính toán hệ số bảo đảm cho trái phiếu. Điểm này đã được giải thích tương đối chi tiết trong chi phí lãi vay với doanh nghiệp đường sắt, và nó được nhắc đến ngắn gọn trong thảo luận của chúng tôi về trái phiếu tiện ích công cộng. Quy trình tính toán dành cho nhóm này không gây ra khó khăn đặc biệt nào. Nhưng trong trường hợp của một số loại công ty công nghiệp nhất định, việc xử lý chi

phí thuê và khoản bảo lãnh có thể cho ra những thay đổi rõ rệt. Vấn đề là vào thời điểm cụ thể liên quan đến doanh nghiệp bán lẻ, doanh nghiệp chiếu phim, v.v..., ở đó tiền thuê hay những nghĩa vụ khác liên quan đến các tòa nhà có thể là một yếu tố quan trọng trong bức tranh chung. Một tòa nhà như vậy có thể do một doanh nghiệp sở hữu và được tài trợ bằng trái phiếu, trường hợp mà nghĩa vụ này sẽ được công bố đầy đủ thông tin trong bảng cân đối kế toán và tài khoản thu nhập. Nhưng nếu một doanh nghiệp nắm giữ một tòa nhà tương tự dưới hợp đồng thuê dài hạn, không có cách đo lường nghĩa vụ tiền thuê tách biệt trong tài khoản doanh thu và theo đó không có chỉ số nào có thể tham khảo trong bảng cân đối kế toán. Doanh nghiệp thứ hai có thể trông có vẻ lành mạnh hơn doanh nghiệp đầu, nhưng chỉ vì thông tin về nghĩa vụ nợ của nó không được công bố đầy đủ. Về bản chất, cả hai doanh nghiệp đều mang cùng một món nợ. Ngược lại, quyền sở hữu toàn bộ tòa nhà mà không mắc nợ có một lợi thế rất lớn (đặc biệt từ góc nhìn cổ phiếu phổ thông) trong hoạt động thuê dài hạn, dù rằng kiến trúc vốn hóa không thể hiện lợi thế này.

**Ví dụ:** Nếu cổ phiếu ưu đãi Interstate Department Stores được so sánh với cổ phiếu ưu đãi của Outlet Company năm 1929, hai số liệu có thể trông có vẻ gần giống nhau; hệ số bảo đảm thu nhập trung bình giống nhau, và không doanh nghiệp nào có nghĩa vụ trái phiếu hay trách nhiệm nợ cầm cố. Nhưng vị thế của Outlet thực sự mạnh hơn rất nhiều vì nó sở hữu đất và các tòa nhà trong khi các tài sản của Interstate (ngoại trừ một số ít ngoại lệ) đều được nắm giữ theo hợp đồng thuê. Ảnh hưởng thực sự của tình huống này là đặt một nghĩa vụ trả lãi suất cố định trước cổ phiếu ưu đãi của Interstate Department Stores vốn không tồn tại trong trường hợp của Outlet. Trong ngành chuỗi cửa hàng, cũng xuất hiện một trường hợp tương tự khi so sánh cổ phiếu ưu đãi của J. C. Penney với cổ phiếu ưu đãi của S. H. Kress vào năm 1932; vì doanh nghiệp thứ hai sở hữu hơn phân nữa tài sản cửa hàng của mình, trong khi hầu hết vị trí của Penney đều đi thuê.

**Trách nhiệm thuê thông thường bị xem nhẹ.** Vấn đề trách nhiệm của hợp đồng thuê dài hạn ít nhận được sự quan tâm từ thế giới tài chính

cho đến khi tầm quan trọng của nó được thể hiện một cách rõ rệt vào năm 1931 và 1932, khi mức tiền thuê cao trong những năm bùng nổ trước đó chuyển thành một món nợ không thể gánh nổi với nhiều doanh nghiệp thương mại.

*Ví dụ:* Ảnh hưởng của yếu tố này tới một chứng khoán được xếp vào nhóm đầu tư thể hiện nổi bật trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi của United Cigar Stores. Cổ phiếu ưu đãi này và chứng khoán trước nó, đã nhiều năm cho thấy mọi dấu hiệu của sự ổn định và luôn được bán ở mức giá cao. Năm 1928, doanh nghiệp báo cáo “không có nợ dài hạn” và thu nhập bằng khoảng 7 lần cổ tức cổ phiếu ưu đãi. Tuy nhiên, trách nhiệm nợ dưới các hợp đồng thuê dài hạn quá lớn (và để tiếp tục duy trì các tài sản do các doanh nghiệp con thuê) nên doanh nghiệp này phá sản năm 1932 và cổ phiếu ưu đãi đứng trước nguy cơ biến mất.

**Các trách nhiệm làm phức tạp việc phân tích.** Phải thừa nhận rằng trong trường hợp doanh nghiệp mà chi phí thuê là yếu tố quan trọng, nghĩa vụ phải theo của nó làm phức tạp và tiêu cực toàn bộ vấn đề phân tích trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi. May thay, nhà đầu tư giờ đã có một số dữ liệu về các nghĩa vụ thuê như vậy, vì các nghĩa vụ này phải được tóm tắt lại trong bản đăng ký nộp lên SEC, và khoản chi trả chi phí thuê thực phải được công bố từng năm (theo Mẫu 10-K).<sup>1</sup> Nhưng vấn đề tồn tại là liệu các chi phí thuê này có nên được xử lý về tổng thể hay một phần, như là chi phí lãi vay cố định hay không. Ở một mức độ nào đó, chắc chắn chúng giống với “chi phí chung” (overhead) – nghĩa là khấu hao, thuế, chi phí tổng quát – những khoản không khả thi để xếp chung với nhóm lãi suất trái phiếu nhằm mục đích tính toán biên độ an toàn. Một loại giải pháp đưa ra là: Nếu doanh nghiệp đáp ứng được bài kiểm tra thu nhập, thậm chí sau khi cộng thêm phí thuê vào lãi trái phiếu, nhà đầu tư sẽ không phải bận tâm đến tình huống thuê.

---

1. SEC gom “chi phí thuê và bản quyền” vào một nhóm, nhưng trong một trường hợp điển hình, hạng mục này có thể được coi là chỉ liên quan đến phí thuê và có thể được xử lý với tinh thần đó.

*Ví dụ:*

**Trái phiếu 3¾% của Swift & Company, đáo hạn 1950**

Kết quả trung bình giai đoạn 1934-1938

Thu nhập trả cổ tức .....	8.630.000 đô-la
Lãi suất đã trả .....	2.107.000
Phí thuê đã trả.....	996.000
Hệ số thu nhập trên lãi suất .....	5,1 lần
Hệ số thu nhập trên lãi suất và phí thuê .....	3,8 lần

Tuy nhiên, chúng tôi cảm thấy sẽ không công bằng hay thực tế khi yêu cầu tất cả công ty đáp ứng bài kiểm tra quá khắc nghiệt này. Một đề xuất thỏa hiệp dựa trên vài nghiên cứu các con số thực tế có thể mang tính mạo hiểm: (1) rằng  $\frac{1}{3}$  chi phí thuê thường niên (cho địa điểm thuê) sẽ được bao gồm cùng với chi phí lãi vay cố định (và cổ tức cổ phiếu ưu đãi), để tính toán hệ số bảo đảm thu nhập; và (2) rằng trong trường hợp các doanh nghiệp bán lẻ (chuỗi cửa hàng, cửa hàng bách hóa), hệ số bảo đảm tối thiểu cho lãi suất cộng thêm  $\frac{1}{3}$  chi phí thuê sẽ được giảm từ 3 xuống còn 2. Mức giảm này ghi nhận sự ổn định tương đối của kinh doanh bán lẻ, sau khi cân nhắc gánh nặng đặc biệt gắn liền với yếu tố chi phí thuê. Mức bảo đảm tương ứng yêu cầu cho cổ phiếu ưu đãi của doanh nghiệp bán lẻ sẽ giảm từ 4 xuống  $2\frac{1}{2}$ .

*Ví dụ:*

**(A) TRÁI PHIẾU PHI BÁN LẺ 3½% CỦA LOWE'S, INC., ĐÁO HẠN 1946**

Kết quả trung bình giai đoạn  
tháng 8 năm 1934 đến  
tháng 8 năm 1938

Thu nhập trả cổ tức .....	10.097.000 đô-la
Lãi suất (và cổ tức cổ phiếu ưu đãi doanh nghiệp con) đã trả.....	2.614.000
$\frac{1}{3}$ chi phí thuê đã trả .....	1.107.000
Hệ số thu nhập trên lãi suất .....	4,86 lần
Hệ số thu nhập trên lãi suất và $\frac{1}{3}$ chi phí thuê .....	3,71 lần

## (B) CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI DOANH NGHIỆP BÁN LẺ

## Kết quả trung bình giai đoạn 1934-1938

	Cổ phiếu ưu đãi 6% của McCrory Stores Corp.	Cổ phiếu ưu đãi 6% của McLellan Stores Co.
Thu nhập trả cổ tức cổ phiếu phổ thông	1.682.000 đô-la	1.148.000 đô-la
Lãi suất trái phiếu	khoảng 200.000	
$\frac{1}{3}$ chi phí thuê	770.000*	434.000
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi	300.000	180.000
Hệ số bảo đảm cổ tức cổ phiếu ưu đãi (và lãi suất)	4,36 lần	7,38 lần
Hệ số bảo đảm cổ tức cổ phiếu ưu đãi, lãi suất và $\frac{1}{3}$ chi phí thuê	2,33 lần	2,87 lần

\* Trung bình giai đoạn 1935-1938

*Kết luận:* Trái phiếu  $3\frac{1}{2}\%$  của Loew vượt qua bài kiểm tra định lượng của chúng tôi cho trái phiếu phi bán lẻ. Cổ phiếu ưu đãi của McLellan cũng qua nhưng cổ phiếu ưu đãi của McCrory thì không vượt qua bài kiểm tra để xuất cho cổ phiếu ưu đãi cửa hàng bán lẻ.

4 ví dụ trước minh họa một kỹ thuật được đơn giản hóa để tính toán hệ số bảo đảm thu nhập. Thay vì trước tiên tính thu nhập sẵn có để trả lãi, chúng ta chia lãi suất (và cổ tức cổ phiếu ưu đãi) thành tài khoản sau lãi vay (và cổ tức cổ phiếu ưu đãi) và cộng thêm 1 vào công thức.

Độc giả được cảnh báo cần cân nhắc đệ trình các tiêu chuẩn này và tính toán minh họa cho chúng. Những tiêu chuẩn và tính toán đại diện cho cách nhìn mới trong phương pháp phân tích; dữ liệu về chi phí cho thuê đã trả chỉ tương đối khó thu thập; nghiêm trọng nhất là các tiêu chuẩn toán học được đề xuất mang tính tùy ý và có lẽ không phải là những tiêu chuẩn tốt nhất. Chúng ta có thể chỉ ra thêm rằng bài kiểm tra mới có thể mang lại những kết quả ngoài kỳ vọng. Lưu ý rằng cổ phiếu ưu đãi McLellan đã bán (vào năm 1939) ở mức giá thấp hơn cổ phiếu ưu đãi của McCrory – điểm này có thể được lý giải bằng các yếu tố khác.

Lưu ý khác là nếu áp dụng cùng cách tính toán ở trên cho cổ phiếu ưu đãi 5% của W. T. Grant – một chứng khoán giá cao có thu nhập cao hơn gần 10 lần cổ tức vào giai đoạn 1934-1938 – chúng ta cần thấy rằng cổ tức cổ phiếu ưu đãi cộng với  $\frac{1}{3}$  chi phí thuê đã được bảo đảm chưa tới  $2\frac{1}{2}$  lần.<sup>1</sup>

**Vị thế của nghĩa vụ được bảo lãnh.** Có thể cần trình bày thêm một số quan sát liên quan đến các tính toán hệ số bảo đảm thu nhập trong trường hợp nghĩa vụ nợ bảo lãnh. Trong một trường hợp điển hình, các tài sản được bảo lãnh chiếm một phần trong tổng thể tài sản doanh nghiệp; do đó, cả thu nhập và các khoản chi trả được bảo lãnh đều chỉ được ghi nhận trong báo cáo kinh doanh.

*Ví dụ:* Trái phiếu 6% của Neisner Realty Corporation đáo hạn năm 1948 được Neisner Brothers, Inc. bảo lãnh. Các hoạt động và chi phí lãi vay của doanh nghiệp được ghi nhận trong báo cáo hợp nhất của công ty mẹ.

Khi chứng khoán được bảo lãnh dựa trên một tài sản được vận hành tách biệt, vị thế của nó có thể phụ thuộc vào kết quả của chính nó hay của đơn vị bảo lãnh. Do đó, chứng khoán chỉ cần vượt qua một trong ba bài kiểm tra, dựa trên (1) thu nhập của doanh nghiệp phát hành độc lập với khoản bảo lãnh; hoặc (2) tổng thu nhập và chi phí lãi vay của đơn vị phát hành và bảo lãnh; hoặc (3) thu nhập của đơn vị phát hành trên chi phí lãi vay của chính đơn vị này cộng với khoản bảo lãnh.

*Ví dụ:* a. Trái phiếu Tổng quát Indian Harbor Belt Railway 4% và  $4\frac{1}{2}\%$  đáo hạn năm 1957. Tiền gốc và lãi suất được New York Central Railroad và một công ty con quan trọng bảo lãnh. Cẩm nang Trái phiếu của Standard Statistics đưa ra mức bảo đảm lãi suất của đơn vị bảo lãnh, New York Central System. Tuy vậy, số liệu của chính doanh nghiệp sẽ tốt hơn, ví dụ:

---

1. Cổ phiếu này có mệnh giá 20, được bán với giá 25 vào năm 1939 dù rằng được mua lại ở giá 22.

	Hệ số bảo đảm lãi suất	
	<i>N. Y. Central System</i>	<i>Indiana Harbor Belt</i>
1938	0,59 lần	2,98 lần
1937	1,12 lần	3,81 lần

b. Đây là tình huống điển hình, trong đó mức hệ số bảo đảm được tính toán từ một tài khoản doanh thu hợp nhất, bao gồm hoạt động của cả doanh nghiệp mẹ (đơn vị bảo lãnh) và các doanh nghiệp con được bảo lãnh.

c. Trái phiếu Minneapolis, St. Paul & Sault Sainte Marie 5½% đáo hạn năm 1978 được bảo lãnh lãi suất bởi Canadian Pacific Railway. "Soo line"<sup>1</sup> thể hiện thu nhập chỉ bằng một phần nhỏ của chi phí lãi vay. Hệ số bảo đảm cho chứng khoán này có thể tính toán đúng nhất bằng cách thêm thu nhập của Canadian Pacific Railway vào tổng chi phí lãi vay của chính nó cộng với lãi suất được bảo lãnh của các chi phí lãi vay này và của các trái phiếu khác được Canadian Pacific Railway bảo lãnh.

### TRÁI PHIẾU CÔNG TY CON

Trái phiếu doanh nghiệp con của một doanh nghiệp khỏe mạnh thường được xem là được bảo vệ đầy đủ, trên lý thuyết rằng công ty mẹ sẽ xử lý tất cả nghĩa vụ nợ của doanh nghiệp con. Quan điểm này được khích lệ bởi phương pháp thiết lập tài khoản doanh thu hợp nhất phổ biến. Theo đó, tất cả lãi suất trái phiếu của doanh nghiệp con được nhìn nhận là lãi suất cho những thu nhập tổng hợp xếp trước cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông của công ty mẹ. Tuy nhiên, nếu công ty mẹ không chịu trách nhiệm theo hợp đồng cho trái phiếu của các doanh nghiệp con, bằng cách bảo lãnh hay hợp đồng thuê (hoặc thừa nhận trực tiếp), cách suy nghĩ này có thể mang tính lừa dối. Vì nếu một doanh nghiệp con nào đó không sinh lãi, lãi suất trái phiếu của nó có thể theo đó không được công ty mẹ xử lý mà công ty mẹ có thể

1. "Soo line" là công ty con của Canadian Pacific Railway tại Mỹ được kiểm soát bởi Soo Line Corporation.

sẵn sàng mất một phần khoản đầu tư của mình và đẩy trách nhiệm sang cho người giữ trái phiếu của doanh nghiệp con. Phát triển như vậy là bất thường, nhưng khả năng xảy ra đã được minh họa sinh động trong năm 1932-1933 với trường hợp của trái phiếu 5% United Drug đáo hạn năm 1953.

*Ví dụ:* United Drug là một doanh nghiệp con quan trọng của Drug, Inc, một doanh nghiệp thường có thu nhập và chi trả cổ tức lớn, với nguồn thu chính từ sản xuất các loại dược phẩm độc quyền và những loại thuốc khác. Nửa đầu năm 1932, tài khoản doanh thu hợp nhất cho thấy mức thu nhập tương đương 10 lần lãi suất của trái phiếu 5% của United Drug, và con số của năm trước còn ấn tượng hơn. Mặc dù Drug, Inc. không thừa nhận trách nhiệm hay bảo lãnh cho chứng khoán này, nhà đầu tư xem con số hợp nhất quá thuận lợi đó như một yếu tố bảo đảm tính an toàn chắc chắn của United Drug. Tuy nhiên, một phần tài sản và kinh doanh của United Drug bao gồm các khoản sở hữu cổ phiếu của Louis K. Liggett, doanh nghiệp vận hành rất nhiều cửa hàng bán thuốc và chịu gánh nặng chi phí thuê cao tương tự như United Cigar Stores. Tháng 9 năm 1932, các cửa hàng của Liggett thông báo với chủ thuê rằng trừ khi giảm chi phí thuê còn không nó sẽ buộc phải phá sản.

Thông báo này mang tin dữ đến cho các nhà đầu tư, rằng Drug, Inc. vẫn đang thịnh vượng kia không chịu trách nhiệm cho những món nợ phải trả của doanh nghiệp con (gián tiếp) của nó, các cửa hàng của Liggett, và họ tức thì trở nên lo lắng cho thực tế rằng Drug, Inc, cũng không chịu trách nhiệm chi trả lãi suất cho trái phiếu 5% của United Drug. Nhận định này khiến giá bán của chứng khoán giảm từ mức 93 trước đó xuống còn 42. Ở mức giá 42, trái phiếu 40.000.000 đô-la của United Drug chỉ có tổng giá trị 17.000.000 đô-la, dù rằng cổ phiếu của công ty mẹ vẫn được bán với tổng giá trị trên 100.000.000 đô-la (3.500.000 cổ phiếu ở mức giá khoảng 30). Trong những năm sau đó, “Hệ thống của Drug, Inc.” tự nguyện chia nhỏ – một diễn biến không ngờ tới – và United Drug bắt đầu tách biệt khỏi doanh nghiệp mẹ. (Kể từ đó nó thể hiện hệ số bảo đảm thu nhập không đáp ứng đủ cho trái phiếu 5%).

Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 5% của Consolidated Traction Company of New Jersey là nghĩa vụ của một doanh nghiệp con lớn nhưng không sinh lãi của Public Service Corporation of New Jersey. Trái phiếu không được bảo lãnh bởi doanh nghiệp mẹ. Khi chúng đáo hạn vào năm 1933, rất nhiều người nắm giữ trái phiếu này chấp nhận mức chào giá 65 mà công ty mẹ đưa ra.

Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 6% của Saltex Looms, Inc. đáo hạn năm 1954 là những nghĩa vụ nợ của một doanh nghiệp con của Sidney Bluementhal & Co Inc, nhưng không được doanh nghiệp mẹ bảo lãnh. Báo cáo thu nhập hợp nhất của Blumenthal thường trừ đi lãi suất trái phiếu của Saltex trước khi thể hiện tài khoản sẵn sàng chi trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi. Tuy nhiên, doanh nghiệp này mất khả năng chi trả lãi suất trái phiếu vào năm 1939; và năm 1940, trái phiếu được bán ở mức giá 7 trong khi cổ phiếu phổ thông của Blumenthal được bán ở mức trên 70.

**Cần thiết phải phân tích riêng hệ số bảo đảm lãi suất của công ty con.** Những ví dụ này cho thấy rằng giống như chuyện nhà đầu tư có xu hướng định giá thấp giá trị của khoản bảo lãnh bởi một công ty mạnh, họ đôi khi mắc sai lầm ngược lại và đánh giá quá cao tầm quan trọng của một công ty đang bị kiểm soát bởi một công ty khác. Từ khía cạnh đầu tư giá trị cố định, không nên coi thường bất kỳ điểm quan trọng nào. Do đó, không nên mua trái phiếu doanh nghiệp con trên cơ sở số liệu của doanh nghiệp mẹ, trừ khi doanh nghiệp mẹ chịu trách nhiệm trực tiếp cho trái phiếu của doanh nghiệp con này. Trong những trường hợp còn lại, số liệu của doanh nghiệp con là cơ sở duy nhất để chấp nhận trái phiếu.<sup>1</sup>

---

1. Trên thực tế, quyền lợi tài chính của doanh nghiệp mẹ trong một doanh nghiệp con và những lý do kinh doanh khác, có thể dẫn tới việc doanh nghiệp mẹ bảo vệ trái phiếu của doanh nghiệp con thậm chí nếu doanh nghiệp mẹ không bị buộc phải làm vậy. Tuy nhiên, cần nhắc này chỉ có giá trị khi mua chứng khoán trên cơ sở đầu cơ (dựa trên khả năng có lợi nhuận tiềm ẩn), chứ không phải lý do để mua trái phiếu ở giá đầu tư. Cụ thể mà nói, nó có thể khiến trái phiếu 5% của United Drug trở thành một khoản đầu cơ tuyệt vời ở giá 45, nhưng là một lựa chọn đầu tư tồi ở giá 93.

Có thể thấy rằng nhà đầu tư trái phiếu của một công ty giữ vốn cổ phần phải tham khảo tài khoản doanh thu hợp nhất, trong đó lãi suất của công ty con – dù được bảo lãnh hay không – được thể hiện như những khoản chi phí lãi vay ưu tiên. Tuy nhiên, người mua trái phiếu công ty con không được bảo lãnh không chấp nhận những báo cáo hợp nhất đó như một thước đo an toàn, và yêu cầu các báo cáo phải thể hiện mức bảo đảm cho chỉ công ty con. Có thể thu thập những báo cáo này không mấy khó khăn như trường hợp trái phiếu 5% của United Drug, nhưng nhà đầu tư nhất định phải có chúng.

## *Chương 14*

# **GIAO KÈO CÓ TÍNH BẢO VỆ VÀ CÁC ĐỀN BÙ CHO NGƯỜI GIỮ CHỨNG KHOÁN ƯU TIÊN**

---

**T**rong chương này và hai chương sau, chúng ta sẽ cân nhắc các điều khoản thường được xây dựng để bảo vệ quyền lợi của người sở hữu trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi trước các ảnh hưởng tiêu cực và nhiều hoạt động khác theo sau việc doanh nghiệp không thể đáp ứng các nghĩa vụ. Mục tiêu của chúng tôi ở đây, cũng như xuyên suốt trong cuốn sách này, không phải cung cấp loại thông tin ở đâu cũng có, mà là nghiên cứu kỹ lưỡng các phương pháp thực hành hiện nay và đề xuất những cải thiện hợp lý vì lợi ích chung của người giữ chứng khoán. Từ cách tiếp cận này, chúng tôi nghĩ rằng sẽ hữu ích khi xem xét lại các diễn biến gần đây trong quy trình tái cấu trúc.

**Giao kèo hay điều kiện hiến chương được thiết kế để bảo vệ người giữ trái phiếu ưu tiên cao.** Hợp đồng giữa doanh nghiệp và người sở hữu trái phiếu nằm trong một tài liệu gọi là giao kèo hay hợp đồng tín thác (deed of trust). Các hợp đồng liên quan đến quyền lợi của cổ đông cổ phiếu ưu đãi được quy định trong Điều lệ hay Giấy chứng nhận thành lập doanh nghiệp. Những công cụ này thường có các điều khoản được thiết kế để

ngăn không cho doanh nghiệp hành động gây hại đến người giữ chứng khoán ưu tiên cao và quy định các loại hình bồi thường trong trường hợp có diễn biến bất lợi nhất định. Các trường hợp được quy định gần như luôn được liệt kê như sau:

1. Trong trường hợp trái phiếu
  - a. Không chi trả lãi suất, tiền gốc, hay quỹ tích lũy.
  - b. Vỡ nợ những nghĩa vụ nợ khác, hay thụ lý.
  - c. Phát hành nợ bảo đảm mới.
  - d. Phá loãng quyền chuyển đổi (hay đăng ký).
2. Trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi
  - a. Không chi trả cổ tức (tích lũy) trong một khoảng thời gian.
  - b. Phát hành nợ dài hạn hay cổ phiếu ưu tiên cao.
  - c. Phá loãng quyền chuyển đổi (hay đăng ký).

Một điều khoản thường thấy nhưng ít tổng quát hơn yêu cầu phải duy trì vốn lưu động ở một tỷ lệ nhất định so với nợ trái phiếu ở các công ty công nghiệp. (Trong trường hợp trái phiếu quỹ ủy thác đầu tư hay doanh nghiệp giữ vốn cổ phần, giá trị thị trường của tất cả tài sản phải tuân theo điều khoản này.)

Khoản bồi thường cho người giữ trái phiếu trong các trường hợp 1a và 1b ở trên khá tiêu chuẩn. Mỗi phát triển không may này đều được xác định là “vỡ nợ” và cho phép đơn vị nhận ủy thác (trustee) tuyên bố rằng tiền gốc của chứng khoán đáo hạn và phải được trả trước một thời điểm đáo hạn quy định. Các điều khoản trong giao kèo theo đó được biết dưới tên “điều khoản tăng tốc”. Mục đích chính của chúng là cho phép người giữ trái phiếu nhận đầy đủ trái quyền của họ trong tương quan cạnh tranh với các chủ nợ khác.

**Các khía cạnh mâu thuẫn trong quyền hợp pháp của người giữ trái phiếu.** Khi xem xét các điều khoản này từ góc độ phê phán, chúng tôi nhận ra sự tồn tại của các khía cạnh mâu thuẫn trong quyền hợp pháp của người

giữ trái phiếu. Thủ lý<sup>1</sup> là một từ ngữ đáng sợ ở Phố Wall; sự xuất hiện của nó thường có nghĩa là giá tất cả chứng khoán của doanh nghiệp sẽ bị sụt giảm nghiêm trọng, bao gồm trái phiếu đang “hưởng lợi” từ thủ lý. Như chúng tôi đã chỉ ra ở những chương trước, thị trường nhìn chung không đánh giá cao một trái phiếu vỡ nợ, và có lẽ đánh giá thấp hơn cổ phiếu ưu đãi không chi trả cổ tức của một doanh nghiệp chưa vỡ nợ.

Do đó, câu hỏi ở đây là liệu có tốt hơn cho người giữ trái phiếu không nếu họ không có bất kỳ trái quyền nào có thể thi hành với tiền gốc hay lãi suất khi các điều kiện khiến việc chi trả ngay không còn khả thi. Vì ở những thời điểm đó, quyền hợp pháp của người giữ trái phiếu có vẻ chỉ thành công trong việc hủy hoại doanh nghiệp mà không mang lại lợi ích gì cho người giữ trái phiếu. Nếu lãi suất hay tiền gốc không được chi trả, liệu người giữ trái phiếu có lợi ích không khi lùi thời hạn chi trả và không đưa doanh nghiệp ra tòa?

**Vỡ nợ và tái cấu trúc.** Câu hỏi này dẫn chúng tôi đến lĩnh vực rộng lớn của vỡ nợ và tái cấu trúc. Đầu tiên, chúng ta phải thử, một cách ngắn gọn nhất có thể, mô tả quy trình vỡ nợ trước khi đạo luật điều chỉnh bắt đầu vào năm 1933; thứ hai là tổng hợp các thay đổi tạo ra bởi những quy định gần đây; và cuối cùng là đánh giá vị thế của người giữ trái phiếu hiện nay. (Nhiệm vụ cuối đặc biệt khó khăn, vì các đạo luật mới chưa có đủ thời gian để chứng minh giá trị hay các nhược điểm trong thực hành thực tế.)

Mô hình tái cấu trúc doanh nghiệp cũ thường như sau: Không có khả năng chi trả lãi suất hay tiền nợ gốc dẫn đến việc doanh nghiệp tự

1. “Thủ lý” trước đó là một thuật ngữ thuận tiện được áp dụng cho tất cả các trường hợp khó khăn tài chính liên quan đến tòa án. Kết quả của Đạo luật Chandler (Đạo luật Phá sản năm 1938), người thủ lý hầu như bị thay bằng đơn vị nhận ủy thác. Chắc chắn từ “thủ lý” sẽ tiếp tục được sử dụng – ít nhất trong một thời gian nữa – vì thuật ngữ “nhiệm vụ ủy thác” và “phá sản” không mang đầy đủ nghĩa, thuật ngữ đầu tiên có phần mơ hồ còn thuật ngữ thứ hai thì nghĩa quá mạnh. “Vỡ nợ” là một từ phù hợp nhưng đôi khi khó sử dụng. Bên được gọi là “đơn vị nhận thủ lý vốn cổ phần” sẽ vẫn được bổ nhiệm trong tương lai trong trường hợp kiện tụng của cổ đông, tự nguyện thanh lý, hay những trường hợp đặc biệt khác.

nộp đơn xin thụ lý.<sup>1</sup> Thường thì sẽ chọn một tòa án “thân thiện”; người thụ lý thường là chủ tịch doanh nghiệp; lợi ích của người giữ trái phiếu được đại diện bởi ủy ban bảo vệ (protective committee) thường được hình thành từ các ngân hàng đầu tư đã phát hành chứng khoán. Một kế hoạch tái cấu trúc được đồng ý bởi các ủy ban và sau đó được tòa án chấp thuận. Kế hoạch thường là sự thỏa hiệp giữa các nhóm lợi ích mâu thuẫn của những nhóm người giữ chứng khoán ở các thứ hạng khác nhau, theo đó, nói chung, tất cả mọi người đều giữ được chút ít quyền lợi trong doanh nghiệp mới và tất cả đều phải hy sinh đôi chút. (Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp may mắn, một chứng khoán nhỏ và vững chắc được hoàn trả hết hay không bị mất mát gì; và trong những tình huống vô vọng, cổ phiếu đôi khi bị xóa sạch hoàn toàn.) Cơ chế vận hành thực sự của tái cấu trúc là thông qua tịch thu hay bán hàng phá sản. Những tài sản này được đại diện của những người giữ chứng khoán chấp thuận mua lại; và những chủ nợ từ chối tham gia nhận được tiền theo tỷ lệ chia sẻ tương ứng, nếu còn chút nào, từ giá bán. Mức giá này thường thấp đến nỗi tất cả mọi người đều nên tham gia vào kế hoạch và nhận chứng khoán mới thay vì đứng ngoài và nhận tiền.

Giữa năm 1933 và 1939, quy trình này bị thay đổi hoàn toàn bởi một chuỗi các quy định bồi thường, quy định quan trọng nhất là Đạo luật Chandler. Đạo luật này hướng đến việc khắc phục hai nhược điểm: Một mặt, việc nhất thiết phải chi trả cho những người giữ chứng khoán không chấp thuận đã hình thành một tình thế tiến thoái lưỡng nan, vì tòa án quyết định giá tịch thu và bán lại thấp đến “bực mình” hay quá ít, trong khi việc trả giá đúng gấp phải một chướng ngại không thể vượt qua được là tiên mặt. Nghiêm trọng hơn là cả cơ chế vận hành tái cấu trúc có xu hướng giữ quyền thống trị trong tay nhóm kiểm soát cũ, những người

1. Các “trường hợp vỡ nợ” khác – như không thể đáp ứng yêu cầu về quỹ tích lũy hay vốn lưu động – hiếm khi dẫn đến thụ lý. Gần như lúc nào người giữ trái phiếu cũng sẽ chọn bỏ qua hay thương lượng lại những vấn đề này hơn là tự hại bản thân mình bằng cách đưa doanh nghiệp ra tòa.

thiếu khả năng hay thậm chí không trung thực và chắc chắn có những lợi ích đặc biệt.

Bắt đầu với những thay đổi năm 1933, một kỹ thuật tái cấu trúc được xây dựng theo đó một kế hoạch được chấp nhận bởi  $\frac{2}{3}$  chủ nợ và số đông nhà đầu tư (nếu họ có “vốn cổ phần”), và được chấp thuận bởi tòa án, sẽ có tính ràng buộc với tất cả những người giữ chứng khoán. Cách làm này giải quyết được tình trạng bán tài sản tịch thu tiền thoái lưỡng nan và bị phản đối. Được hoàn thiện bởi Đạo luật Chandler và Đạo luật Giao kèo Ủy thác năm 1939, quy trình mới cho các doanh nghiệp không phải công ty đường sắt bao gồm những điểm bổ sung quan trọng sau:<sup>1</sup>

1. Doanh nghiệp phải được giao cho ít nhất một bên nhận ủy thác không có quyền lợi trong trường hợp này. Bên nhận ủy thác này phải quyết định liệu có đòi ban quản trị cũ thực hiện trái quyền và liệu doanh nghiệp có xứng đáng để tiếp tục tồn tại hay không.
2. Trách nhiệm thực sự để soạn ra kế hoạch tái cấu trúc được trao cho 3 đại diện không giữ quyền lợi: (1) bên nhận ủy thác, người phải trình bày kế hoạch đầu tiên; (2) SEC (khi trách nhiệm nợ vượt quá con số 3.000.000 đô-la), là bên phải đệ trình ý kiến cố vấn theo đó; (3) và thẩm phán, người phải chính thức chấp thuận nó. Dù rằng người giữ chứng khoán và ủy ban bảo vệ có thể đưa ra đề xuất, sự chấp thuận của họ không được xem xét cho đến khi các đại diện không giữ quyền lợi hoàn thành công việc. Hơn nữa, rõ

1. Điều khoản 1 đến 4 trong Chương X của Đạo luật Chandler là kết quả tự nhiên của các quy định 77B nổi tiếng đã được thêm vào luật phá sản cũ năm 1933. Các vụ tái cấu trúc đường sắt trong các quy định Sec. 77, giữ nguyên vẹn trong Đạo luật Chandler, và quy định theo Chương XV thêm vào năm 1939 (xem chú thích tr. 12, tr. 238). Chương XI theo Đạo luật Chandler chỉ liên quan đến “các thỏa thuận” nợ không bảo đảm. Lưu ý về các vụ kiện bởi Haytian Corporation năm 1938, bởi United States Realty & Improvement Company năm 1939. Trong trường hợp sau, vấn đề duy nhất chịu ảnh hưởng là bảo lãnh dành cho trái phiếu  $5\frac{1}{2}\%$  của Trinity Buildings Corporation, khi doanh nghiệp này cố gắng giữ nguyên cấu trúc vốn. Các khó khăn khác xuất hiện, và các vụ kiện được thay bằng vụ khác.

ràng ở đây tòa án được trao quyền mạnh hơn để ép buộc sự chấp thuận của các nhóm người không thể đồng thuận ở một tỷ lệ cần thiết. Tuy nhiên, sức mạnh chính xác của quyền lực này vẫn còn đáng ngờ.

3. Kế hoạch tái cấu trúc phải đáp ứng được nhiều tiêu chuẩn công bằng được mô tả trong quy chế doanh nghiệp, bao gồm các quy định liên quan đến quyền bỏ phiếu, báo cáo thông tin, v.v... Tòa án phải phê duyệt ban quản trị mới.
4. Các hoạt động của ủy ban bảo vệ phải tuân thủ sự kiểm tra và giám sát chặt chẽ. Bất kỳ loại chi phí tái cấu trúc nào, bao gồm mức bồi thường tất cả và các chi phí lặt vặt khác, phải được tòa phê duyệt.
5. Khác với quy trình tái cấu trúc chuẩn, Đạo luật Giao kèo Ủy thác mô tả nhiều yêu cầu cho bên nhận ủy thác hành động theo các giao kèo trái phiếu. Những yêu cầu này được thiết kế vừa để phòng tránh một số mâu thuẫn quyền lợi nhất định có thể tạo ra nhiều khiếu nại, vừa để bảo đảm một thái độ tích cực hơn của bên nhận ủy thác khi đại diện cho những người giữ trái phiếu.

Không còn nghi ngờ gì nữa, theo suy nghĩ của chúng tôi, trong trường hợp điển hình, đạo luật mới chỉnh sửa này<sup>1</sup> sẽ chứng tỏ lợi ích to lớn. Nó sẽ loại bỏ nhiều hành động lạm dụng trước kia gắn với quyền thụ lý và tái cấu trúc. Nó cũng sẽ thực sự đẩy nhanh quá trình tái điều chỉnh. Điều này đặc biệt đúng sau khi các tiêu chuẩn công bằng rõ ràng hơn trong kế hoạch tái cấu trúc được thiết lập, để không còn khoảng trống

1. Đạo luật tương tự như cơ chế của các quy định 77B và Đạo luật Chandler được áp dụng cho các hoạt động tái điều chỉnh bất động sản theo Đạo luật Schackno và Burchill được Cơ quan làm luật của bang New York thông qua năm 1933. Trong cùng năm, Đạo luật Thỏa thuận Chủ nợ của Doanh nghiệp, được áp dụng ở Canada, nếu các doanh nghiệp Canada vỡ nợ có thể thoát khỏi kiện tụng theo Đạo luật Phá sản và thỏa hiệp được với chủ nợ khi có phê chuẩn của tòa án. Khi được phê chuẩn phù hợp, các thỏa hiệp đó có tính ràng buộc với những nhóm thiểu số. Xem W. S. Lighthall, Đạo luật Doanh nghiệp Chi phối 1934, chú giải, tr. 289, 345, ff., Montreal, 1935.

cho các tranh cãi kéo dài giữa các nhóm người giữ chứng khoán ở các thứ hạng khác nhau nữa.<sup>1</sup>

*Các bối thường thay thế khác được đề xuất.* Bất chấp những cải tiến trong kỹ thuật tái cấu trúc, chúng tôi đều tự tin để khẳng định rằng quy trình bảo vệ lý tưởng cho người giữ trái phiếu là các quy định khác đơn giản hơn. Theo ý kiến của chúng tôi – với một cấu trúc nợ đều đơn giản – cách bối thường tốt nhất cho tất cả thiệt hại của người giữ trái phiếu là trao ngay quyền kiểm soát bỏ phiếu (voting control) doanh nghiệp cho họ, cùng với việc đưa ra một cơ chế đủ để bảo đảm quyền này được thực thi một cách thông minh. Trong rất nhiều trường hợp, chủ nợ có khả năng điều phối nguồn lực và thu nhập của doanh nghiệp để bảo vệ chính họ, tránh được các quá trình tố tụng đắt đỏ và kéo dài.

Đề xuất của chúng tôi bao gồm hai phần: Phần đầu tiên, quyền kiểm soát bỏ phiếu bởi người giữ trái phiếu, theo điều khoản giao kèo, sẽ là biện pháp bối thường tức thì duy nhất trong bất kỳ trường hợp vỡ nợ nào, bao gồm cả không trả lãi lẫn không trả tiền gốc. Trong giai đoạn kiểm soát này, các khoản lãi suất hay tiền gốc chưa được chi trả sẽ được chi trả trong giai đoạn làm ăn phát đạt sau này. Nhưng các giám đốc đại diện cho những người giữ trái phiếu nên có quyền ứng cử vào vị trí bên nhận ủy thác (trusteeship) theo Đạo luật Chandler, nếu họ cảm thấy muốn tái cấu trúc toàn diện hơn là tiếp tục hoãn trả nợ và kiểm soát không xác định thời hạn. Thứ hai, quyền kiểm soát bỏ phiếu này có thể được thực thi tốt nhất thông qua bên nhận ủy thác giao kèo – một định chế lớn, có kinh

1. Xu hướng ý kiến cố vấn của SEC, cũng như phát hiện của ICC trong các vụ tái cấu trúc đường sắt là đồng ý với việc loại bỏ cổ đông khi không còn cơ hội thu nhập sẽ bảo đảm đủ lãi suất trước đó. Để tham khảo phần thảo luận cho điểm này từ một trong những tác giả, hãy xem “Các kế hoạch tái cấu trúc công bằng theo Chương X, Đạo luật Chandler”, của Benjamin Graham, *Brooklyn Law Review*, tháng 12 năm 1938.

Bất chấp các cải thiện luật pháp, những vụ tái cấu trúc đường sắt vẫn bị trì hoãn từ năm 1933. Tuy nhiên, theo ý kiến của chúng tôi, điều này không xuất phát từ các yếu điểm trong luật mà đến từ vấn đề xây dựng các kế hoạch công bằng cho các cấu trúc doanh nghiệp cực kỳ phức tạp khi câu hỏi về sức mạnh thu nhập tương lai mang tính tranh cãi cao và rất nghiêm trọng.

nghiệm tài chính, có khả năng đại diện cho những người giữ trái phiếu và khuyến nghị các ứng viên cho chức giám đốc. Lợi ích của cổ đông nên tiếp tục được đại diện bởi hội đồng quản trị thiểu số.

Điều khiến thỏa thuận này có ý nghĩa trên thực tế là nó biến trái phiếu lãi suất cố định thành trái phiếu thu nhập trong giai đoạn kiểm soát của người giữ trái phiếu; và việc trì hoãn nợ tới hạn cho đến khi khả năng mở rộng tự nguyện hoặc tái cấp vốn trở nên hợp lý hoặc trong trường hợp thanh lý hay bán tài sản được nhìn nhận là cách giải quyết thỏa đáng. Mở rộng nguyên tắc và kỹ thuật cơ bản trong việc tái điều chỉnh vốn tự nguyện theo luật (hiện chỉ áp dụng với những cổ phiếu khác nhau) để phát hành trái phiếu cũng là biện pháp khả thi, khi kế hoạch bắt nguồn từ đại diện của trái chủ, những người có thể lựa chọn nắm quyền kiểm soát và đơn thuần chờ đợi.

Tuy nhiên, rõ ràng là quyền kiểm soát không thể được trao cho chủ nợ khi họ thuộc về các nhóm khác nhau có mâu thuẫn lợi ích. Trong các trường hợp đó, hoạt động kiện tụng theo Đạo luật Chandler có vẻ như là cần thiết để tháo gỡ khó khăn. Nhưng ít nhất về mặt lý thuyết, một thỏa thuận trao quyền kiểm soát bỏ phiếu sẽ khả thi với một chứng khoán ưu tiên cao và một chứng khoán ưu tiên thấp đơn giản. Nếu chỉ chứng khoán ưu tiên thấp vỡ nợ, quyền kiểm soát bỏ phiếu chuyển sang chứng khoán đó. Nếu chứng khoán ưu tiên cao vỡ nợ, nó sẽ giữ quyền kiểm soát chung của cả nhóm.

Mặc dù những đề xuất này có thể gây ra nghi ngờ vì sự độc đáo của nó, cần chỉ ra rằng ý tưởng bỏ phiếu người giữ trái phiếu là một mốt vừa cũ vừa đang thịnh hành. Dù trong quá khứ, đó là một thỏa thuận đặc biệt, chúng tôi hiện thấy nhiều kế hoạch tái cấu trúc dẫn đến phát hành trái phiếu thu nhập đều trao quyền bỏ phiếu cho những chứng khoán này, thường kêu gọi quyền kiểm soát của hội đồng quản trị cho đến khi tất cả hay hầu hết chứng khoán này được mua lại hoặc nếu lãi suất không được chi trả đầy đủ.<sup>1</sup> Hơn nữa, rất nhiều giao kèo trái phiếu lãi suất cố định giờ

---

1. Ví dụ: kế hoạch tái cấu trúc công ty New York State Railways (Syracuse System), vào tháng 2 năm 1939, trao cho người giữ chứng khoán một phiếu thu nhập mới với quyền bỏ phiếu

cấp quyền bỏ phiếu cho người giữ trái phiếu theo các điều chỉnh trong giao kèo.<sup>1</sup> Các giao kèo ủy thác Canada cũng thường tổ chức các buổi họp để người giữ trái phiếu điều chỉnh các điều kiện của giao kèo, thậm chí bao gồm cả việc trì hoãn hoặc thay đổi trong chi trả lãi suất hay tiền gốc.<sup>2</sup> Các buổi họp như vậy có thể được triệu tập bởi bên nhận ủy thác, bởi một tỷ lệ quy định người giữ trái phiếu hay trong một số trường hợp nhất định bởi chính doanh nghiệp.

Có thể có ý kiến phản đối rằng thỏa thuận để xuất trên thực tế không mang lại quyền lợi hợp pháp tốt hơn nào cho người giữ trái phiếu so với cổ đông cổ phiếu ưu đãi và theo đó hạ người này xuống vị thế có lợi ích giới hạn và một trái quyền không thể thực thi. Câu trả lời của chúng tôi phải là, nếu quyền kiểm soát có thể được phát triển phù hợp, nó tạo ra một khoản bồi thường đầy đủ cho cả người giữ trái phiếu lẫn cổ đông cổ phiếu ưu đãi. Trong trường hợp này, lợi thế hợp đồng cơ bản của trái phiếu so với cổ phiếu ưu đãi sẽ biến mất, ngoại trừ quyền quy định tiền gốc trái phiếu

$\frac{2}{3}$  hội đồng quản trị cho đến khi ít nhất 80% phiếu khoán này được mua lại. Giấy nợ thu nhập của Commercial Mackay Corporation, đáo hạn năm 1967, có quyền bỏ phiếu  $\frac{1}{3}$  hội đồng quản trị cho đến khi tất cả trái phiếu này được mua lại.

Trái phiếu thu nhập 6% của National Hotel of Cuba, đáo hạn năm 1959 (phát hành năm 1929), có quyền kiểm soát bỏ phiếu trong trường hợp vỡ nợ trái phiếu một năm. Những ví dụ cũ hơn về quyền bỏ phiếu trao cho những người giữ trái phiếu bao gồm Quyền lưu giữ tài sản ưu tiên 4% và tổng quát 4% của Erie Railroad, trái phiếu Tổng quát 4% của Mobile & Ohio Railroad, trái phiếu Điều chỉnh 5% của Third Avenue Railway.

Vụ tái cấu trúc năm 1934 của Maple Leaf Milling Company, Ltd. (Canada) với Bên nhận ủy thác Giao kèo của trái phiếu 5½% đáo hạn năm 1949 (sau đó được gia hạn tới năm 1958) sẽ thực thi quyền kiểm soát doanh nghiệp bằng sở hữu (ủy thác) của 2 trong số 3 thành viên ban quản trị hay phần chia sẻ tỷ lệ bỏ phiếu.

1. Nhìn chung, điều khoản này không bao gồm các thay đổi trong ngày đáo hạn tiền gốc hay lãi suất, tỷ lệ lãi suất, giá mua lại và tỷ lệ chuyển đổi. Ví dụ: Giấy nợ 4% của Richfield Oil Corporation, đáo hạn năm 1952. Trái phiếu Uu tiên 1 (4½%) của Industrial Rayon, đáo hạn năm 1948 là bất thường vì giao kèo cho phép trì hoãn trả lãi khi có sự chấp thuận của  $\frac{2}{3}$  số người giữ trái phiếu. Tuy nhiên, NYSE yêu cầu không sử dụng điều khoản này làm điều kiện niêm yết chứng khoán.

2. Xem SEC. Báo cáo Nghiên cứu và Điều tra về Công việc, Hoạt động, Nhân sự và Chức năng của Ủy ban Bảo vệ và Tái cấu trúc, Pt. VI, tr.135-177, tr. 138-143, 164-177, Washington, 1936.

được hoàn trả vào một thời điểm cố định. Chúng tôi lặp lại, để kết luận, điểm chính trong thảo luận của chúng tôi về lý thuyết cổ phiếu ưu đãi là sự bất lợi hợp đồng của cổ phiếu ưu đãi, rốt cuộc theo thực tế, không đến từ quyền lợi hợp pháp sẵn có mà đến chính từ quy trình thực tế của doanh nghiệp và các hạn chế của nhà đầu tư.

**Xu hướng chứng khoán của doanh nghiệp vỡ nợ bị bán dưới giá đúng.** Một vài khía cạnh khác của câu chuyện tái cấu trúc doanh nghiệp đáng để chúng ta chú ý. Khía cạnh đầu tiên liên quan đến động thái thị trường với chứng khoán doanh nghiệp vỡ nợ. Các trường hợp thụ lý trong quá khứ nhìn chung rất không chắc chắn, chúng đe dọa sự tồn tại của cổ đông cổ phiếu nhưng không hứa hẹn gì cụ thể với người giữ trái phiếu. Kết quả là, nhìn chung, chứng khoán của doanh nghiệp bị thụ lý sẽ bị bán dưới giá đúng, đồng thời tồn tại một xu hướng quan hệ bất hợp lý giữa giá của trái phiếu vỡ nợ và giá của cổ phiếu ưu tiên thấp.

**Ví dụ:** Trường hợp Fisk Rubber là một ví dụ xuất sắc cho điểm đầu tiên; tình huống của Studebaker Corporation vào tháng 9 năm 1933 minh họa cho điểm thứ hai.

#### **THỊ GIÁ CỦA CHỨNG KHOÁN FISK RUBBER VÀO THÁNG 4 NĂM 1932**

7.600.000 đô-la trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 8% ở mức giá 16 .....	1.200.000 đô-la
8.200.000 Giấy nợ 5½% ở mức giá 11 .....	900.000 đô-la
Cổ phiếu .....	Danh nghĩa
Tổng giá trị thị trường của doanh nghiệp.....	2.100.000 đô-la

#### **BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN, 30 THÁNG 6 NĂM 1932**

Tiền mặt .....	7.687.000 đô-la
Khoản phải thu (trừ 1.425.000 đô-la dự trữ) .....	4.838.000
Hàng tồn kho (ở mức thấp hơn chi phí hay thị giá).....	3.216.000
	15.741.000 đô-la
Khoản phải trả.....	363.000
Tài sản ngắn hạn ròng .....	15.378.000 đô-la
Tài sản cố định (trừ đi 8.400.000 đô-la khấu hao).....	23.350.000

Tất cả chứng khoán của doanh nghiệp bán cùng nhau với giá thấp hơn  $\frac{1}{3}$  giá trị tiền mặt và chỉ bằng  $\frac{1}{7}$  tài sản ngắn hạn lưu động ròng, chẳng chừa lại chút nào cho tài sản cố định.

#### STUDEBAKER CORPORATION, THÁNG 9 NĂM 1933

Chứng khoán	Giá trị theo mệnh giá	Thị giá	Giá trị thị trường
Phiếu khoán 6% 10 năm và những trái phiếu khác	22.000.000 đô-la	40	8.800.000 đô-la
Cổ phiếu ưu đãi	5.800.000 đô-la	27	1.500.000 đô-la
Cổ phiếu phổ thông (2.464.000 cổ phiếu)		6	14.700.000 đô-la
Tổng giá trị cổ phiếu			16.200.000 đô-la

Nợ doanh nghiệp này bán ở giá 40 xu trên một đô-la, có quyền nhận đầy đủ thu nhập trước khi cổ đông cổ phiếu nhận được bất cứ thứ gì. Tuy vậy, thị trường định giá cổ phiếu cao hơn nợ ưu tiên.

**Kế hoạch tái điều chỉnh tự nguyện.** Nhận thấy các bất lợi quá rõ ràng của quá trình thụ lý thường dẫn đến việc người giữ trái phiếu chấp nhận các đề xuất bắt nguồn từ ban quản trị cho sự sụt giảm tự nguyện các trái quyền theo hợp đồng của họ. Các thỏa thuận loại này khác nhau từ loại theo phong cách “thỏa hiệp” cũ (ở đó chủ nợ gia hạn hay thậm chí cắt bớt trái quyền của họ, trong khi cổ đông cổ phiếu vẫn giữ nguyên quyền) đến các trường hợp mà người giữ trái phiếu nhận được một phần lớn vốn cổ phần.

**Ví dụ:** Cuối năm 1931, Radio-Keith-Orpheum Corporation cần tiền để đáp ứng các nghĩa vụ nợ đang tới gần và nhận thấy cách huy động vốn thông thường là bất khả thi. Cổ đông cổ phiếu liên vạch ra một kế hoạch theo đó trao lại 75% lợi ích cổ phần làm phần thưởng cho những người cung cấp số tiền 11.600.000 đô-la cần thiết thông qua mua giấy nợ. (Tuy nhiên, các khoản thua lỗ lớn hơn tiếp theo đã buộc doanh nghiệp phải thụ lý tài sản một năm sau đó.)

Năm 1933, Fox Film Corporation thực hiện tái cấu trúc vốn với cùng một cách tương tự. Cổ đông cổ phiếu trao lại 80% quyền nắm giữ, và đổi

lại cổ phiếu này được trao đổi cho khoảng 40.000.000 đô-la phiếu khoán 5 năm và nợ ngân hàng.

Kế hoạch tái điều chỉnh Kansas City Public Service hoàn thành năm 1933 được thiết kế để giải đáp một vấn đề đơn giản hơn là giảm chi phí lãi vay trong một giai đoạn được cho là tạm thời khi thu nhập thấp hơn mức thông thường. Theo đó, tỷ lệ lãi suất của trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 lãi suất 6% giảm xuống còn 3% trong 4 năm từ 1933-1936, trả lại mức 6% vào các năm 1937-1938, và tăng lên 7% vào các năm 1939-1951, theo đó bù lại được con số 12% đã mất trong những năm trước đó. Một quỹ tích lũy rất lớn, phòng ngừa rủi ro thu nhập được xây dựng để thu hồi dần chứng khoán và cải thiện vị thế thị trường của chứng khoán.

Rõ ràng là sẽ tốt cho người giữ trái phiếu Kansas City Public Service khi chấp nhận mức 3% tạm thời để sau này có thể được trả hơn là cố gắng bám theo mức 6% không thể được chi trả và rồi bị buộc phải thụ lý. (Quá trình thụ lý của doanh nghiệp trước đó bị hủy vào năm 1926, kéo dài trong 6 năm.) Trong trường hợp này, cổ đông cổ phiếu không bị yêu cầu phải từ bỏ bất kỳ lợi ích ưu tiên thấp nào cho người giữ trái phiếu để đổi lấy sự nhượng bộ. Dù rằng theo lý thuyết, sự hy sinh và chuyển giao đó sẽ hợp lý, trên thực tế nó không quá quan trọng ở đây vì bất kỳ khoản thưởng cổ phiếu nào cho người giữ trái phiếu cũng sẽ có giá trị thị trường rất nhỏ.<sup>1</sup> Tuy nhiên, nên nhìn nhận một nguyên tắc rằng việc người giữ trái phiếu phải từ bỏ bất kỳ trái quyền quan trọng nào sẽ được bù đắp lại bằng lợi ích bồi thường từ cổ đông cổ phiếu – dưới hình thức hoặc là đóng góp tiền mặt vào doanh nghiệp hoặc chuyển giao một phần quyền hưởng thu nhập tương lai cho người giữ trái phiếu.<sup>2</sup>

1. Năm 1936, doanh nghiệp áp dụng một thỏa thuận lại tự nguyện thứ hai, theo đó tỷ lệ lãi suất cố định ở mức 4% và người giữ trái phiếu nhận được một khoản thưởng cổ phiếu phổ thông khá vụn vặt. Trong năm 1939, một điều chỉnh tự nguyện thứ ba nữa vẫn được chấp thuận, trong đó người giữ chứng khoán nhận 30% tiền mặt và 70% cổ phiếu ưu đãi cho trái phiếu của họ – khoản tiền được trả trước như một khoản vay từ R.F.C.

2. Vụ tái cấu trúc Industrial Office Building Company trong giai đoạn 1932-1933 là một ví dụ đáng chú ý về chuyển đổi trái phiếu lãi suất cố định thành trái phiếu thu nhập mà cổ đông cổ phiếu không phải hy sinh gì cả.

Trong năm 1939, một đạo luật bổ sung có bản chất tạm thời được chấp thuận, thiết kế để tạo điều kiện cho thứ gọi là “tái cấu trúc tự nguyện” doanh nghiệp đường sắt bằng cách ràng buộc chúng với tất cả người giữ chứng khoán.<sup>1</sup> Đạo luật này hướng đến việc hỗ trợ các doanh nghiệp đường sắt Baltimore, Ohio và Lehigh Valley, những doanh nghiệp trước đó đã đề xuất các kế hoạch tái cấu trúc tự nguyện. Chúng được thiết kế để giảm chi phí lãi vay cố định và gia hạn các khoảng thời gian đáo hạn hiện tại và trong tương lai gần. Trong từng trường hợp, cổ đông cổ phiếu vẫn giữ nguyên quyền lợi của họ.

Như chúng tôi đã đề cập từ trước, chúng tôi cho rằng kế hoạch tái điều chỉnh tự nguyện là đáng mong đợi, nhưng nên đề xuất kế hoạch đó sau khi quyền kiểm soát bở phiếu đã được chuyển cho người giữ trái phiếu, và những người này đã ở vị trí có thể chọn các hướng hành động khác nhau.

**Thay đổi trong vai trò của bên nhận ủy thác trái phiếu.** Một đạo luật bối thường không kém phần quan trọng được ban hành từ năm 1933 là “Đạo luật Giao kèo Ủy thác năm 1939”. Đạo luật này chỉnh sửa nhiều trường hợp thiếu thỏa đáng và lạm dụng quyền điều hành theo trách nhiệm của bên nhận ủy thác trái phiếu. Phê phán chính về hành vi của bên nhận ủy thác giao kèo trong quá khứ là họ không hành động như những bên nhận ủy thác mà đơn thuần chỉ là đại diện cho người giữ trái phiếu. Điều này có nghĩa là nhìn chung họ không chủ động thực hiện hành động mà chỉ hành động khi được định hướng và được những người giữ trái phiếu

1. Đây là Đạo luật Tái điều chỉnh Đường sắt Chandler năm 1939, đạo luật này đã thêm Chương XV mới vào Đạo luật Phá sản. Hành động theo đó phải bắt đầu trước 31 tháng 7 năm 1940, và phải được kết luận về căn bản trong vòng một năm kể từ khi bắt đầu. Xét về kỹ thuật tái cấu trúc, cách làm này không khác biệt so với cách làm trong Phần 77. Cả hai trường hợp đều đòi hỏi sự phê chuẩn của I.C.C, của một tòa án và của một tỷ lệ phù hợp người giữ chứng khoán. Sự khác nhau quan trọng là theo Chương XV mới, theo cách hiểu pháp lý liên quan, sẽ không có trường hợp phá sản nào. Doanh nghiệp tiếp tục giám sát các sự vụ của riêng nó, và không hợp đồng hay nghĩa vụ nào có tác dụng ngoại trừ những thứ được quy định cụ thể trong kế hoạch tái điều chỉnh.

trả công theo một tỷ lệ nhất định. Các giao kèo thực tế chẳng nói lên điều gì về trách nhiệm của bên nhận ủy thác mà nói rất nhiều về sự miễn trừ trách nhiệm và các khoản thù lao của họ.

Đạo luật năm 1939 nhằm trực tiếp đến tình huống không thỏa mãn bằng cách thêm vào quy định sau (trong Phần 315):

Trách nhiệm của bên nhận ủy thác trong trường hợp vỡ nợ:

(c) Giao kèo để đủ điều kiện cần bao gồm các quy định yêu cầu bên nhận ủy thác giao kèo phải thực thi trong trường hợp vỡ nợ (điều khoản này được quy định trong giao kèo), các quyền và quyền hạn được ghi trong giao kèo, và sẽ được sử dụng với cùng một mức độ quan tâm và kỹ năng khi thực hiện, như cách người cẩn trọng sẽ thực hiện hay sử dụng trong những trường hợp phục vụ cho chính quyền lợi của mình.

Có những quy định khác giới hạn thứ được gọi là “điều khoản bào chữa” – quy định không quy trách nhiệm cho người nhận ủy thác với bất kỳ tội danh gì ngoại trừ gian lận có thể chứng minh hay sự bất cẩn quá lò liếu.

Nguyên nhân khiếu nại xa hơn xuất phát từ thực tế rằng bên nhận ủy thác giao kèo thường là chủ nợ của bên mắc nợ (ví dụ một doanh nghiệp ủy thác nắm các phiếu khoán hứa trả tiền của doanh nghiệp nợ) hoặc bị kiểm soát bởi các bên có cùng quyền lợi. Những tình huống này tạo ra mâu thuẫn lợi ích hoặc thái độ không sẵn sàng hành động công bằng và quyết liệt, điều đó cản trở mạnh mẽ người giữ trái phiếu. Đạo luật Giao kèo Ủy thác năm 1939 có các quy định chặt chẽ được thiết kế để loại bỏ những hành động lạm dụng này.<sup>1</sup>

**Vấn đề của hội đồng bảo vệ.** Cải cách trong vai trò của bên nhận ủy thác giao kèo có thể mang lại giải pháp cho vấn đề nhức đầu về hội đồng

1. Đạo luật bồi thường là một phát triển từ một nghiên cứu giao kèo ủy thác thực hiện bởi SEC và được kích thích mạnh mẽ bởi ý tưởng của Thẩm phán Rosenman năm 1936 khi từ chối yêu cầu của những người giữ giấy nợ National Electric Power (bảo đảm) để quy trách nhiệm cho bên nhận ủy thác về những thua lỗ nghiêm trọng. Thẩm phán tuyên bố rằng, các điều khoản bào chữa đã cứu bên nhận ủy thác trong trường hợp này nhưng cả hệ thống ủy thác giao kèo cần một cải cách quan trọng.

bảo vệ. Từ năm 1929, vai trò chung của hội đồng bảo vệ trở nên mơ hồ và không thỏa đáng. Trước đó, dường như rõ ràng rằng những ngân hàng đầu tư phát hành chứng khoán sẽ tổ chức một hội đồng bảo vệ trong trường hợp vỡ nợ. Nhưng trong những năm gần đây, tính thỏa đáng và mong muốn của hành động có xu hướng bị ngờ vực. Người giữ trái phiếu có thể không còn tin vào đánh giá của đơn vị phát hành, hoặc họ có thể đặt câu hỏi về năng lực đại diện công bằng của đơn vị này vì những lợi ích hay liên quan khác với doanh nghiệp; hoặc thậm chí họ có thể cho rằng bên bảo lãnh phát hành phải chịu trách nhiệm về mặt pháp luật cho các thất thoát xảy ra. Lập luận ủng hộ các bên có năng lực khác ngoại trừ bên bảo lãnh phát hành đứng ra làm đại diện theo đó khá thuyết phục. Tuy nhiên, cái khó nằm ở chỗ bảo đảm tìm được bên đại diện có năng lực đó. Với bức tranh không có đơn vị phát hành chứng khoán gốc, bất kỳ ai cũng có thể tuyên bố bản thân mình là chủ tọa của hội đồng bảo vệ và mời gọi những món tiền đặt cọc. Toàn bộ quy trình trở nên thiếu tiêu chuẩn và đứng trước rủi ro bị lạm dụng. Các hội đồng giống nhau thường xuất hiện, cuộc tranh giành chẳng chút trang nghiêm nào để nộp tiền đặt cọc diễn ra, những người có danh tiếng và động cơ xấu có thể dễ dàng tham gia vào tình huống.

Đạo luật phá sản mới năm 1938 giới thiệu một số cải thiện cho tình trạng này bằng cách yêu cầu các hoạt động và khoản thù lao cho hội đồng bảo vệ phải được tòa án xem xét. (Trong trường hợp doanh nghiệp đường sắt, một hội đồng bảo vệ không thể tham gia quá trình kiện tụng nếu không được I.C.C cho phép từ trước.) Đạo luật bổ sung được ban hành để quy định chi tiết về việc hình thành cũng như cách ứng xử của hội đồng bảo vệ.

**Một sửa đổi khuyến nghị.** Ngày nay có thể dễ dàng làm rõ và tiêu chuẩn hóa toàn bộ quy trình để mong đợi bên nhận ủy thác theo giao kèo chịu trách nhiệm chủ động bảo vệ trái phiếu. Các định chế lớn đảm nhận nhiệm vụ này có cơ sở vật chất, kinh nghiệm và vị thế cần thiết để hoàn thành trách nhiệm của họ. Dường như chẳng có lý do đủ thuyết phục nào, trong trường hợp thông thường, có thể giải thích tại sao bên nhận ủy thác không nên tự tổ chức hội đồng bảo vệ, để một trong những giám đốc điều

hành đóng vai trò chủ tọa và những thành viên khác được lựa chọn từ những người giữ trái phiếu lớn hay từ đại diện của những người giữ trái phiếu. Xung đột lợi ích có thể có giữa bên nhận ủy thác trong vai trò đại diện của tất cả người giữ trái phiếu và hội đồng bảo vệ trong vai trò đại diện của tất cả người giữ khoản đặt cọc khi được phân tích sẽ chỉ cho thấy hệ quả nhỏ về kỹ thuật. Xung đột kiểu này, nếu có phát sinh, sẽ được giải quyết bằng cách đưa ra tòa. Sẽ chẳng khó khăn gì trong chuyện trả thù lao đầy đủ cho bên nhận ủy thác và hội đồng tương ứng để trả công lao động và thành tích mà họ đạt được thay mặt những người giữ trái phiếu.

Thỏa thuận này chỉ ra sự hợp tác hiệu quả giữa bên nhận ủy thác và nhóm người giữ trái phiếu, những người mà theo quan điểm của bên nhận ủy thác là đủ điều kiện để đại diện cho toàn bộ chứng khoán. Thỏa thuận tốt nhất có thể là thiết lập nhóm người giữ trái phiếu này vào thời điểm chứng khoán được bán. Nghĩa là không chờ cho đến khi vỡ nợ để thành lập nhóm đó mà ngay từ đầu đã tồn tại một đại diện có trách nhiệm và quyền lợi theo dõi các sự vụ của doanh nghiệp từ góc nhìn của người giữ trái phiếu và đưa ra các phản đối, nếu cần thiết, với các chính sách có thể đe dọa đến sự an toàn của chứng khoán. Doanh nghiệp nên trả khoản thù lao phù hợp cho dịch vụ này. Việc đó tương đương với phân đại diện của người giữ chứng khoán trong hội đồng quản trị. Đến khi nhóm này phải đóng vai trò của hội đồng bảo vệ để thay mặt những người giữ trái phiếu thì họ đã quen với các sự vụ của doanh nghiệp rồi.

## *Chương 15*

### **GIAO KÈO BẢO ĐÁM (TIẾP)**

---

**C**ác ngăn cấm của quyền lưu giữ tài sản ưu tiên. Cần có thảo luận ngắn gọn về các quy định bảo vệ nhất định ngoài những quy định liên quan đến các trường hợp vỡ nợ thông thường. (Vấn đề bảo vệ quyền chuyển đổi và các đặc quyền tham gia khác để tránh tình trạng pha loãng sẽ được thảo luận trong những chương liên quan đến Chứng khoán ưu tiên cao với Đặc điểm đầu cơ.) Đầu tiên nói đến trái phiếu cầm cố, chúng tôi thấy rằng các giao kèo này hầu như luôn cấm phát hành bất cứ quyền lưu giữ tài sản ưu tiên mới nào đối với tài sản. Đôi khi có ngoại lệ – trong trường hợp trái phiếu phát hành theo kế hoạch tái cơ cấu – khi việc phát hành các chứng khoán cầm cố ưu tiên để huy động vốn mới trong tương lai là cần thiết.

Ví dụ: Năm 1926, Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Railroad phát hành 107.000.000 đô-la trái phiếu cầm cố Series A 5% và 185.000.000 đô-la Trái phiếu cầm cố điều chỉnh chuyển đổi 5%, đổi lấy các chứng khoán đã phá sản của Chicago, Milwaukee & St. Paul Railway. Sau đó, các giao kèo cho phép phát hành một lượng không giới hạn Trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 và Hoàn trả – những trái phiếu có thể xếp trên Trái phiếu cầm cố Series A 5%.<sup>1</sup>

---

1. Năm 1933, St. Paul được phép phát hành một số trái phiếu ưu tiên 1 và hoàn trả mới, đóng vai trò khoản vay thế chấp cho các khoản vay ngắn hạn của chính phủ Hoa Kỳ.

**Điều khoản chứng khoán bình đẳng và có thể đánh thuế.** Khi trái phiếu không được bảo đảm, nó sẽ luôn nhận được trái quyền ưu tiên chia đều với bất kỳ chứng khoán cầm cố nào phát hành sau trên tài sản đó.

*Ví dụ:* New York, New Haven & Harford Railroad bán nhiều giấy nợ giữa năm 1897 và 1908. Những trái phiếu này ban đầu không được bảo đảm, nhưng các giao kèo có điều khoản rằng chúng được chia quyền bảo đảm tương đương với bất kỳ chứng khoán cầm cố của tài sản nào được phát hành sau đó. Năm 1920, một chứng khoán cầm cố ưu tiên 1 và hoàn trả được các cổ đông cấp phép; từ đó, các chứng khoán phát hành trước chia sẻ quyền bảo đảm với trái phiếu được phát hành trên khoán cầm cố mới này. Chúng vẫn mang tên “giấy nợ”, nhưng đây là một trường hợp dùng sai tên. Tuy nhiên, có một giấy nợ 4%, đáo hạn năm 1957 không đi kèm quy định này và do đó không được bảo đảm. Năm 1939, giấy nợ 4% (không được bảo đảm), đáo hạn năm 1957, bán ở mức  $\frac{1}{3}$  so với giá giấy nợ 4% (được bảo đảm), đáo hạn năm 1956, với giá lần lượt là 5 và 16.<sup>1</sup>

**Cầm cố tiền mua.** Theo thông lệ, các chứng khoán cầm cố tiền mua thường được phép nắm giữ không giới hạn. Những chứng khoán này chỉ gắn với các tài sản được mua sau đó, và sự xuất hiện của chúng không được xem là ảnh hưởng đến vị thế của những người giữ trái phiếu khác. Dĩ nhiên, cách nhìn thứ hai không nhất định đúng, vì luôn tồn tại khả năng gia tăng hệ số tổng nợ trên tổng vốn cổ đông theo cách có thể gây rủi ro cho vị thế của những người giữ trái phiếu hiện tại.

**Sự dưới cơ của trái phiếu trước nợ ngân hàng trong tái cấu trúc.** Trong trường hợp trái phiếu hay phiếu khoán được phát hành theo một kế

1. Trong các trường hợp ngoại lệ, nghĩa vụ giấy nợ được trao quyền lưu giữ tài sản ưu tiên trên tài sản khi có một khoản cầm cố phát hành sau trên tài sản này. Ví dụ: Giấy nợ 6½% của National radiator Corporation, đáo hạn năm 1947, và giấy nợ thu nhập 5% của doanh nghiệp thừa kế, đáo hạn năm 1946. Trong vụ tái cấu trúc thứ hai, có hiệu lực năm 1939, những giấy nợ này được thay bằng cổ phiếu. Đây là một ví dụ tuyệt vời về tầm quan trọng không đáng kể của các quy định bảo vệ, khi so sánh với các hoạt động sinh lợi nhuận.

hoạch tái cấu trúc, đôi khi xảy ra tình trạng trái quyền của nó có ưu tiên thấp hơn khoản vay ngân hàng hiện tại hoặc tương lai. Việc này nhằm giúp doanh nghiệp thuận tiện hơn khi vay vốn ngân hàng trong trường hợp doanh nghiệp sử dụng các khoản phải thu hay hàng tồn kho làm tài sản bảo đảm. Một ví dụ về thỏa thuận này là trường hợp Phiếu khóa 6% trong 5 năm của Aeolian, đáo hạn năm 1937, được phát hành theo một kế hoạch tái điều chỉnh vốn để đổi lấy một phần các cổ phiếu ưu đãi bảo lãnh 7% của doanh nghiệp. Phiếu khóa được xếp dưới khoản vay ngân hàng trị giá 400.000 đô-la, sau đó đã được chi trả.

**Bảo vệ trước khả năng phát hành bổ sung chứng khoán cùng loại.** Hầu hết trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi đều được bảo vệ đầy đủ trong trường hợp phát hành bổ sung các chứng khoán cùng loại. Quy định thông thường đòi hỏi biên độ thu nhập cao hơn nhiều lần so với yêu cầu lãi suất khi phát hành thêm chứng khoán. Ví dụ, trái phiếu cầm cố quyền lưu giữ tài sản ưu tiên 1 và hoàn trả của New York Edison bổ sung có thể sẽ không được phát hành, ngoại trừ cho mục đích hoàn trả, trừ khi thu nhập ròng hợp nhất trong vòng 12 tháng gần đây đạt ít nhất  $1\frac{3}{4}$  lần lãi suất hằng năm trên tổng nợ trái phiếu của doanh nghiệp, bao gồm cả khoản trái phiếu chuẩn bị được phát hành. Trong trường hợp trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 của Wheeling Steel Corporation, hệ số yêu cầu là 2 lần.<sup>1</sup>

Tuy nhiên, các quy định tham khảo hệ số bảo đảm thu nhập kiểu này không tồn tại trong ngành đường sắt. Trái phiếu đường sắt loại cầm cố tổng tài sản thường hạn chế việc phát hành trái phiếu bổ sung thông qua một quy định là tổng nợ dài hạn không được vượt quá một hệ số nhất định so với cổ phiếu đang lưu hành, và giới hạn việc phát hành các trái phiếu mới trên một tỷ lệ nhất định so với chi phí hoặc giá trị đúng của tài sản mới được mua. (Ví dụ xem trái phiếu cầm cố hoàn trả và tổng quát của

1. Với các điều khoản tương tự trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi, hãy xem cổ phiếu ưu đãi 5 đô-la của Consolidated Edison Company of New York, cổ phiếu ưu đãi 4,5 đô-la của General Foods Corporation và cổ phiếu ưu đãi 7% của Gotham Silk Hosiery Company.

Northern Pacific Railway và trái phiếu cải thiện và hoàn trả của Northern Pacific Railway.) Với các trái phiếu cũ hơn, thường khoản cầm cố sẽ đóng ở một giá trị cố định tương đối nhỏ, do đó để huy động thêm tiền, doanh nghiệp buộc phải bán các chứng khoán ưu tiên thấp. Quy định này dẫn đến sự phát triển của các “trái phiếu cơ sở” có vị thế thuận lợi – trái phiếu đã được nhắc đến ở Chương 6.

Trong một trường hợp điển hình, các chứng khoán cầm cố bổ sung có thể được thực hiện trên khoản cầm cố của tài sản mới có giá trị cao hơn nhiều so với mức độ gia tăng nợ. (Ví dụ chứng khoán cầm cố ưu tiên 1 của Youngstown Sheet and Tube cho thấy doanh nghiệp có thể phát hành trái phiếu để huy động đến 75% chi phí đầu tư bổ sung hay cải thiện tài sản cầm cố; chứng khoán cầm cố quyền lưu giữ tài sản ưu tiên 1 và hoàn trả của New York Edison cho thấy những trái phiếu mới hơn có thể được phát hành để huy động tài chính cho các hoạt động bổ sung hay cải tiến tài sản cầm cố lên đến 75% khoản chi phí hợp lý và thực tế; trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 của Pere Marquette có thể được phát hành đến 80% giá hay giá trị đúng, tùy theo con số nào thấp hơn của tài sản mới xây hay mới mua.)

Các khoản bảo vệ đều được ghi nhận hợp lý và hầu như luôn được quan sát cẩn thận. Tuy nhiên, bê ngoài thì tầm quan trọng thực tế của chúng có thể ít hơn vì, trong một trường hợp thông thường, cần các con số để có thể thu hút người mua các chứng khoán bổ sung.

**Yêu cầu vốn lưu động.** Các quy định duy trì vốn lưu động ở một tỷ lệ nhất định so với nợ dài hạn, và duy trì một hệ số nhất định tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn không hề được tiêu chuẩn hóa. Chúng chỉ xuất hiện trong giấy nợ trái phiếu công nghiệp.<sup>1</sup>

Tỷ lệ phần trăm theo yêu cầu thay đổi, và hình phạt vi phạm cũng thay đổi. Trong hầu hết trường hợp, kết quả đơn giản chỉ là cấm doanh

1. Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất  $4\frac{1}{2}\%$  của Ashland Home Telephone, đáo hạn năm 1961, là một chứng khoán công ty tiện ích công cộng có một điều khoản đặc biệt và khá yếu liên quan đến tài sản ngắn hạn ròng.

nghiệp chi trả cổ tức cho đến khi một mức độ hay hệ số vốn lưu động phù hợp được khôi phục lại. Trong vài trường hợp, tiền gốc của trái phiếu được tuyên bố đáo hạn.

*Ví dụ: 1. Hình phạt duy nhất, cấm cổ tức.* Trái phiếu B. F. Goodrich ưu tiên 1 lãi suất  $4\frac{1}{4}$  đáo hạn năm 1956 và trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 4% của Wilson and Company, đáo hạn năm 1955, yêu cầu tài sản ngắn hạn phải bằng tổng nợ: nghĩa là tài sản nhanh ròng bằng nợ dài hạn. Trong trường hợp trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất  $4\frac{1}{2}$  của West Virginia Pulp and Paper, đáo hạn năm 1952, cổ phiếu ưu đãi công ty con cũng được tính vào nợ dài hạn.

Quy định của Giấy nợ 4% của Fairbanks, Morse and Company, đáo hạn năm 1956 là yêu cầu tài sản ngắn hạn bằng (a) 110% tổng nợ và (b) 200% của nợ ngắn hạn. Trong trường hợp trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất  $4\frac{1}{2}\%$  của Wheeling Steel, đáo hạn năm 1966, và trái phiếu  $4\frac{1}{2}\%$  của Republic Steel General, đáo hạn năm 1956, tài sản ngắn hạn phải bằng 300% nợ ngắn hạn, và tài sản ngắn hạn ròng phải bằng 50% nợ dài hạn.

*2. Không đáp ứng yêu cầu là vỡ nợ.* Giấy nợ 4% của Skelly Oil, đáo hạn năm 1951, và phiếu khoán Serial, đáo hạn từ 1937-1941. Ở đây doanh nghiệp đồng ý duy trì tài sản ngắn hạn bằng ít nhất 200% nợ ngắn hạn.

Trong trường hợp trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất  $4\frac{1}{2}\%$  của Continental Steel, đáo hạn năm 1946, hệ số yêu cầu là 115%.

Các ví dụ trước đã nêu về trường hợp trái phiếu 6% của American Machine and Foundry, đáo hạn năm 1939, trái phiếu này có một quy định kép: quy định thứ nhất là cấm trả cổ tức trừ khi tài sản ngắn hạn ròng bằng 150% trái phiếu đang lưu hành, và thứ hai là yêu cầu không điều kiện rằng tài sản ngắn hạn ròng phải được duy trì ở mức 100% mệnh giá của trái phiếu đang lưu hành. Trong trường hợp trái phiếu 5% của United States Radiator Corporation, đáo hạn năm 1938, doanh nghiệp đồng ý luôn duy trì vốn lưu động ròng bằng 150% nợ dài hạn.

Trông có vẻ hợp lý khi thường xuyên yêu cầu một vài quy định bảo vệ liên quan đến vốn lưu động trong trường hợp trái phiếu công nghiệp.

Chúng tôi đã đề xuất cân nhắc một hệ số thỏa đáng tài sản ngắn hạn ròng trên nợ dài hạn như một tiêu chuẩn cụ thể trong việc lựa chọn trái phiếu công nghiệp. Tiêu chuẩn này thường được thiết kế trong giao kèo, để người giữ trái phiếu sẽ có quyền duy trì một hệ số thỏa mãn xuyên suốt vòng đời của chứng khoán và có quyền nhận bồi thường thỏa đáng nếu con số này rơi xuống dưới một điểm nhất định.

Việc cấm doanh nghiệp chi trả cổ tức trong những điều kiện như vậy là hợp lý và có thể thực hiện được. Tuy nhiên, hình phạt nghiêm khắc hơn chỉ định việc giảm vốn lưu động là “vỡ nợ”, nhiều khả năng không mang lại hiệu quả hay lợi ích cho người giữ trái phiếu. Lý lẽ cho rằng thụ lý gây ảnh hưởng xấu nhiều hơn hữu dụng cho chủ nợ cũng có giá trị tương tự trong trường hợp này. Tham khảo trái phiếu 5% của United States Radiator, đã nhắc đến ở trên, bảng cân đối kế toán 31 tháng 1 năm 1933 cho thấy doanh nghiệp này không đạt đủ chỉ tiêu 150% yêu cầu vốn lưu động. (Tài sản ngắn hạn ròng là 2.735.000 đô-la hay chỉ 109% của trái phiếu trị giá 2.518.000 đô-la). Tuy vậy, bên nhận ủy thác không thực hiện bất kỳ hành động nào để tuyên bố đáo hạn tiền gốc, và số người giữ trái phiếu theo yêu cầu cũng không đưa ra đòi hỏi đó. Trong mọi trường hợp khả dĩ, thụ lý theo lẽ này sẽ được cho là ảnh hưởng nghiêm trọng tới lợi ích của người giữ trái phiếu. Nhưng thái độ ở đây cho thấy lẽ ra không nên quy định điều khoản đang nói đến trong giao kèo.<sup>1</sup>

---

1. Các tình huống tương tự xảy ra năm 1933 với trái phiếu 7½% của G. R. Kinney Company (doanh nghiệp già), đáo hạn năm 1936, và trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 6% của Budd Manufacturing Company, đáo hạn năm 1935. Đầu năm 1934, United States Radiator Corporation yêu cầu những người giữ giấy nợ điều chỉnh các điều khoản liên quan đến duy trì vốn lưu động và các khoản chi trả quỹ tích lũy. Những người giữ giấy nợ không nhận được đề nghị trao đổi quan trọng nào. Lý giải đặc biệt của doanh nghiệp cho hành động này là người giữ trái phiếu có quyền về một số bồi thường nhất định nhưng “sự vỡ nợ kỹ thuật theo giao kèo” sẽ ảnh hưởng đến các khoản vay ngắn hàng theo dự kiến của doanh nghiệp.

**Quyền kiểm soát bở phiếu như một sự bồi thường.** Trước đó, chúng tôi đã thảo luận về đề xuất thay thế quyền bổ nhiệm bên nhận ủy thác trong bất kỳ trường hợp vỡ nợ nào bằng quyền kiểm soát bở phiếu ở doanh nghiệp. Cho dù góc nhìn của người đọc về sự hợp lý của đề xuất này có là gì đi nữa, thì khi ứng dụng vào trường hợp vỡ nợ lãi suất hay tiền gốc, chúng tôi cho rằng người này sẽ đồng ý với chúng tôi là đề xuất kia sẽ có giá trị trong trường hợp “vỡ nợ” thứ cấp, nghĩa là không thể duy trì vốn lưu động như đã đồng ý hay không thể thực hiện các chi trả quỹ tích lũy; bởi các giải pháp hiện tại dù dẫn doanh nghiệp đến chỗ vỡ nợ hay không làm gì cả đều hoàn toàn không thỏa đáng.

**Các quy định bảo vệ chứng khoán đầu tư ủy thác.** Chúng tôi tin rằng trái phiếu đầu tư ủy thác thuộc về một nhóm đặc biệt. Vì theo bản chất, chúng có các quy định bồi thường rất chặt chẽ. Các trái phiếu này về bản chất sẽ giống với khoản vay thế chấp bằng chứng khoán khả bán do ngân hàng cấp phát. Để bảo đảm các khoản vay này, doanh nghiệp được yêu cầu duy trì giá trị thị trường của các tài sản thế chấp này trên một tỷ lệ nhất định so với số tiền nợ. Theo cùng cách đó, người cho quỹ đầu tư ủy thác vay tiền có quyền yêu cầu giá trị danh mục liên tục cao hơn giá trị khoản vay theo một tỷ lệ thỏa đáng, ví dụ 25%. Nếu giá trị thị trường giảm dưới con số này, quỹ đầu tư ủy thác cần được yêu cầu hành động tương tự như những người đi vay thế chấp bằng chứng khoán khả bán. Doanh nghiệp phải hoặc là bồi thêm tiền vào (nghĩa là huy động thêm vốn từ cổ đông) hoặc là bán chứng khoán và mua lại khoản nợ với số tiền thu được theo một tỷ lệ đủ để khôi phục lại biên độ phù hợp.

Các bất lợi tự tại trong đầu tư trái phiếu nhìn chung sẽ cho người mua trái phiếu các lý do để đòi hỏi tất cả các biện pháp bảo vệ khả dĩ. Trong trường hợp trái phiếu ủy thác đầu tư, có thể sử dụng một phương pháp bảo vệ rất hữu hiệu là quy định trong giao kèo về yêu cầu duy trì giá trị thị trường của danh mục trên mức nợ trái phiếu. Do vậy, nhà đầu tư vào chứng khoán ủy thác đầu tư nên yêu cầu loại quy định bảo vệ này, và – quan trọng không kém – họ nên yêu cầu thực thi nghiêm túc hơn. Mặc dù việc đó sẽ

gây khó khăn cho cổ đông khi thị giá giảm, nhưng đây là một phần của khoản hời ban đầu mà cổ đông đồng ý chấp nhận rủi ro để thu lại thặng dư lợi nhuận.<sup>1</sup>

Khảo sát về giao kèo trái phiếu của ủy thác đầu tư tiết lộ một dấu hiệu bất tuân các điều khoản bảo vệ. Hầu hết các điều khoản này yêu cầu một biên độ nhất định giá trị tài sản trên nợ làm điều kiện để bán các trái phiếu bổ sung. Hệ số yêu cầu của tài sản ròng với nợ dài hạn thay đổi từ 120% (General American Investors) đến 250% (Niagara Shares Corporation), trong khi các con số thường thấy là 125% hay 150%. Hoạt động chi trả cổ tức tiền mặt cũng áp dụng một yêu cầu tương tự. Hệ số yêu cầu cho hoạt động này thay đổi từ 125% (Domestic & Foreign Investors) đến 175% (hệ số phải được đáp ứng để cho phép chi trả cổ tức bằng tiền mặt với cổ phiếu phổ thông Central States Electric Corporation). Con số thông dụng nhất thường là 140% hay 150%.

Nhưng phần lớn chứng khoán không phải luôn yêu cầu duy trì hệ số tối thiểu giá trị tài sản trên nợ trái phiếu một cách vô điều kiện. Các ví dụ về trường hợp này là Giấy nợ chuyển đổi 5% của General Public Service Corporation đáo hạn năm 1953; Trái phiếu thế chấp 5% của American European Securities Company đáo hạn năm 1958; và Giấy nợ chuyển đổi bảo đảm 4½% và 4% của Affiliated Fund, Inc., đáo hạn năm 1949, tất cả đều yêu cầu duy trì hệ số 125% giá trị tài sản theo thị giá so với nợ dài hạn. Trong trường hợp Affiliated Fund, điều khoản bồi thường quy định bên

1. Nếu giá trị thị trường của tài sản giảm dưới 100% nợ dài hạn, dường như sẽ xuất hiện một điều kiện vỡ nợ khiến những người giữ trái phiếu yêu cầu hành động bồi thường ngay lập tức. Vì ngược lại, cổ đông sẽ có thể đầu cơ trong tương lai nhờ toàn vốn của những người giữ trái phiếu. Nhưng ngay cả rõ ràng như vậy cũng vẫn gặp khó khăn. Năm 1938, người giữ trái phiếu 5% của Reynolds Investing Company cố gắng bổ nhiệm một bên nhận ủy thác trên cơ sở vỡ nợ, nhưng cổ đông tuyên bố rằng thị giá của những khoản nắm giữ lớn đang thấp hơn giá trị thực. Sau một quãng thời gian trì hoãn đáng kể, những bên nhận ủy thác được bổ nhiệm, chiếu theo thỏa thuận giữa nhiều bên có lợi ích khác nhau. Hãy lưu ý rằng trái phiếu 5% của Guardian Investors Corporation, đáo hạn năm 1948, lúc nào cũng bị định giá thấp từ năm 1932 và được bán ở giá thấp 24 mà không có bất kỳ bồi thường nào.

nhận ủy thác ngay lập tức bán tài sản thế chấp và thu hồi trái phiếu cho đến khi hệ số yêu cầu được khôi phục. Trong những trường hợp khác, một cơ chế tỉ mỉ hơn sẽ được sử dụng để tuyên bố đáo hạn và hoàn trả tiền cho tất cả chứng khoán. Chúng tôi đề xuất sử dụng các quy định dạng này – thay vì các quy định với ứng dụng đơn giản – để làm yêu cầu tiêu chuẩn cho đầu tư trái phiếu ủy thác đầu tư.<sup>1</sup>

## QUỸ HOÀN TRÁI

Ở hình thái hiện đại, quỹ hoàn trái thu hồi định kỳ một tỷ lệ nhất định chứng khoán ưu tiên cao trên nguồn tiền của doanh nghiệp. Quỹ hoàn trái thu về chứng khoán thông qua đấu thầu kín hoặc mua ở thị trường mở thông qua bên được ủy thác hay doanh nghiệp tự thực hiện. Trong trường hợp sau, doanh nghiệp bỏ trái phiếu vào quỹ hoàn trái và chi ra tiền mặt. Quỹ hoàn trái thường hoạt động một hay hai lần một năm, nhưng các điều khoản mua lại theo quý hay thậm chí theo tháng cũng không có gì quá bất thường. Trong nhiều trường hợp trái phiếu thu hồi bởi quỹ hoàn trái không được xem là đáo hạn mà vẫn “còn sống”, nghĩa là doanh nghiệp vẫn rút ra các khoản lãi suất và sử dụng lãi suất này để mua lại chứng khoán cho quỹ hoàn trái, theo đó gia tăng quỹ hoàn trái theo một tỷ lệ kép.

*Ví dụ:* Một ví dụ quan trọng thể hiện loại sáp đặt này là hai chứng khoán Quỹ hoàn trái 5% của United States Steel, ban đầu có tổng giá trị 504.000.000 đô-la. Trái phiếu ưu tiên thấp niêm yết ở NYSE thường được biết đến ở thị trường trái phiếu với cái tên “thép chìm”. Nhờ thêm lãi suất

1. Một loại hình bồi thường khác xuất hiện trong giao kèo bảo đảm trái phiếu 5% của Reynolds Investing Company, quy định rằng trong trường hợp giá trị tài sản ròng thấp hơn 110% trái phiếu, trái phiếu sẽ đáo hạn và được hoàn tiền vào ngày trả lãi kế tiếp. Khó khăn tương tự trong ứng dụng điều khoản này như trong trường hợp khả năng chi trả đã được thảo luận ở trên.

Hãy lưu ý trường hợp trái phiếu Ủy thác Thế chấp 5% của Alleghany Corporation, đáo hạn năm 1949. Giấy chào mua tuyên bố rằng một hệ số bảo đảm 150% sẽ mang tính bắt buộc. Tuy nhiên, giao kèo quy định rằng việc không thể duy trì biên độ này sẽ không dẫn đến vỡ nợ mà sẽ chỉ dẫn đến việc cấm chi trả cổ tức và bên nhận ủy thác sẽ được phép tịch thu thu nhập từ tài sản sử dụng để thế chấp.

thu được từ trái phiếu vào quỹ, các khoản chi trả thường niên tăng từ 3.040.000 đô-la trong năm 1902 lên 11.616.000 đô-la vào năm 1928. (Năm tiếp theo đó, toàn bộ giá trị lưu hành của chứng khoán này bị thu hồi).

**Lợi ích.** Quỹ hoàn trái thường có hai lợi ích. Việc liên tục giảm quy mô của chứng khoán giúp gia tăng sự an toàn và giúp việc thanh khoản quỹ còn dư tại thời điểm đáo hạn dễ dàng hơn. Điểm quan trọng thứ hai là quỹ hoàn trái sẽ hỗ trợ thị trường thông qua việc lặp lại hành động mua một lượng lớn chứng khoán. Hầu hết tất cả trái phiếu công nghiệp đều có quỹ hoàn trái. Với nhóm tiện ích công cộng thì số lượng doanh nghiệp có quỹ và không có quỹ là tương đương nhau, rất hiếm doanh nghiệp đường sắt có quỹ hoàn trái. Nhưng trong những năm gần đây, quỹ hoàn trái được quan tâm ngày càng nhiều và chỉ có vài chứng khoán ưu tiên cao dài hạn giờ được chào bán mà không quy định bởi quỹ này.<sup>1</sup>

**Nhất thiết phải có trong một số trường hợp.** Trong vài trường hợp, tuyệt đối cần thiết phải có quỹ hoàn trái để bảo vệ trái phiếu. Nhìn chung, điều này đúng khi chứng khoán được đảm bảo chủ yếu bằng các tài sản hao mòn. Trái phiếu phát hành trên cơ sở tài sản của doanh nghiệp mỏ luôn có quỹ hoàn trái, thường theo một tỷ lệ lớn và dựa trên lượng quặng khai thác. Một quỹ hoàn trái có quy mô nhỏ hơn thường xuất hiện trong trường hợp trái phiếu cầm cố bất động sản. Trong tất cả các trường hợp này, về lý thuyết thì cần áp dụng hao mòn hay khấu hao thường niên cho việc giảm nợ dài hạn.

**Ví dụ:** Một ví dụ quan trọng là chứng khoán ưu tiên 1 và hoàn trả lãi suất 5% của Interborough Rapid Transit, đáo hạn năm 1966 – chứng khoán được bảo đảm chủ yếu bằng hợp đồng thuê tài sản thuộc về thành phố New York. Tất nhiên, cần một quỹ hoàn trái để thu về tất cả chứng khoán vào thời điểm hợp đồng thuê đáo hạn năm 1967, vì doanh nghiệp sẽ mất

1. Năm 1933, Hội đồng Thương mại Liên tiểu bang khuyến cáo các công ty đường sắt sử dụng quỹ hoàn trái để thanh toán dần các món nợ hiện đang nợ. Công ty Chicago và North Western Railway theo đó đã công bố một kế hoạch dạng này với các chi tiết không mấy ấn tượng.

hầu hết tài sản và khả năng thu nhập ở thời điểm đó. Tương tự là trường hợp của trái phiếu Tobacco Products lãi suất 6½% đáo hạn năm 2022. Trái phiếu này có giá trị phụ thuộc hoàn toàn vào khoản thu nhập thường niên 2.500.000 đô-la từ American Tobacco theo một hợp đồng thuê đáo hạn năm 2022.

Thiếu một quỹ hoàn trả trong những trường hợp kiểu này luôn dẫn đến vấn đề.

*Ví dụ:* Federal Mining & Smelting Company là một ví dụ bất thường về một doanh nghiệp ngành khai khoáng có cổ phiếu ưu đãi lớn (12.000.000 đô-la) và hơn nữa cổ phiếu ưu đãi không có quỹ hoàn trả. Cổ tức 10 đô-la/cổ phiếu phổ thông năm 1926 dẫn đến kiện tụng để bảo vệ cổ phiếu ưu đãi trước sự sa sút vị thế của nó do nguồn mỏ cạn kiệt cộng với việc doanh nghiệp chia thu nhập tiền mặt cho các chứng khoán ưu tiên thấp. Kết quả của vụ kiện là doanh nghiệp không trả cổ tức cổ phiếu phổ thông đến năm 1937 và phải giành toàn bộ thặng dư lợi nhuận để giảm cổ phiếu ưu đãi. Cổ phiếu ưu đãi này sau đó được thu hồi hoàn toàn vào năm 1939.

Trái phiếu cầm cố tổng quát 4% của Iron Steamboat đáo hạn năm 1932 không có quỹ hoàn trả, dù chắc chắn các tàu mà doanh nghiệp này đang sở hữu sẽ mất dần giá trị. Năm 1902, trái phiếu trị giá 500.000 đô-la được phát hành và là trái phiếu ưu tiên 2 cho toàn bộ tài sản của doanh nghiệp (chủ yếu bao gồm 7 tàu hơi nước nhỏ hoạt động giữa thành phố New York và đảo Coney). Mức độ ưu tiên của chứng khoán này thấp hơn trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 trị giá 100.000 đô-la. Giai đoạn từ năm 1909 đến 1925, doanh nghiệp đã trả cổ tức cổ phiếu phổ thông tổng cộng là 700.000 đô-la và tới năm 1922 đã thu hồi hết trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 nhờ quỹ hoàn trả cho chứng khoán này. Lúc đó, trái phiếu 4% đáo hạn năm 1932 trở thành trái phiếu ưu tiên 1 trên toàn bộ tài sản. Năm 1932, khi doanh nghiệp phá sản, toàn bộ chứng khoán vẫn còn lưu hành. Tài sản cầm cố được bán đấu giá vào tháng 2 năm 1933 ở giá 15.050 đô-la; trên thực tế con số này được chi trả ít hơn 1 xu trên một đô-la cho người giữ trái phiếu. Một quỹ hoàn trả đủ lớn lẽ ra đã có thể thu hồi tất cả chứng khoán

bằng thu nhập của doanh nghiệp. Thực tế thì khoản thu nhập này đã được phân phát hết cho cổ đông.

Khi đánh giá một doanh nghiệp là trường tồn, chứng khoán của doanh nghiệp không nhất thiết phải có quỹ hoàn trái. Điều này không chỉ đúng với trái phiếu đường sắt xếp hạng cao và nhiều trái phiếu tiện ích xếp hạng cao mà còn đúng với hầu hết các nhóm chọn lọc cổ phiếu ưu đãi của các ngành công nghiệp cũ được xếp hạng đầu tư. Ví dụ như cổ phiếu ưu đãi của National Biscuit không có quỹ hoàn trái. Theo đó, ở một góc nhìn rộng hơn, quỹ hoàn trái có thể được xem là đáng mong đợi nhưng không phải lúc nào cũng cần thiết.

**Lựa chọn đầu tư là chứng khoán đáo hạn theo tuần tự.** Có thể đạt được mục đích chung của quỹ hoàn trái nhờ áp dụng cách thức đáo hạn theo tuần tự. Việc thu hồi một phần chứng khoán mỗi năm theo quy định đáo hạn tương ứng với việc giảm chứng khoán lưu hành thông qua mua lại từ quỹ hoàn trái. Chứng khoán đáo hạn theo tuần tự được phát hành tương đối ít và ý kiến phản bác hình thức này chủ yếu về các mức giá thường rất khác nhau tại các thời điểm đáo hạn. Tuy nhiên, với nhóm chứng khoán ủy thác trang thiết bị, đáo hạn theo tuần tự được sử dụng như một nguyên tắc chung. Ngoại lệ này có thể được lý giải bởi thực tế rằng doanh nghiệp bảo hiểm và những định chế tài chính khác là người mua chính các chứng khoán trang thiết bị đó. Với nhu cầu đặc biệt của mình, thời gian đáo hạn đa dạng sẽ thuận tiện hơn. Đáo hạn theo tuần tự cũng thường xuất hiện trong cách thức huy động vốn của chính phủ hay thành phố.

**Vấn đề thực thi.** Thực thi các quy định của quỹ hoàn trái cũng có những vấn đề giống với trường hợp của các giao kèo duy trì vốn lưu động. Việc không chi trả quỹ hoàn trái thường được quy định trong giao kèo như một tình huống vỡ nợ để cho phép bên nhận ủy thác tuyên bố đáo hạn tiền gốc và thực thi quyền thụ lý. Lập luận phản bác cho rằng “biện pháp bồi thường” này là hiển nhiên, và chúng tôi không tìm ra trường hợp nào cho thấy việc thực thi quy định giao kèo khi doanh nghiệp không chi trả quỹ hoàn trái mà chưa bị vỡ nợ lãi suất. Khi doanh nghiệp tiếp tục

chi trả lãi suất nhưng tuyên bố không có khả năng chi trả quỹ hoàn trái, thường thì bên nhận ủy thác và người giữ trái phiếu sẽ không hành động gì và cho phép tích lũy các khoản chưa chi trả. Thường thấy hơn nữa là doanh nghiệp sẽ gửi một đề nghị chính thức đến những người giữ trái phiếu để yêu cầu trì hoãn các khoản chi trả quỹ hoàn trái. Đề xuất như vậy hầu như luôn được đa số người giữ trái phiếu tán thành, vì nếu không trái phiếu sẽ vỡ nợ. Việc này cũng đúng trong trường hợp trái phiếu 5% của Interborough Rapid Transit, như chúng tôi đã đề cập, quỹ hoàn trái là yếu tố bảo vệ không thể thiếu.<sup>1</sup>

Cũng có thể áp dụng đề xuất liên quan đến các giao kèo vốn lưu động trong quy định về quỹ hoàn trái, nghĩa là quyền kiểm soát bỏ phiếu được chuyển cho người giữ trái phiếu trong trường hợp vỡ nợ. Chúng tôi thích cách thỏa thuận mà ở đó người giữ trái phiếu hoặc không làm gì để bảo vệ bản thân hoặc có động thái quyết liệt để buộc doanh nghiệp phá sản.

Việc chúng tôi nhấn mạnh các loại điều khoản bảo vệ phù hợp cho trái phiếu công nghiệp không nhằm hướng người đọc tin rằng sự tồn tại của những điều khoản đó là đủ để bảo đảm an toàn cho chứng khoán. Thực tế không phải vậy. Thành công trong đầu tư trái phiếu phụ thuộc chính vào sự thành bại của doanh nghiệp và các điều khoản trong giao kèo chỉ đóng vai trò phụ. Do vậy, có vẻ nghịch lý khi chứng khoán ưu tiên cao biểu hiện tốt nhất trong giai đoạn khủng hoảng về tổng thể thường có điều khoản giao kèo hay điều lệ không thỏa đáng. Lý do là các chứng khoán tốt nhất là những chứng khoán già cỗi nhất, và ở những thời điểm xa xưa đó, người ta ít chú ý đến các giao kèo bảo vệ hơn ngày nay.

1. Kế hoạch tái điều chỉnh tự nguyện được đề xuất năm 1922 đã trì hoãn các khoản chi trả quỹ hoàn trái với những trái phiếu này trong 5 năm. Khoảng 75% trái phiếu chấp nhận điều chỉnh đó. Các khoản chi trả quỹ hoàn trái bị treo mà không có hình phạt nào trong trường hợp của những chứng khoán bất động sản, theo quy định về trì hoãn trả nợ cầm cố ở nhiều bang. Ví dụ: Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 6% của Harriman Building, đáo hạn năm 1951. Theo quy định của Đạo luật Trì hoãn trả nợ New York, không khoản chi trả quỹ hoàn trái nào được thực hiện giữa những năm 1934 và 1939.

## *Chương 16*

### **GIÁM SÁT CÁC KHOẢN ĐẦU TƯ**

---

**K**hai niệm “đầu tư dài hạn” truyền thống. Trước đây, “đầu tư dài hạn” là một trong các cụm từ về cổ phiếu trong tài chính. Nó mô tả hành động mua của một nhà đầu tư cẩn thận và hành động đó tổng quát có 3 đặc điểm sau: (1) dự định giữ chứng khoán trong thời hạn không xác định; (2) chỉ quan tâm đến thu nhập hằng năm, không quan tâm đến biến động giá trị tiền gốc; và (3) không bị phụ thuộc vào phát triển ảnh hưởng đến doanh nghiệp trong tương lai. Một khoản đầu tư lành mạnh theo định nghĩa phải là thứ được mua, để qua một bên, và bị quên lãng ngoại trừ những ngày trả lãi hay cổ tức.

Cách nhìn truyền thống này yề các khoản đầu tư xếp hạng cao lần đầu thật sự đã đặt dấu hỏi bởi trải nghiệm không tốt đẹp trong giai đoạn khủng hoảng 1920-1922. Thua lỗ xảy ra ở các chứng khoán đã từng được xem là chắc chắn. 7 năm sau, dù nhìn chung là thịnh vượng, đã ảnh hưởng đến các nhóm chứng khoán đầu tư theo nhiều cách khác nhau và khái niệm cũ về chứng khoán hoàn hảo – vốn được gọi là “chứng khoán mạ vàng” – ngày càng bị tổn hại về danh tiếng. Bởi vậy, ngay trước khi thị trường sụp đổ vào năm 1929, một nguyên tắc mới nhận rủi ro phát sinh từ sự đầu tư thiếu cẩn trọng ngày trước và nhu cầu kiểm tra hay giám sát định kỳ cẩn thận tất cả khoản nắm giữ đã xuất hiện tại Phố Wall. Nguyên tắc này đi

ngược lại hoàn toàn với cách làm trước đó và thường được gói gọn trong câu nói: "Không có khoản đầu tư nào là dài hạn".

**Kiểm tra định kỳ các khoản nắm giữ là cần thiết nhưng rắc rối.** Thật khó để nghi ngờ quan điểm mới bởi nó được lý giải bằng thực trạng đầu tư giá trị cố định. Nhưng cũng phải nhìn nhận thẳng thắn rằng nhu cầu giám sát tất cả chứng khoán đồng nghĩa với một cáo buộc nghiêm trọng lên toàn bộ khái niệm đầu tư giá trị cố định. Nếu rủi ro thua lỗ chỉ có thể được tối thiểu hóa bằng cách giám sát, ngoài quá trình lựa chọn khó khăn ban đầu, thì liệu việc đầu tư có trở nên rắc rối hơn nó đáng phải có không? Hãy giả sử rằng một nhà đầu tư điển hình tuân thủ các tiêu chuẩn lựa chọn được khuyến nghị ở đây, sẽ có khoản lợi trung bình  $3\frac{1}{2}\%$  nhờ một danh sách đa dạng các chứng khoán doanh nghiệp. Khoản lợi nhuận  $3\frac{1}{2}\%$  này cao hơn rất nhiều so với con số  $2\frac{1}{2}\%$  có được từ trái phiếu dài hạn của chính phủ Hoa Kỳ và hấp dẫn hơn mức 2 hay  $2\frac{1}{2}\%$  tiền gửi tiết kiệm. Tuy vậy, nếu chúng ta xem xét nỗ lực phải chọn lựa cẩn thận cùng với nỗ lực lớn hơn khi phải liên tục kiểm tra, đồng thời cộng thêm các rủi ro không thể tránh khỏi do giá giảm hay thua lỗ, thì chúng ta có thể có đủ lý do để phản đối việc đầu tư giá trị cố định. Khái niệm cũ về các khoản nắm giữ dài hạn và miễn trừ rắc rối dựa trên cơ sở của một cảm giác hợp lý là nếu một khoản đầu tư lợi nhuận giới hạn không thể miễn trừ rắc rối thì chẳng đáng để đầu tư.

**Tính ưu việt của trái phiếu tiết kiệm của Chính phủ Hoa Kỳ.** Khi cân nhắc một cách khách quan, kinh nghiệm đầu tư ở thập kỷ trước chắc chắn hướng tới việc thoát khỏi lĩnh vực đầu tư giá trị cố định và hướng vào (1) trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ hay tiền gửi tiết kiệm ngân hàng; hoặc (2) các giao dịch rõ ràng mang tính chất đầu cơ, với nỗ lực giảm rủi ro và tăng lợi nhuận bằng kỹ thuật; hoặc (3) tìm kiếm sự kết hợp đặc biệt giữa sự an toàn của tiền vốn và cơ hội kiếm lợi nhuận cao. Với những người bình thường, trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ chắc chắn là phương thức đầu tư giá trị cố định phù hợp nhất. Trên cơ sở lợi tức lãi suất năm 1940, chúng tôi cho rằng tính ưu việt của trái phiếu chính phủ so với những chứng khoán khác khiến chúng trở thành loại hình đầu tư hợp lý duy nhất. Lý do tất yếu

là sự không khả thi của việc thu về lợi nhuận cao hơn nhiều từ các chứng khoán đầu tư (trừ một vài trường hợp đặc biệt không phổ biến) mà không phải chịu rủi ro về tiền vốn – yếu tố khiến khoản đầu tư trở nên không lành mạnh. Bên cạnh đó, quyền mua lại chứng khoán trước ngày đáo hạn là một đặc tính rất đáng giá của trái phiếu. Nếu các nhà đầu tư nhỏ cương quyết từ chối các loại “kế hoạch tiết kiệm” được chào bán với các tên gọi phong phú khác nhau với con số “lợi nhuận bảo đảm” bể ngoài từ 4-6%, và may mắn năm lấy con số 2,9% săn có của trái phiếu tiết kiệm của Chính phủ Hoa Kỳ, chúng tôi tin rằng họ sẽ tiết kiệm được đáng kể về tiền bạc, rắc rối và những khó khăn.

Tuy nhiên, ngay cả khi các vấn đề đầu tư thông thường của hầu hết nhà đầu tư có thể được loại bỏ, nhiều nhà đầu tư sẽ vẫn cần nhắc các loại hình đầu tư giá trị cố định khác. Bao gồm: (1) tất cả các kiểu nhà đầu tư tổ chức như ngân hàng tiết kiệm hay ngân hàng thương mại, công ty bảo hiểm, các cơ quan giáo dục hay nhân đạo; (2) những nhà đầu tư lớn như doanh nghiệp hay các cá nhân giàu có; (3) những người có thu nhập trung bình hầu như chỉ đến từ đầu tư với lợi nhuận tối đa có thể đạt được từ trái phiếu tiết kiệm của Chính phủ Hoa Kỳ chỉ là 2.500 đô-la một năm.<sup>1</sup> Đúng là rất nhiều nhà đầu tư nhỏ sẽ vì lý do nào đó thích đặt một phần tiền đầu tư của mình vào những lựa chọn đầu tư giá trị cố định khác.

Lựa chọn thứ hai, đầu cơ thay vì đầu tư, quá rủi ro cho một người bình thường đang gây dựng vốn từ tiền tiết kiệm hay lợi nhuận kinh doanh. Sự bất lợi từ việc thiếu kiến thức, lòng tham của con người, tâm lý bầy đàn, chi phí giao dịch, lợi thế thông tin của những tay trong và những kẻ thao túng thị trường<sup>2</sup>, tổng hợp lại, sẽ làm mất cân bằng

1. Mức này dựa trên con số tối đa 7.500 đô-la một năm được phép với mỗi cá nhân. Sau năm thứ 10 liên tục đầu tư, một khoản thu nhập thường niên 2.500 đô-la sẽ được tích lũy nhờ đáo hạn một khoản 10.000 đô-la mỗi năm và nhờ thay thế chứng khoán bằng một quyền đăng ký mới có giá trị 7.500 đô-la.

2. Yếu tố này đã được dập bớt nhiều bởi hoạt động của Đạo luật Giao dịch Chứng khoán năm 1934.

nghiêm trọng tính ưu việt trong sáng của lý thuyết của đầu cơ – điều mang đến những cơ hội lợi nhuận đổi lại bằng các rủi ro. Đúng là chúng tôi phản đối việc chấp nhận các rủi ro thua lỗ tiền vốn rõ ràng mà không có cơ hội thu được lợi nhuận bù đắp. Tuy nhiên, chúng tôi không nói rằng đầu cơ có thể thay thế đầu tư, mà cần đầu cơ thông minh trong quan hệ với các hình thái đầu tư rõ ràng là không lành mạnh và khờ dại. Chúng tôi tin rằng, nếu lựa chọn cẩn thận, công chúng sẽ có kết quả tốt hơn từ các khoản đầu tư giá trị cố định so với các hoạt động đầu cơ, ngay cả khi những người này có thể được đào tạo tương đối về tài chính. Có thể kết quả đầu tư sẽ đáng thất vọng; nhưng trong trường hợp đó, kết quả đầu cơ sẽ là thảm họa.

Lựa chọn thay thế thứ ba – tìm kiếm một khoản đầu tư có cơ hội lợi nhuận – món quà mà chúng tôi tin là phù hợp với các tài năng phân tích chứng khoán, nhưng là một mục tiêu rủi ro cho các nhà đầu tư chưa được đào tạo. Những người này có thể dễ tin rằng sự an toàn tồn tại chỉ cần với một lời hứa hẹn, hay nói cách khác, con số thống kê hấp dẫn là không đủ để bảo đảm cho hành động mua.

Do đã xem xét 3 lựa chọn chính sách đầu tư khả dụng với những người có vốn, chúng tôi thấy rằng đầu tư giá trị cố định vào trái phiếu xếp hạng cao và cổ phiếu ưu đãi theo cách truyền thống vẫn là một hoạt động cần thiết và phù hợp với nhiều cá nhân và các định chế. Rõ ràng việc tái nghiên cứu định kỳ các khoản đầu tư là cần thiết để giảm thiểu rủi ro thua lỗ. Vậy có thể áp dụng nguyên tắc và phương pháp thực tế nào khi thực hành hoạt động giám sát này?

**Các nguyên tắc và vấn đề của giám sát hệ thống; đổi sang chứng khoán khác.** Quan niệm phổ biến cho rằng nhà đầu tư nên xem xét các khoản nắm giữ theo định kỳ để xem liệu chúng còn đủ an toàn hay không và nếu hoài nghi về sự lành mạnh của bất kỳ chứng khoán nào, thì cần đổi nó sang một chứng khoán tốt hơn. Khi “đổi” như vậy, nhà đầu tư phải chuẩn bị để chấp nhận một khoản lỗ nhỏ trong khoản nắm giữ bán ra, khoản lỗ mà người này sẽ trừ vào tổng thu nhập đầu tư của mình.

Trong thời kỳ đầu của hoạt động giám sát đầu tư có hệ thống, chính sách này phát huy tác dụng cực tốt. Các chứng khoán xếp hạng cao có xu hướng đeo bám dai dẳng mức giá đã xác lập trước đó và thường không phản ánh vị thế nội tại đang ngày càng giảm cho đến khi ảnh hưởng tiêu cực bị khám phá bởi hoạt động phân tích. Do vậy, nhà đầu tư tinh táo có thể bán những khoản nắm giữ này cho những nạn nhân lơ đãng, không nghi ngờ và bị hấp dẫn bởi danh tiếng của chứng khoán cùng khoản chiết khấu nhỏ có được khi so sánh với những loại chứng khoán khác. Đặc điểm phi nhân tính của thị trường chứng khoán chẳng hề khiến hoạt động này trở thành vết nhơ mà chỉ đơn thuần được nhìn nhận như khoản lời hợp lý cho sự khôn ngoan và hình phạt thích đáng cho việc thiếu thận trọng.

*Gia tăng sự nhạy cảm của giá chứng khoán.* Tuy nhiên, trong những năm gần đây, chứng khoán đầu tư đã mất đi thứ được gọi là “sức i giá” và giá chứng khoán đã phản ánh nhanh chóng bất kỳ phát triển xấu nào. Thực tế này tạo ra một khó khăn nghiêm trọng trong việc thay đổi một cách hiệu quả giữa các chứng khoán để duy trì chất lượng đầu tư. Vào thời điểm sự sút kém thực tế trở nên rõ ràng, chứng khoán có thể đã sụt đến mức giá không chỉ đơn thuần mang tính đầu cơ mà nó còn ở mức thấp hơn so với mức suy giảm hợp lý của thu nhập cơ sở.<sup>1</sup> (Một lý do giải thích cho sự sụt giảm giá quá mức này là xu hướng bắt lợi rő ràng đã xuất hiện và ảnh hưởng nghiêm trọng đến giá hơn cả con số thu nhập tuyệt đối.) Sự lưỡng lự cố hữu của người sở hữu trong việc chấp nhận thua lỗ thể hiện rõ nét bởi niềm tin anh ta sẽ bán chứng khoán ở giá quá thấp, và nhiều khả năng người này sẽ không thể tránh được việc buộc phải chấp nhận đầu cơ chứng khoán đó.

**Biên độ an toàn lớn là bảo hiểm cho sự thiếu chắc chắn.** Cách duy nhất xử lý hiệu quả khó khăn này là tuân theo những lời khuyên tốt khi

---

1. Rất nhiều trái phiếu đường sắt đã chứng minh chúng là ngoại lệ cho phát biểu này từ năm 1933. Ví dụ: Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 4% của Baltimore và Ohio Railroad, đáo hạn năm 1948, bán ở giá  $109\frac{1}{2}$  năm 1936, dù rằng biên độ trên tổng chi phí lãi vay lâu nay đã quá nhỏ. Năm 1938, những trái phiếu này được bán ở giá  $34\frac{1}{4}$ .

lựa chọn khoản đầu tư ngay từ ban đầu. Mức độ an toàn của chứng khoán, được thể hiện bằng các đo lường định lượng, phải cao hơn tiêu chuẩn tối thiểu trong trường hợp suy giảm nghiêm trọng trước khi vị thế của nó bị đặt dấu chấm hỏi. Chính sách này giúp giảm tỷ lệ chứng khoán mà nhà đầu tư về sau sẽ ngờ về một con số rất nhỏ đồng thời cho phép nhà đầu tư đó đổi chứng khoán khi con số chứng khoán thể hiện vẫn còn khá thuyết phục. Do vậy, cơ hội giữ được thị giá vẫn cao hơn.

*Ví dụ và kết luận.* Giả sử rằng nhà đầu tư mua một chứng khoán như Giấy nợ 5% của Liggett & Myers Tobacco đáo hạn năm 1951 với hệ số bảo đảm thu nhập cao gấp 20 lần trong giai đoạn 1934-1938, khi so sánh với con số yêu cầu tối thiểu là 3 lần. Nếu sụt giảm lợi nhuận doanh nghiệp làm giảm hệ số bảo đảm xuống còn 4 lần, người này có thể sẽ chuyển sang một chứng khoán khác (nếu tìm được) có lãi suất từ 8-10 lần. Với giả định này, anh ta sẽ có một cơ hội tốt để bán được trọn giá chứng khoán Liggett & Myers, vì các chỉ số của doanh nghiệp này vẫn rất ấn tượng. Nhưng nếu ảnh hưởng của xu thế thu nhập giảm làm giảm mạnh thị giá, người này có thể quyết định vẫn giữ chứng khoán thay vì chấp nhận khoản lỗ đáng kể đó. Làm như vậy, anh ta sẽ có thể cảm thấy rằng khoản đầu tư không gặp nguy hiểm.

Chính sách đòi hỏi biên độ an toàn cao này đặc biệt hữu ích nếu giai đoạn khủng hoảng nghiêm trọng và tình trạng thị trường lộn xộn xảy đến bất ngờ. Tuy nhiên, sẽ không thực tế khi khuyến nghị cách làm này trở thành tiêu chuẩn thực hành cho tất cả nhà đầu tư, vì nguồn cung những chứng khoán cực kỳ vững chắc quá ít, và vì, nhìn sâu hơn thì chính sách này đi ngược lại bản chất con người của nhà đầu tư khi nó yêu cầu các hành động để phòng cực kỳ cẩn thận trước sự sụp đổ trong tương lai khi mà thị trường hiện tại vẫn đang rất lạc quan.<sup>1</sup>

---

1. Tuy nhiên, chúng tôi nhắc nhở độc giả không nên cho rằng hệ số bảo đảm chi phí lãi vay lớn sẽ hoàn toàn bảo đảm cho sự an toàn. Thua lỗ từ hoạt động kinh doanh có thể loại bỏ biên độ an toàn dù nó có cao đến đâu đi nữa. Do đó, sự ổn định nội tại là một yếu cầu cốt yếu, như chúng tôi đã nhấn mạnh trong ví dụ của Studebaker trong Chương 2.

**Chính sách thời khủng hoảng.** Giả sử nhà đầu tư chỉ hành động cẩn trọng vừa đủ khi lựa chọn các khoản đầu tư giá trị cố định, người này sẽ thu lợi thế nào và nên sử dụng chính sách nào trong giai đoạn khủng hoảng? Nếu khủng hoảng nhẹ, các khoản đầu tư của anh ta nói chung chỉ bị ảnh hưởng chút ít và còn ít hơn khi nhìn từ vị thế nội tại. Nếu các điều kiện giống với giai đoạn năm 1930-1933, anh ta không thể hy vọng thoát khỏi tình trạng rót giá nghiêm trọng và cảm thấy bất an cho sự an toàn của khoản anh ta nắm giữ. Nhưng bất kỳ chính sách đầu tư giá trị cố định hợp lý nào cũng dựa trên giả định rằng biên độ xáo trộn của giai đoạn 1930-1933 về bản chất là bất thường và không cần đặc biệt cảnh giác trong tương lai. Nếu chấp nhận trải qua giai đoạn 1921-1922 và 1937-1938 như những trường hợp “khủng hoảng nghiêm trọng định kỳ” điển hình, một danh sách đầu tư được lựa chọn kỹ sẽ trở nên giá trị trong một giai đoạn như vậy. Nhà đầu tư không nên trong cơn hoảng loạn mà bán đi các chứng khoán có số liệu quá khứ tốt do giảm thu nhập hiện thời. Tuy nhiên, anh ta có thể phải đặc biệt chú ý đến vấn đề cải thiện chất lượng của chứng khoán, và trong nhiều trường hợp, anh ta có thể thu về một ít lợi nhuận bằng cách đổi sang chứng khoán đã được lựa chọn cẩn thận.

Trải nghiệm “suy thoái” năm 1937-1938 làm vững chắc thêm phân tích trước đó. Thực tế, tất cả chứng khoán ưu tiên cao đáp ứng được yêu cầu chặt chẽ của chúng tôi vào cuối năm 1936 đã qua giai đoạn sụt giảm mà nhìn chung không bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Nhưng những trái phiếu được bán với giá cao bất chấp hệ số bảo đảm thu nhập không hợp lý – đặc biệt là một số lượng lớn chứng khoán đường sắt – đã bị mất giá nghiêm trọng.

**Các nguồn tư vấn và giám sát đầu tư.** Giám sát chứng khoán liên quan đến câu hỏi về người thực hiện và cách thực hiện. Nhà đầu tư có rất nhiều lựa chọn đại diện khác nhau cho mục đích này, trong đó, những lựa chọn quan trọng nhất là:

1. Bản thân nhà đầu tư.
2. Ngân hàng thương mại.

3. Ngân hàng đầu tư (hay bên bảo lãnh).
4. Công ty Sàn giao dịch chứng khoán New York.
5. Phòng cỗ vấn của một công ty ủy thác lớn.
6. Dịch vụ cỗ vấn hay giám sát đầu tư độc lập.

Hai đại diện cuối cùng thu phí dịch vụ, còn 3 đại diện nằm trước đưa ra tư vấn và thông tin miễn phí.<sup>1</sup>

*Tư vấn từ ngân hàng thương mại.* Nhà đầu tư không nên là người tư vấn duy nhất cho bản thân mình trừ khi người này được đào tạo và trải nghiệm đầy đủ để có thể tư vấn chuyên nghiệp cho những người khác. Trong hầu hết các trường hợp, người này ít nhất cần bổ sung vào đánh giá của mình bằng cách bàn bạc với những người khác. Cách thức đề nghị tư vấn từ một ngân hàng được sử dụng rộng rãi và chắc chắn mang lại lợi ích rất to lớn, đặc biệt với nhà đầu tư nhỏ. Nếu tuân thủ một cách nhất quán, đó sẽ là phương thức bảo vệ gần như hữu hiệu khỏi những mưu mẹo của những tay bán cổ phiếu đang gây áp lực cao và các công ty mới khởi sự với viễn cảnh “trời xanh” không giá trị.<sup>2</sup> Tuy nhiên, liệu chuyên viên ngân hàng thương mại có phải là cỗ vấn phù hợp cho nhà đầu tư hay không cũng là điều đáng ngờ. Dù rằng đánh giá của chuyên viên ngân hàng thường hợp lý, nhưng kiến thức về chứng khoán của anh ta nhiều khả năng còn hạn chế và không thể kỳ vọng anh ta giành đủ thời gian để phân tích kỹ lưỡng các chứng khoán và vấn đề của khách hàng.

*Tư vấn từ ngân hàng đầu tư.* Có những lập luận phản bác loại hình dịch vụ tư vấn khác của ngân hàng đầu tư. Một định chế có các chứng khoán cần bán sẽ không thể đưa ra những chỉ dẫn hoàn toàn vô tư. Dù có

1. Có nhiều doanh nghiệp giao dịch chứng khoán ngày nay thực hiện tư vấn có trả phí.

2. Dưới sự giám sát của SEC, “các công ty mới khởi sự với viễn cảnh trời xanh” hầu như đã biến mất khỏi thương mại liên tiểu bang, và bị thay bằng các doanh nghiệp nhỏ nhưng được thừa nhận một cách chính thống, những doanh nghiệp này bán cho công chúng với giá cực kỳ cao. Rất nhiều dạng gian lận vẫn khá thịnh hành và có thể thấy trong báo cáo năm 1938 của Cục Kinh doanh Tốt hơn của thành phố New York.

đạo đức đến đâu, sức ép về lợi ích bản thân sẽ ảnh hưởng đến đánh giá của ngân hàng. Thực tế này đặc biệt đúng khi lời khuyên được đưa ra bởi người bán trái phiếu có nguồn sống phụ thuộc vào việc thuyết phục khách hàng mua chứng khoán đang “e” của doanh nghiệp. Đúng là những đơn vị bảo lãnh phát hành danh tiếng gắn kết bản thân họ ở một mức độ nhất định với trách nhiệm tài chính của khách hàng. Nỗ lực cung cấp cho khách hàng những lời khuyên lành mạnh và bán cho họ những chứng khoán phù hợp không chỉ đến từ tiếng gọi thực hành kinh doanh tốt mà còn đến từ áp lực của nghĩa vụ phải tuân theo quy tắc đạo đức nghề nghiệp.

Dù vậy, bán chứng khoán không phải nghề nghiệp mà là việc kinh doanh và nó phải được thực hiện như một hoạt động kinh doanh. Dù rằng trong một giao dịch điển hình, người bán sẽ có lợi khi trao cho người mua đầy đủ giá trị và sự thỏa mãn, tuy nhiên, có nhiều trường hợp điều này sẽ mâu thuẫn nghiêm trọng với quyền lợi của họ. Do đó, sẽ không thực tế và không công bằng khi yêu cầu ngân hàng đầu tư hành động như những cố vấn công tâm với người mua chứng khoán; và nói chung thì sẽ không thông minh khi nhà đầu tư phụ thuộc vào tư vấn của người bán chứng khoán.

*Tư vấn từ công ty trên Sàn giao dịch chứng khoán New York.* Phòng đầu tư của các doanh nghiệp trên Sàn giao dịch chứng khoán lớn thể hiện một bức tranh có phần khác. Dù rằng có lợi ích từ giao dịch của khách hàng, tư vấn của các công ty này nhiều khả năng có tính thận trọng và công tâm toàn diện hơn. Các sàn giao dịch chứng khoán thường không sở hữu chứng khoán để bán. Cho dù đôi khi các công ty này tham gia vào các giao dịch bán – những giao dịch mang về nhiều tiền hơn một món hoa hồng thị trường thông thường, sự hữu dụng của họ trong việc đầy các chứng khoán đơn lẻ sẽ ít hơn so với công ty bảo lãnh, những đơn vị thực sự sở hữu các chứng khoán. Sau cùng thì bộ phận kinh doanh đầu tư hay phòng trái phiếu của doanh nghiệp trên Sàn giao dịch chứng khoán có lẽ đóng vai trò biểu tượng của danh tiếng hơn là một đơn vị sinh lợi. Những lý lẽ cáo buộc họ là các đơn vị đầu cơ phần nào được đáp trả bằng các dịch vụ cần thiết mà họ mang đến cho những nhà đầu tư cẩn thận. Kết quả là, nhà đầu tư

tìm kiếm lời tư vấn từ một doanh nghiệp trên Sàn giao dịch chứng khoán lớn khi mua một lượng nhỏ trái phiếu nhiều khả năng sẽ nhận được nhiều thời gian và lưu tâm hơn so với số hoa hồng phải trả. Phải thừa nhận rằng cách làm có tính sinh lợi này là một phương thức gián tiếp để chào bán các dịch vụ, vì một tỷ lệ nhất định người mua trái phiếu sau đó sẽ phát triển thành những người giao dịch cổ phiếu tích cực. Thay mặt những Sàn giao dịch chứng khoán, có thể nói rằng họ chẳng phải bỏ ra chút nỗ lực nào để thuyết phục khách hàng trái phiếu đầu cơ vào cổ phiếu, nhưng bầu không khí của văn phòng môi giới có lẽ không vì thế mà mất đi ảnh hưởng hấp dẫn của mình.

*Tư vấn từ dịch vụ cổ vấn đầu tư.* Dù ý tưởng đưa ra tư vấn trả phí không phải là mới, nó chỉ phát triển gần đây thành một hoạt động tài chính quan trọng. Công việc hiện được thực hiện bởi các phòng ban đặc biệt của các công ty ủy thác lớn, bởi các đơn vị dịch vụ thống kê và bởi các công ty tư nhân tự phong mình là cổ vấn hay tư vấn đầu tư. Lợi thế của các đơn vị này là họ hoàn toàn công tâm, không hướng lợi gì từ việc bán chứng khoán hay bất kỳ khoản hoa hồng nào trên giao dịch khách hàng. Điểm bất lợi chính là chi phí dịch vụ, trung bình khoảng  $\frac{1}{2}\%$  một năm trên tiền vốn. Khi áp dụng vào số vốn đầu tư, chi phí này sẽ chiếm khoảng  $\frac{1}{7}$  hay  $\frac{1}{8}$  thu nhập hằng năm – một khoản được coi là rất lớn.

Để mức phí này bớt nặng nề hơn, một số nhà tư vấn đầu tư cá nhân cố gắng dự đoán hướng đi chung của thị trường trái phiếu và đưa ra lời khuyên cho khách hàng về việc nên mua hay bán. Liệu nhà đầu tư giao dịch trái phiếu theo cách nắm bắt các thay đổi thị trường có thể thực hiện thành công hay không vẫn còn là dấu chấm hỏi. Nếu có thể dự đoán giá thị trường trái phiếu thì cũng có thể dự đoán giá cổ phiếu, và sẽ có những lợi thế về kỹ thuật nhất định khi giao dịch cổ phiếu thay vì giao dịch trái phiếu. Chúng tôi nghi vấn độ tin cậy về năng lực dự đoán hành vi của thị trường, dù là thị trường trái phiếu hay cổ phiếu, của bất kỳ đơn vị trả phí nào. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng bất cứ nỗ lực đưa ra lời khuyên lựa chọn các đầu tư đơn lẻ xếp hạng cao và xu hướng giá trái phiếu cơ bản nào đều không hợp

lý và rối rắm. Cũng như chuyện nhà đầu tư muốn có khả năng mua đúng thời điểm và bán khi giá chuẩn bị rớt, kinh nghiệm cho thấy khả năng thực hiện thành công nỗ lực này của anh ta là không cao và do thêm yếu tố giao dịch vào các hoạt động đầu tư, anh ta sẽ làm gián đoạn lợi nhuận thu nhập từ vốn đầu tư của bản thân và không tránh khỏi việc chuyển định hướng sang đầu cơ.

Chưa rõ liệu lời khuyên trả phí trong lĩnh vực đầu tư các chứng khoán xếp hạng cao tiêu chuẩn có hiệu quả mỹ mãn hay không, vì lợi nhuận thu nhập của chúng tương đối nhỏ. Trong đầu cơ, lập luận phản đối tư vấn trả phí cho rằng nếu người cố vấn biết mình đang nói gì thì anh ta sẽ chẳng bận tâm đến chuyện làm tư vấn nữa. Có thể nghề cố vấn chứng khoán sẽ có tính thực tiễn cao trong vai trò trung gian môi giới. Trong vai trò này, người cố vấn sẽ phải xử lý các khoản đầu tư bị giảm giá, đề xuất các giao dịch mua bán có lợi và khuyến nghị nhà đầu tư mua các chứng khoán giá hời được bán với giá thấp hơn nhiều so với giá trị nội tại.

**Phần III**

**CHỨNG KHOÁN ƯU TIÊN CAO  
VỚI ĐẶC TÍNH ĐẦU CƠ**

---

## *Giới thiệu Phần III*

# **“MÁU VÀ ĐÁNH GIÁ”**

J. EZRA MERKIN

---

**N**ếu cái tên Graham và Dodd là tấm bùa cho những nhà đầu tư giá trị, trên thực tế họ là một linh thần cho những người tập trung vào các doanh nghiệp phá sản. Rốt cuộc, đầu tư phá sản hay đầu tư vào doanh nghiệp khó khăn tài chính có lẽ là hình thái đầu tư giá trị thuần túy nhất, là ngôi nhà tự nhiên cho những người nghiên cứu học thuyết của Graham và Dodd một cách nghiêm túc. Trên thực tế, đầu tư khủng hoảng là một hình thái đầu tư giá trị có chiết khấu rất cao. Cựu phi hành gia và Tổng Giám đốc hàng hàng không Frank Borman đã từng nói “tư bản mà không có phá sản thì giống như Thiên Chúa Giáo mà không có địa ngục”. Phá sản không chỉ là một đặc tính tự tại của bức tranh rủi ro, mà thuật ngữ “đầu tư khủng hoảng” có thể là dư thừa với các môn đồ thực sự của Graham và Dodd. Vì một người quan sát bình thường không thấy chứng khoán phá sản hay gần phá sản là một thiên đường an toàn, chúng ta cần nắm rõ hơn cách hiểu của các tác giả về “đầu tư” và cách nó gắn với các đặc điểm của đầu tư khủng hoảng. Theo hướng đó, rõ ràng đầu tư khủng hoảng là một phạm trù Graham và Dodd kinh điển.

Ngày nay, bạn có thể dễ dàng lên mạng và mua 100 cổ phiếu của Microsoft hay Apple, và chúng tôi muốn nói rằng những người thực hiện điều này đã đầu tư vào những công ty đó. Graham và Dodd có thể sẽ phản đối kết luận này. Họ nhìn nhận đầu tư như “một từ dùng chung tiện lợi để nói trại – về mong muốn các giao dịch hối tạp được tôn trọng”. Đối với các

tác giả, đầu tư trái ngược với đầu cơ, và họ tranh luận rằng: “Người tham gia các giao dịch tài chính cần biết họ đang đầu tư hay đầu cơ và, nếu là đầu cơ, cần bảo đảm rằng khoản đầu cơ này chính đáng.”

Do đó, các tác giả cảnh báo rằng “nên mua trái phiếu trên cơ sở khủng hoảng” vì một lựa chọn đầu tư không thể lành mạnh trừ khi nó có thể chịu được nghịch cảnh thực sự. Hãy nghĩ về phát biểu đó: Trên cơ sở khủng hoảng. Ngoài ra, mặc dù Graham và Dodd mang đến lợi ích cho độc giả bao gồm phân tích, các ví dụ, biểu đồ và lời khuyên, họ vẫn cẩn trọng phát biểu rằng “đầu cơ cổ phiếu” mà có lẽ đa phần là giao dịch mua và bán chứng khoán do người Mỹ thực hiện ngày nay “không nằm trong phạm vi của cuốn sách này”. Gần 7 thập kỷ sau phiên bản hai của Graham và Dodd, và thậm chí xa hơn là cuộc Đại Khủng hoảng năm 1929, chưa nói đến quan niệm tư duy dài hạn, ngôn ngữ chặt chẽ đầy kỷ luật không được những nhà đầu tư đương đại lắng nghe (chưa kể đến nhà đầu cơ). Rất nhiều người lặp lại câu thần chú của đầu tư giá trị nhưng chỉ rất ít – thậm chí trong số những người đánh giá cao trí tuệ của phương pháp này – kiên định thực hành nó. Rất dễ mắc kẹt trong đám đông khi thị trường bùng nổ, và càng khó hơn khi nghĩ về giá trị thực của chứng khoán.

Sự hấp dẫn của đầu cơ thường xuất hiện, khi tính năng nổ khiến thị trường sôi sục hơn với định giá được lý giải bởi phân tích cơ bản. Không dễ đứng ngoài cuộc chơi khi những người khác đang bận rộn làm giàu. Trong thế hệ của chúng tôi, có lẽ ví dụ kinh điển nhất về đầu cơ chỉ để đầu cơ đến từ cơn sốt dot-com. Khi đó, sự cẩn trọng nhường chỗ cho sự hào hứng và những đề nghị chào mua vốn có vẻ nực cười trở nên hợp lý đến lạ lùng. Nó giống như khi Julie Lớn, trong vở nhạc kịch Broadway Gã trai và Con búp bê thách thức Nathan Detroit bằng một trò chơi với vẫn với một viên xúc xắc không có dấu chấm, ngoại trừ những thứ mà Julie Lớn tuyên bố có thể thấy.

Đầu năm 2000, ở gần đỉnh thị trường, Arthur J. Samberg – Giám đốc quỹ đầu tư phòng hộ danh giá Pequot Capital Management đồng thời là một nhà đầu tư công nghệ hàng đầu, chia sẻ về 4 cổ phiếu yêu thích của mình. (Đó là Critical Path, Double Click, Kana Communications, và Message Media). Những người theo trường phái Graham và Dodd cẩn

thận phát biểu rằng “ý tưởng yêu thích một cổ phiếu phổ thông hoàn toàn độc lập với giá đường như rất ngớ ngẩn” (trang 359) hẳn sẽ sững sốt với tuyên bố của Samberg:

*Tôi sẽ không cho bạn bất kỳ con số nào. Tôi sẽ không cho bạn bất kỳ mức giá nào. Tôi sẽ không nói với bạn chứng khoán nào sẽ thành công hay thất bại. Tôi nghĩ rằng tất cả đều là những công ty khá tốt, và nếu bạn mua một gói những chứng khoán này trong vòng 3 hay 4 năm, bạn sẽ thu lời tốt... Lúc nào tôi cũng nghe thấy câu chuyện đó, về việc nó bong bóng thế nào, thật buồn cười. Nếu bạn chỉ sử dụng những con số, thứ nhất, bạn sẽ không mua chúng, điều này khả năng sẽ tốt với một số vài người. Nhưng bạn sẽ không bao giờ hiểu được những thay đổi lớn đang diễn ra và những gì đang chờ ta phía trước.*

Các tác giả sẽ phản đối thế nào! *Tôi sẽ không cho bạn bất kỳ con số nào?* Nhưng con số là những tài liệu thô trong quá trình tìm kiếm giá trị của Graham và Dodd. *Tôi sẽ không cho bạn bất kỳ giá nào?* Việc chứng khoán có còn hấp dẫn để mua hay không nằm trong mối tương quan giữa giá và giá trị. Hầu như bất kỳ chứng khoán nào, dù tính chất ra sao, rẻ hay đắt đều phụ thuộc vào chuyện bạn trả bao nhiêu cho nó.<sup>1</sup>

Những nhà đầu tư khủng hoảng luôn tuyên bố mình trung thành với Graham và Dodd. Họ làm quen với tư thế khổ hạnh của hai tác giả và tin vào những câu thần chú của hai tác giả. Họ không mơ về “chứng khoán lãi gấp 10 lần” cho dù, trong một số trường hợp hiếm hoi, chúng có thể xuất hiện. Ý tưởng ở đây là tìm ra những tài sản giá trị hay các công ty vốn sinh lợi và chưa nợ nhiều đến mức dòng tiền không còn đủ sức chống đỡ.<sup>2</sup>

1. Mason Hawkins và Staley Cates thuộc quỹ gia đình Longleaf, nằm trong số những người theo trường phái Graham và Dodd thành công nhất trong thời đại của chúng tôi, nhấn mạnh vào thứ được gọi là hệ số giá-giá trị của cổ phiếu mà họ mua. Họ “thường nói về việc mua doanh nghiệp với ‘60% giá trị nội tại hoặc ít hơn’ giống như đang tụng một bài kinh tôn giáo. Nhưng phương pháp của họ hiệu quả”. Steven Goldberg, “Want to Win at Fund Investing? Learn from Longleaf” (tạm dịch: Muốn thắng ở đầu tư quỹ? Bài học từ Longleaf), Kiplinger.com, 22 tháng 5 năm 2007.

2. Điều này đặc biệt đúng nhiều hơn với các vụ tái cơ cấu so với các vụ thanh lý, sự khác biệt tôi sẽ nói rõ hơn ngay sau đây.

Biên độ an toàn của Graham và Dodd đòi hỏi các nhà đầu tư phải nghiên cứu kỹ lưỡng bảng cân đối kế toán và thu nhập dự kiến. Họ thực hiện nhiệm vụ phân tích mà các tác giả đã đề xuất, áp dụng cùng kỹ năng, nghiên cứu cùng tài liệu. Với họ, bảng cân đối kế toán là hạng mục quan trọng nhất, quan trọng hơn nhiều so với các con số thu nhập mà chẳng còn cần thiết nữa, vì hầu hết doanh nghiệp phá sản sẽ không có thu nhập. Graham và Dodd giành Phần VI của phiên bản năm 1940 để phân tích bảng cân đối kế toán. Trong bối cảnh đầu tư vốn cổ phần, các tác giả định giá chứng khoán bán thấp hơn tài sản ngắn hạn hay giá trị thanh lý. Họ nói rằng: "Khi một cổ phiếu liên tục được bán dưới giá trị thanh lý, thì hoặc là giá của nó quá thấp hoặc là nên thanh lý công ty đó." Nếu mua một chứng khoán dưới giá trị thanh lý, bạn sẽ không chịu ảnh hưởng xấu, thậm chí nếu nó thực sự bị thanh lý. Điều này đúng với các cổ đông; và càng đúng hơn với những chủ nợ – những người xếp trước cổ đông trong thứ bậc trái quyền.

## TÍNH MUÔN MÀU CỦA PHÁ SẢN

Tôi muốn đề xuất một cách phân loại đầu tư phá sản mà tôi tin là nhất quán với cách tiếp cận của Graham và Dodd. Chúng tôi thấy rằng có hai loại phá sản, thực tế là ba. Trước tiên (1) là thanh lý – hình thái thuần Graham và Dodd nhất khi nhà đầu tư mua một chứng khoán cuối cùng chỉ để thu về tiền mặt (hay gần như toàn là tiền mặt). Đây là cuộc chơi tỷ lệ-lợi nhuận, khi nhà đầu tư đưa ra đánh giá là bảng cân đối kế toán sẽ hỗ trợ việc phân phối tiền mặt cao hơn mức giá hiện tại của chứng khoán. Hơn nữa, sự phân phối tiền mặt này sẽ diễn ra đủ nhanh để tạo ra một tỷ lệ lợi nhuận đủ bù đắp cho rủi ro liên quan. Thứ hai, tái cấu trúc, loại phá sản sẽ xuất hiện dưới hai hương vị: (2) những vụ tái cấu trúc sinh ra tiền mặt và chứng khoán và (3) những vụ tái cấu trúc trong đó mục tiêu của nhà đầu tư là kiểm soát doanh nghiệp tái cấu trúc. Ở loại phá sản thứ hai, "tiền mặt và chứng khoán" có thể bao gồm rất nhiều loại giấy tờ: nợ ưu tiên cao, nợ ưu tiên cao vị thế thấp, nợ nhóm trung, nợ ưu tiên thấp, cổ phiếu ưu đãi, và vốn cổ phần. Loại phá sản thứ ba, tại đó nhà đầu tư tìm kiếm quyền kiểm soát, là cực đối lập của loại hình thanh lý mà ở đó nhà đầu tư hy vọng kiểm lời từ việc kiểm soát một công ty đang hoạt động hơn là nhảy vào thu hoạch từ quá trình bán các

mảnh rời của doanh nghiệp. Loại phá sản đầu tiên và thứ ba theo khái niệm thì đơn giản hơn về cấu trúc, không giống với tái cấu trúc tiền mặt và chứng khoán – loại có mục tiêu trước mắt (lấy chút tiền mặt ra khỏi doanh nghiệp ngay từ đầu và sau đó hy vọng tương lai doanh nghiệp đó sẽ sinh lời) nhưng phức tạp nhất về cấu trúc.

Trong hầu hết các trường hợp đầu tư khủng hoảng, các giai đoạn nắm giữ bắt đầu một hay hai năm và có thể kéo dài hơn – dài hơn rất nhiều khi nhà đầu tư nắm quyền kiểm soát doanh nghiệp. Charles Dickens từng viết cho một người bạn về nhân vật mà ông yêu thích nhất là “kẻ lêu lổng có khả năng chuyển đổi bản thân trong nháy mắt và ngay lập tức được mọi người tán thưởng”. Tuy vậy, bản chất của đầu tư khủng hoảng không phải là hiện thực hóa mục tiêu trong nháy mắt hay thậm chí trong một hay hai quý. Chắc chắn quá trình sẽ kéo dài, và nhà đầu tư không thể dễ dàng chờ đến cuối quá trình để mua vì sản phẩm thường thiếu thanh khoản hơn trước đó rất nhiều khi nhà đầu tư hy vọng sẽ tích lũy đủ chứng khoán để chiếm quyền kiểm soát.

Trên thực tế, nhà đầu tư phá sản hành động như một người ấp trứng, mua nòng nọc và bán ếch. Trong các vụ thanh lý, ếch rất xanh: nhà đầu tư nhận tiền mặt và, đôi khi, một lượng nhỏ nợ ưu tiên cao; trong các vụ tái cấu trúc thì ngược lại, nhà đầu tư có thể nhận được một mớ hỗn độn hoặc thứ mà tôi thích gọi là “túi tóm”, túi này có tiền mặt, nợ ưu tiên cao, nợ ưu tiên thấp và vốn cổ phần mới trong công ty tái cấu trúc. Ở điểm tận cùng, khi những con ếch xanh nhất – trong một thương vụ thanh lý – nhà đầu tư cần thiết sẽ tạo tiền mặt có chiết khấu, bù đắp cho thời gian và rủi ro người này phải chịu đựng. Khi nhà đầu tư chuyển từ thanh lý sang tái cấu trúc kiểm soát, người này di chuyển ra khỏi phân tích báo cáo tài chính truyền thống của Graham và Dodd để sang các hoạt động mang nhiều tính đầu cơ hơn. Nhà đầu tư khủng hoảng kết hợp phân tích tài chính cấu trúc vốn của doanh nghiệp với phân tích pháp lý về quyền và đặc quyền của người giữ trái phiếu ở từng cấp độ của cấu trúc vốn. Như hai tác giả đã ghi chú, có thể cần đến kiện tụng để “tháo gỡ khó khăn” khi “chủ nợ... thuộc về các nhóm khác nhau có xung đột về lợi ích.” Kết hợp phân tích tài chính và phân tích pháp lý là tối quan trọng. Khi nhà đầu tư khủng hoảng nghiên cứu một lựa chọn đầu tư, tính linh hoạt tài chính của họ được định hình và giới hạn bởi các bối thường pháp lý sẵn có trong các giao kèo cụ thể,

hợp đồng lớn hơn và luật phá sản; cùng lúc đó, những kết quả có thể đạt được về tài chính bao quanh quyền hợp pháp của họ.<sup>1</sup> Nói cách khác, nhà đầu tư khủng hoảng kiểm tra chéo giữa khả năng pháp lý với khả năng tài chính. Khi tìm thấy một sự phù hợp như mong muốn, họ sẽ đầu tư.

Một vài ví dụ gần đây (và không gần đây lắm) trong đầu tư khủng hoảng cho thấy một ý kiến về thứ diễn ra trong lĩnh vực này. Những ví dụ đó cũng cho chúng ta thấy rằng, mặc dù những nhà đầu tư cá nhân có thể thành công trong việc chọn lựa cổ phiếu, họ sẽ gặp khó khăn hơn nhiều khi tham gia vào đầu tư khủng hoảng. Đầu tư hiệu quả trong quá trình phá sản thường đi kèm các chi phí về thời gian và nguồn lực – yếu tố vượt ra khỏi năng lực của họ.

## CÁC TRƯỜNG HỢP THANH LÝ

### **Texaco: Một trường hợp gần như phá sản**

Trong một thương vụ thanh lý thông thường, các chủ nợ ưu tiên cao được trả lại nhiều nhất tùy theo lượng tài sản của doanh nghiệp; đôi khi, may mắn nhận được một phần chia có ý nghĩa đến cả với những chủ nợ không bảo đảm. Trong một số trường hợp hiếm hoi, chủ nợ không được bảo đảm thậm chí còn được trả đầy đủ, vốn cổ phần cũng không bị xóa sổ. Câu chuyện rất đặc biệt về Texaco – thành lập năm 1901 dưới tên gọi Texas Fuel Company, cuối cùng được sáp nhập với Chevron sau đó một thế kỷ – cho chúng ta những bài học hữu ích về thanh lý; thậm chí dù Texaco không bị thanh lý và bất chấp nộp đơn phá sản, doanh nghiệp này chưa bao giờ vỡ nợ. Sau cùng, Texaco là ví dụ quan trọng nhất cho việc sử dụng Luật Phá sản như một cánh cửa thoát hiểm để né tránh những trách nhiệm pháp lý và hợp đồng.<sup>2</sup>

1. Khi Graham và Dodd viết *Phân tích chứng khoán*, Đạo luật Phá sản năm 1898 được biết đến với tên gọi “Đạo luật Nelson” là đạo luật hiện thời. Mặc dù quy trình phá sản đã thay đổi từ đó, việc áp dụng quy tắc phá sản và một số chỉnh sửa về sau, gần đây nhất là Đạo luật Ngăn ngừa Lạm dụng Phá sản và Bảo vệ Người tiêu dùng năm 2005, nhưng những thay đổi pháp lý này không làm giảm đi giá trị của các nguyên tắc tổng quát do hai tác giả đưa ra.

2. Tờ *Times*, “Bankruptcy as an Escape Hatch” (tạm dịch: Phá sản như một Cánh cửa thoát hiểm), ngày 5 tháng 3 năm 1984.

Đầu tư khủng hoảng nhìn chung liên quan đến việc mua những công cụ nợ của một doanh nghiệp đang gặp vấn đề, vì trong hầu hết các vụ phá sản, vốn cổ phần sẽ bị xóa sổ. Tuy nhiên, mọi chuyện không phải lúc nào cũng vậy, và đôi khi một nhà đầu tư sắc sảo có thể kiếm lợi nhuận từ vốn cổ phần của một doanh nghiệp khủng hoảng, như Carl Icahn mô tả trong trường hợp của Texaco. Đây là nguyên nhân dẫn đến gia dầu mỏ này đến bước đường phá sản.

Năm 1984, Texaco mua lại Getty Oil Company, nhưng nó bị Pennzoil kiện. Pennzoil cho rằng Texaco đã can thiệp vào hợp đồng ưu tiên mua Getty. Năm tiếp theo, ban hội thẩm quyết định Texaco sai và cho Pennzoil hưởng mức tiền phạt 10,3 tỷ đô-la. Để đáp ứng phán quyết này, Texaco sẽ phải phát hành trái phiếu hàng tỷ đô-la, điều mà công ty này không thể làm. Do đó, năm 1987, Texaco nộp đơn bảo vệ trước chủ nợ theo Chương XI Luật Phá sản. Đây không phải là một trường hợp phá sản thực sự mà là một cách lợi dụng đặc biệt luật phá sản để né tránh những nghĩa vụ pháp lý. Dù về mặt pháp lý, Texaco phá sản nhưng nó chưa bao giờ vỡ nợ. Trong quá trình nộp đơn, cổ phiếu của Texaco giảm từ gần 32 đô-la xuống còn 28,50 đô-la trước khi tăng ngược trở lại mức 31,25 đô-la. Như một nhà phân tích dầu đã viết lúc đó: “Dù Texaco sẽ phá sản, Texaco sẽ không phải là một doanh nghiệp phá sản.”<sup>1</sup> Tờ tạp chí *Times* đã tóm tắt lại các lợi ích của Texaco trong vụ phá sản kỳ lạ này:

*Lợi dụng luật phá sản được tự do hóa ban hành năm 1978, không còn yêu cầu doanh nghiệp chứng minh vỡ nợ,<sup>2</sup> gã khổng lồ dầu mỏ thời điểm đó, miễn nhiệm trước đánh giá trái phiếu đang bị suy yếu. Pennzoil không thể chiếm quyền trái phiếu như cách người ta cho là nó chuẩn bị thực hiện với tài sản trị giá 8 tỷ đô-la của Texaco. Với 3 tỷ đô-la dự trữ, Texaco không còn phải trả 630.000.000 đô-la lãi suất*

1. Janice, Castro, “A Break in the Action” (tạm dịch: Quãng nghỉ trong hành động), *Times*, 27 tháng 4 năm 1987.

2. Texaco là một ví dụ về cách sử dụng quy tắc phá sản như một cửa thoát hiểm. Tương tự, trong vụ NLRB vs Bildisco & Bildisco 465 US 513 (1984), Tòa án Tối cao kết luận rằng một doanh nghiệp có thể sử dụng phần 365 (a) của quy tắc cho phép bên nhận ủy thác phá sản để nhận hay từ chối các hợp đồng phải thực thi nhằm thoát khỏi các điều kiện của thỏa thuận đàm phán chung mà nó bị ràng buộc.

*hằng năm cho khoản 7 tỷ đô-la nợ kinh doanh thông thường nữa. Nó cũng không phải trả cổ tức cho 242.300.000 cổ phiếu phổ thông, ước tính tiết kiệm được gần 727.000.000 đô-la cho năm này.<sup>1</sup>*

Cuối cùng, Texaco có thể dàn xếp với Pennzoil để trả một khoản tiền rất lớn nhưng vẫn có thể xoay sở được 3 tỷ đô-la, và nó thoát khỏi vụ phá sản.<sup>2</sup> Hầu hết cộng đồng đầu tư khủng hoảng tập trung vào chứng khoán ưu tiên cao của Texaco như cổ phiếu ưu đãi và trái phiếu. Icahn – người trước đây từng sở hữu cổ phiếu của Texaco, nắm giữ thêm nhiều cổ phiếu sau khi doanh nghiệp này nộp đơn phá sản theo Chương XI, rốt cuộc tăng khoản nắm giữ của mình trong doanh nghiệp lên 16,6%. Tất nhiên, ông này đặt cược khả năng rằng vụ tái cấu trúc sẽ không xóa sổ tất cả vốn cổ phần. Đó là một thương vụ thành công. Sau một cuộc chiến không thành với bên nhận ủy nhiệm và cố gắng chiếm toàn bộ công ty, Icahn thương lượng thành công để có mức cổ tức đặc biệt 8 đô-la/cổ phiếu dành cho cổ đông sở hữu, tổng cộng là 1,9 tỷ đô-la. Bên cạnh đó, Texaco công bố một gói mua lại cổ phiếu trị giá 500.000.000 đô-la. Cuối cùng, Icahn kiếm được 1,1 tỷ đô-la, hay một khoản lợi nhuận trên 75%.<sup>3</sup>

Tình huống đặc biệt của Texaco có thể được tóm tắt trong một câu nói thường được môn đồ của Graham và Dodd là Buffett lặp lại: Một cơ hội đầu tư tuyệt vời xuất hiện khi việc kinh doanh gặp vấn đề to lớn nhưng có thể giải quyết được. Câu chuyện cũng là ví dụ cho thấy cách nhận thức đã thay đổi kể từ thời của Graham và Dodd. Đây là một tình huống phá sản mà vốn cổ phần không bị xóa sổ – và không ai kỳ vọng nó sẽ bị xóa sổ – dù Graham và Dodd cho rằng người giữ trái phiếu tốt nhất không nên thực thi quyền của họ đến cùng vì “thụ lý” (không nhắc gì đến “phá sản”) là một

1. Như trên.

2. Để tham khảo phần tổng quan của vụ phá sản Texaco và cuộc đói đầu sau đó của Icahn với doanh nghiệp này, hãy xem bài viết “With Icahn Agreement, Texaco Emerges from Years of Trying Times” (tạm dịch: Có thỏa thuận Icahn, Texaco nỗi lên từ nhiều năm cố gắng), của Mark Potts trên tờ *Washington Post*, ngày 5 tháng 2 năm 1989.

3. Michael Arndt, “Texaco, Icahn Make a Deal” (tạm dịch: Texaco, Icahn thỏa thuận), *Chicago Tribune*, 30 tháng 1 năm 1989. Có lẽ thương vụ đầu tư phá sản vĩ đại nhất là trường hợp thử đưa công ty đến phá sản. *Forbes* quy giá trị ròng của Joesesh Jamail, Jr., luật sư của bên nguyên đơn trong vụ Pennzoil và Texaco ở mức 1,5 tỷ đô-la.

từ đáng sợ trên Phố Wall; “sự xuất hiện của nó thường có nghĩa là giá tất cả chứng khoán của doanh nghiệp sẽ bị sụt giảm nghiêm trọng, trong đó có trái phiếu đang ‘hưởng lợi’ từ thụ lý”. Bằng cách khai sáng các trường hợp phá sản, họ khiến nó không quá đáng sợ. Các thay đổi nhận thức này không làm các tác giả mất đi uy tín. Thực tế, các thay đổi ấy là cần thiết để giáo dục công chúng đầu tư. Hãy gọi đó là hiệu ứng Graham và Dodd Heisenberg. Nhờ Graham và Dodd, cuộc chơi đã dịch chuyển hoàn toàn sang Carl Icahn. Hiệu ứng tương tự có thể xuất hiện trong thảo luận khá súc tích của các tác giả về đầu tư khủng hoảng. Có thể dễ dàng hiểu được sự ngắn gọn ấy bởi lĩnh vực này không những đã phát triển kể từ lúc Graham và Dodd xuất bản cuốn sách mà còn bởi vì nó là chủ đề xuyên suốt được nói tới trong cuốn sách của họ, và việc giành cả một chương cho đầu tư khủng hoảng như vậy gần như là không cần thiết.

## TÁI CẤU TRÚC "TÚI TÓM"

Trong hệ thống thuật ngữ của Graham và Dodd, chúng tôi đã chuyển từ đầu tư sang đầu cơ khi trọng tâm thay đổi từ thanh lý sang tái cấu trúc – thứ bao gồm tiền mặt và một túi chứng khoán. Ở cuối quá trình tái cấu trúc, nhà đầu tư có thể sở hữu nhiều loại giấy, mỗi loại có giá trị khác nhau.

### Công ty truyền thông Adelphia

Vì doanh nghiệp thường phát hành những nhóm tài sản nợ khác nhau, việc kiện tụng phá sản thường dính líu đến trận chiến giữa các nhóm chủ nợ. Vụ phá sản của công ty truyền thông Adelphia là một ví dụ về xung đột liên chủ nợ và cách phỏng đoán chính xác kết quả có thể mang lại lợi nhuận kếcch xù.

John Rigas, con trai một người Hy Lạp nhập cư, đã thành lập Adelphia vào năm 1952. Doanh nghiệp này trở thành một trong những công ty cáp lớn nhất Hoa Kỳ. Rigas là người đi tiên phong trong ngành, được đưa vào Bảng vàng danh dự truyền hình cáp năm 2001. Ông cũng trở thành một tỷ phú, chủ sở hữu của Buffalo Sabres, và người hùng nhân đức của Coudersport, Pennsylvania, nơi để chế kinh doanh của ông khởi sự. Khi doanh nghiệp phát triển, Rigas đã không kiểm soát chặt nợ. Có thời điểm, nợ của Adelphia cao hơn 11 lần giá trị vốn hóa của doanh nghiệp,

trong khi con số của Comcast là 1,28 và của Cox Communications là 0,45.<sup>1</sup> Toàn bộ sự thật được sáng tỏ khi một nhà phân tích đầu tư khám phá ra công ty đang có một khoản 2,3 tỷ đô-la ngoại bảng cân đối cho các thành viên gia đình Rigas vay, số tiền mà những vị này sử dụng để mua cổ phiếu Adelphia. Cuối cùng, Adelphia nộp đơn phá sản theo Chương XI, và vào tháng 8 năm 2007, Rigas vào tù liên bang với tội danh âm mưu, lừa đảo chứng khoán và lừa đảo ngân hàng.

Vụ phá sản của Adelphia mô tả đặc trưng các cuộc tranh chấp liên chủ nợ về thu nhập. Thậm chí sau khi tài sản công ty được bán cho Time Warner và Comcast – đây là một vụ tái cấu trúc chứ không phải thanh lý – vẫn còn những kiện tụng kéo dài giữa những người giữ trái phiếu của doanh nghiệp giữ vốn cổ phần – Adelphia, và của một doanh nghiệp con lớn – Century Communications. Cuối cùng, người giữ trái phiếu của Century đồng ý giảm 3% khoản tiền nhận lại để những người nắm giữ nhiều trái phiếu đồng ý với kế hoạch tái cấu trúc. Phần lớn kế hoạch duy trì sự nguyên vẹn cấu trúc của trái phiếu Century, đồng thời giúp Adelphia thoát khỏi phá sản. Kế hoạch cuối cùng cũng được phê duyệt, bất chấp vài phản đối vẫn còn sót lại từ những người giữ trái phiếu Adelphia. Mức tăng giá nhất thời của các công ty cáp, cũng như những kết quả tốt từ những đơn vị đầu ngành như Time Warner và Comcast, giúp Adelphia kiếm đủ số phiếu bầu để thông qua kế hoạch. Những người mua trái phiếu Century ở đáy và giữ chúng suốt quá trình kiện tụng đầy tranh cãi và kéo dài thu về lợi nhuận hơn 400%. Nhìn chung, chủ nợ nhận được một gói kết hợp giữa tiền mặt và cổ phiếu phổ thông Nhóm A của Time Warner Cable, có tỷ lệ hồi phục tính đến 31 tháng 8 năm 2007 dao động từ 100% đối với một số trái quyền giao dịch về 99,6% với phiếu khoán ưu tiên cao vị trí thấp, 94,7% với một số phiếu khoán ưu tiên cao, 83,7% với phiếu khoán ưu tiên cao chiết khấu, 70,7% với những phiếu khoán ưu tiên cao khác, và một loạt những con số phần trăm khác xuống đến 0% với cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu ưu đãi, và cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi của Adelphia.<sup>2</sup>

1. Những con số này và các chi tiết chắc chắn khác đến từ Devin Leonard, "The Adelphia Story" (tạm dịch: Câu chuyện Adelphia), *Fortune*, ngày 12 tháng 8 năm 2002.

2. Thông tin về Phân phối quyền lợi cho những nhóm trái quyền có thể tham khảo tại [www.adelphiarestructuring.com](http://www.adelphiarestructuring.com).

## Cửa hàng Winn-Dixie

Đệ đơn phá sản vào tháng 2 năm 2005, Winn-Dixie là nhà bán lẻ thực phẩm lớn thứ 8 ở Hoa Kỳ, với doanh thu 9,9 tỷ đô-la. Doanh nghiệp được William Milton Davis thành lập năm 1914, và vào thời điểm phá sản, những người thừa kế của Davis vẫn sở hữu 35% cổ phiếu phổ thông của doanh nghiệp. Nguyên nhân Winn-Dixie nộp hồ sơ theo Chương XI xuất phát từ việc mở rộng quá mức và cạnh tranh khắc nghiệt, chủ yếu đến từ Publix Super Markets và Wal-Mart. Nhiều người nghi ngại rằng doanh nghiệp đặt tại Florida không thể thoát khỏi phá sản, nhưng có vài lý do để lạc quan. CEO mới là Peter Lynch đầy danh tiếng, trước đây là chủ tịch và COO của Albertson. Khi ông khẳng định khả năng lãnh đạo của mình và bình ổn các hoạt động vận hành của doanh nghiệp, những người mua cẩn trọng ủng hộ kế hoạch tái cấu trúc. Doanh nghiệp đã đóng cửa hoặc bán đi  $\frac{1}{3}$  cửa hàng của mình, cắt giảm hoạt động phân phối và nhân viên.

Tuy nhiên, những người mua chứng khoán vẫn lưỡng lự trong việc mở rộng giới hạn tín dụng cho Winn-Dixie, do đó công ty không thể tận dụng các “khoản vay” sẵn có mà các doanh nghiệp bán lẻ thường được hưởng nhằm giúp doanh nghiệp nhận hàng trước khi phải trả tiền. Một số nhà đầu tư kết luận rằng nhiều khả năng doanh nghiệp sẽ nhận được các hạn mức tín dụng, giải quyết được bài toán vốn lưu động, và một lần nữa tận dụng được các khoản vay hàng tồn kho khi thoát khỏi vụ phá sản. Bên cạnh đó, họ trông chờ vào khả năng của công ty, như một phần của ngành siêu thị, sẽ vận hành với vốn lưu động âm và nhận về những khoản phí đáng kể từ cho thuê vị trí kệ. Hơn nữa, Winn-Dixie có hợp đồng cho thuê dài hạn với mức giá thuê thấp hơn giá thị trường. Chiến lược của ban quản trị, bao gồm việc cho Boston Markets thuê chỗ thay vì tự vận hành các quầy gà nướng, là hợp lý với các đầu tư. Do đó, những người đầu tư vào Winn-Dixie ít lo lắng hơn hầu hết những người khác trên Phố Wall về khả năng doanh nghiệp sẽ tiêu xài hoang phí tiền mặt. Trong quý II năm 2006, trái phiếu Winn-Dixie được bán dưới giá 60 xu trên một đô-la, khi doanh nghiệp này được định giá dưới mức 450.000.000 đô-la, hay khoảng 5% doanh thu. Đây là một ví dụ đương thời hiếm thấy về khả năng mua một công ty để lấy vốn lưu động ròng,

hay một công ty có giá trị doanh nghiệp tính theo thị trường thấp hơn 10% doanh thu. Graham và Dodd chắc hẳn sẽ chấp nhận trường hợp này. Winn-Dixie đã vực dậy từ vụ phá sản vào tháng 12 năm 2006. Cuối quý II năm 2007, ở đỉnh cao của sự vực dậy, giá trị doanh nghiệp này đã tăng gấp 3 lần lên 1,4 tỷ đô-la.

### **Bradlees**

Kết thúc một trường hợp tái cấu trúc túi tóm, chủ nợ có thể thấy mình đứng ở vị thế rất khác so với ban đầu. Như Graham và Dodd đã lưu ý, quyền kiểm soát bở phiếu doanh nghiệp có thể được chuyển sang người giữ trái phiếu trong trường hợp phá sản, những người này sau đó sẽ trở thành những người giữ vốn cổ phần tại một thực thể doanh nghiệp mới với sự khởi đầu hợp pháp mới (trang 238). Do đó, thậm chí dù hầu hết các khoản đầu tư khủng hoảng được thực hiện trên nợ chứ không phải vốn cổ phần, luôn có một yếu tố vốn cổ phần quan trọng trong quá trình phá sản. (Các tác giả chỉ ra rằng nợ, tất nhiên, cũng có thể được đổi thành vốn cổ phần theo các kế hoạch tái cấu trúc tự nguyện.)

Ví dụ là Bradlees, một đơn vị bán lẻ thoát khỏi phá sản đầu năm 1999. Người giữ trái phiếu nhận tiền mặt, phiếu khoán mới và vốn cổ phần. Cổ phiếu bị mất giá thảm hại vì nhu cầu với chứng khoán khủng hoảng đều giảm vào cuối năm 1998. Ở đây, Bradlees có doanh số bán hàng gần 138 đô-la/cổ phiếu phổ thông, trái ngược với con số 31 đô-la của doanh nghiệp được cho là thành công hơn Wal-mart. Quý II năm 1999, Phố Wall thức tỉnh trước sự thiếu công bằng này, và Bradlees là cổ phiếu OTC tăng trưởng tốt nhất trong quý. Những trái phiếu mới của doanh nghiệp cũng tăng giá. Vào tháng 7, tổng gói chứng khoán hậu phá sản của Bradlees đã đạt con số tổng là 1,55 đô-la (xem bảng), trái ngược với con số rất thấp 62 xu vào tháng 3. Tháng 8 năm 1999, cổ phiếu của Bradlees cũng có giá hơn các trái phiếu cũ. Như bảng dưới thể hiện, phần vốn cổ phần của các túi tóm này có thể dao động, nhưng chúng mang tính tưởng thưởng cao với một nhà đầu tư kiên nhẫn.

Ngày	30/6/98	31/12/98	5/2/99	15/3/99	31/3/99	6/5/99	21/5/99	26/5/99	3/6/99	23/6/99	30/6/99	8/7/99
Trái phiếu cũ	0,78	0,50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tiền mặt	-	-	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Chứng chỉ nợ	-	-	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Phiếu khoán mới	-	-	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,27	0,27	0,27
Cổ phiếu	-	-	0,26	0,14	0,20	0,53	0,58	0,51	0,57	0,84	0,86	1,02
Tổng cộng	0,78	0,50	0,74	0,62	0,68	1,01	1,10	1,03	1,09	1,37	1,39	1,55

Hầu hết nhà đầu tư khùng hoảng không ôm các chứng khoán này vì họ biết rằng Bradlees không phải là Wal-Mart, nhưng họ không thể dự đoán khi nào Phố Wall nhận ra những yếu điểm của Bradlees. Như hai người thầy của chúng ta đã dạy, rất khó để giữ một cổ phiếu đã tăng giá 200% “mà không chịu rủi ro bị khuất phục trước ‘tâm lý thị trường bò’”. Nói cách khác, hãy là nhà đầu tư, đừng là nhà đầu cơ. Cuối cùng, các đối thủ cạnh tranh cũng bắt kịp Bradlees và công ty nộp đơn phá sản lần hai vào tháng 12 năm 2000, và lần này nó được bán thanh lý.<sup>1</sup>

## TÁI CẤU TRÚC NHƯ MỘT CON ĐƯỜNG KIỂM SOÁT

Khi chúng ta di chuyển xuống dưới từ nấc thang đầu tư kinh điển theo Graham và Dodd đến thứ gì gần đây cơ hơn, chúng ta bắt gặp hoạt động tái cấu trúc để nắm quyền kiểm soát doanh nghiệp. Warren Buffett thường mua nợ để thu lợi nhuận hơn là tạo ra vốn cổ phần và nắm quyền kiểm soát. Ông có vẻ lưỡng lự trong việc kết thúc chuyến đi và trở thành một nhà đầu tư phá sản hợp nhất hoàn toàn. Tuy nhiên, những người khác thì cố gắng chiếm quyền sở hữu và kiểm soát.

---

1. Reuters, “Bradlees Files for Bankruptcy” (tạm dịch: Bradlees nộp đơn phá sản), ngày 26 tháng 12 năm 2000.

## Guinness Peat Aviation

Với Graham và Dodd, trái phiếu xếp hạng thấp, cùng với cổ phiếu ưu đãi, là những đứa trẻ mồ côi của Phố Wall. “Nhà đầu tư [theo cách hiểu thuật ngữ của Graham và Dodd] không được mua chúng, và nhà đầu cơ nhìn chung thích giành sự chú ý tới cổ phiếu phổ thông”. Tuy vậy, các tác giả lưu ý rằng, lượng cung lớn và tình trạng thiếu cầu khiến giá của các chứng khoán có thể rất hấp dẫn.

Một ví dụ về trái phiếu xếp hạng thấp hấp dẫn và tình huống nghiên cứu thú vị về sự phát triển của đầu tư khủng hoảng là Guinness Peat Aviation (GPA) – tiền thân cho các vụ phá sản đóng gói sẵn thường thấy ngày nay, hay còn gọi là “các vụ đóng gói trước”. Người vay và chủ nợ đồng ý với nhau một kế hoạch tái cấu trúc trước khi nộp đơn phá sản để việc nộp đơn phá sản và được tòa án xác nhận trở nên dễ dàng và hiệu quả hơn về chi phí. Trong trường hợp GPA, nộp đơn phá sản không thực sự cần thiết.

GPA là một doanh nghiệp bán và cho thuê máy bay thương mại có trụ sở tại Ireland, được thành lập năm 1975. Vào thời kỳ đỉnh cao, công ty có 280 máy bay cho 83 hãng hàng không thuê. Năm 1990, doanh nghiệp đặt một đơn hàng khủng gồm 700 chiếc máy bay mới với tổng giá trị 17 tỷ đô-la. Tuy nhiên, GPA là nạn nhân của việc chọn sai thời điểm. Doanh nghiệp phát hành lần đầu ra công chúng (IPO) năm 1992 trong giai đoạn suy thoái của ngành hàng không sau Cuộc chiến vùng vịnh năm 1991. Không thể chốt IPO, GPA với món nợ 10 tỷ đô-la vì đơn đặt hàng lớn kia đã gấp vần đề nghiêm trọng. Trái phiếu giảm xuống chỉ còn một nửa mệnh giá, và lúc đó chính là thời điểm nhà đầu tư khủng hoảng vào cuộc. Họ mua trái phiếu với lợi tức 700 đến 950 điểm cao hơn trái phiếu kho bạc chính phủ vì họ hứng thú với giá trị tài sản thế chấp của hãng hàng không này. Cuối cùng, GPA được đổi thủ lớn hơn của nó là GE Commercial Aviation Services cứu thoát. Đó là một món hời cho kẻ giải cứu vì có thể tái huy động nợ của GPA bằng lợi ích của chứng khoán xếp hạng AAA của General Electric. Đó cũng là một món hời với nhà đầu tư khủng hoảng vì một khi GE nhận các nghĩa vụ nợ của GPA, trái phiếu GPA sẽ trở thành nợ không bảo đảm ở đáy bảng cân đối kế toán của GE và vẫn được giao dịch ở gần mệnh giá. Qua một đêm, những trái phiếu này tăng gấp đôi giá trị.

## MCI WorldCom

Một trong những vụ sụp đổ doanh nghiệp ngoạn mục nhất đầu thế kỷ xảy ra ở WorldCom, doanh nghiệp sau đó trở thành MCI. Ít nhất từ đầu năm 1999 đến năm 2002, các chuyên gia tài chính ở doanh nghiệp viễn thông này hạch toán chi phí kinh doanh thường xuyên vào chi phí vốn đầu tư, khiến chi phí từ hoạt động kinh doanh giảm xuống và doanh thu từ đó tăng cao hơn ít nhất 9 tỷ đô-la Mỹ. “Chỉ trong vài năm, WorldCom đã xóa sổ 200 tỷ đô-la Mỹ giá thị trường và sa thải hàng nghìn người. Vào tháng 7 năm 2002, hành động lừa đảo và giám sát lỏng lẻo đã đẩy WorldCom đến phá sản”.<sup>1</sup>

Tháng 12 năm 2002, Michael Capellas được thuê làm CEO mới khi doanh nghiệp này đang cố gắng tái cấu trúc. Phiên tòa liên bang theo vụ kiện giữa SEC và MCI WorldCom đã bổ nhiệm cựu chủ tịch SEC, Richard Breeden, vào vai trò “giám sát doanh nghiệp”. Do vậy, Capellas và ban quản trị của mình cần cùng lúc xử lý các ràng buộc theo quy định, dọn dẹp các lỗi và gian lận của những người tiền nhiệm, đồng thời cố gắng kinh doanh trong thị trường đầy cạnh tranh.

Mark Neporent, Giám đốc Điều hành của Cerberus Capital Management, một trong những nhà đầu tư khủng hoảng tham gia vào vụ phá sản, đóng vai trò đồng chủ tịch trong Ủy ban chủ nợ chính thức.<sup>2</sup> Những đối thủ cạnh tranh của MCI tái cấu trúc đang tìm cách loại doanh nghiệp này ra khỏi các hợp đồng liên bang. Neporent trình bày với Ủy ban pháp lý nghị viện về lợi ích của quá trình tái cấu trúc như sau:

*Chẳng ai nghi ngờ về khả năng kế hoạch tái cấu trúc MCI có thể mang đến cho các chủ nợ một cơ hội hồi phục tài sản cao hơn so với trường hợp thanh lý – việc làm thực sự sẽ ném hàng tỷ đô-la giá trị ra ngoài cửa sổ. Giá trị của MCI nếu tiếp tục hoạt động ước tính đạt khoảng 12-15 tỷ đô-la, trong khi giá trị thanh lý chỉ khoảng 4 tỷ đô-la. Không có gì ngạc nhiên, đại diện cho 90% giá trị nợ của MCI giải quyết nhanh*

1. Stephanie N. Mehta, “MCI: Is Being Good Good Enough?” (tạm dịch: MCI: Liệu tốt là đã đủ chưa?) *Fortune*, ngày 27 tháng 10 năm 2003.

2. Graham và Dodd đều lo các ủy ban bảo vệ do những ngân hàng đầu tư tổ chức có thể không bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư một cách công tâm. Họ hào hứng với đạo luật phá sản năm 1938 – thứ đưa ra yêu cầu tòa án phải xem xét các hoạt động và thù lao của ủy ban bảo vệ.

*chóng và hiệu quả những khác biệt tổn hại lẫn nhau – chính xác như dữ liệu trong Luật Phá sản – và ủng hộ kế hoạch tái cấu trúc để xuất của MCI.<sup>1</sup>*

Năm 2005, MCI tái cấu trúc đã trở lại hoạt động, và những người chủ hậu phá sản của nó bán công ty cho Verizon với mức giá khoảng 8.400.000 đô-la, cao hơn nhiều so với giá trị thanh lý ban đầu được dự đoán để quyết định tái cấu trúc. MCI là một trường hợp cho thấy tái cấu trúc là một cách để nắm quyền kiểm soát giúp khai thác các giá trị trong tài sản doanh nghiệp.

## ĐẦU TƯ KHỦNG HOẢNG

Một câu hỏi cơ bản về đầu tư giá trị nói chung và đầu tư khủng hoảng nói riêng, là tại sao tồn tại những món hời? Nếu thị trường hiệu quả, như lý thuyết học thuật đã nói, tại sao không thể dự đoán tốt nhất giá trị đúng của chứng khoán hôm nay? Cho dù là những giáo sư, Graham và Dodd nhìn vào thực tế thay vì lý thuyết và từ chối Giả thuyết thị trường hiệu quả (EMH) được phát triển ở Đại học Chicago trước khi giả thuyết này có một cái tên chứ chưa nói đến tên viết tắt. Họ nổi tiếng với sự so sánh ví von thị trường với một chiếc máy bỏ phiếu, cho ra kết quả là sản phẩm của một phần lý trí và một phần cảm xúc, thay vì với một chiếc cân máy. Các tác giả dựa vào “hai giả định: đầu tiên, giá thị trường thường không đúng với giá trị thực; thứ hai, có một xu hướng cổ hữu rằng sai biệt này sẽ tự điều chỉnh”. Trước khi ai đó từ Đại học Chicago nổi giận, chúng ta cùng tham khảo thêm về giả định đầu tiên của Graham và Dodd: “Rất khó để nghĩ ngờ tính đúng đắn của phát biểu đầu đó thậm chí dù Phố Wall vẫn hay nhắc đến ‘đánh giá không thể sai lầm của thị trường’ và khẳng định rằng ‘một cổ phiếu chỉ có giá trị bằng giá bán – không hơn cũng chẳng kém.’”

Nếu thị trường hiểu giá “đúng” là “sai” trong đầu tư thông thường, thì lỗi này thậm chí còn xuất hiện thường xuyên hơn trong đầu tư khủng hoảng. Như ẩn chứa trong chính cái tên đầu tư khủng hoảng, người mua chứng khoán khủng hoảng tìm kiếm các món hời tại thời điểm không vui của những người đã mua chứng khoán ở những thời điểm vui vẻ hơn. Trong thời đại của Graham và Dodd, khi cổ phiếu ngừng trả cổ tức, rất nhiều đinh

---

1. Có thể tham khảo lời khai của Neporent tại judiciary.senate.gov.

chế theo điều lệ hoạt động buộc phải bán những cổ phiếu này. Ngày nay, trường hợp tương tự cũng xảy ra khi trái phiếu ngừng chi trả lãi suất. Do đó, khi một công ty trải qua khủng hoảng, có rất nhiều người bán bị ép phải chen ra khỏi cánh cửa hẹp, và không có đủ người mua để mở rộng cánh cửa và giữ mức giá “đúng”. Ngay cả khi các định chế không bị buộc phải bán trái phiếu theo pháp luật khi không nhận lãi suất thì họ vẫn làm như vậy. Ở rất nhiều định chế, tâm điểm của khái niệm phòng ban hoạt động hiệu quả là chiếc điện thoại: nhắc máy lên và bán chứng khoán. Ngược với bức tranh này, một chuyên gia đầu tư khủng hoảng đưa ra đánh giá rằng chứng khoán duy trì giá trị cao hơn mức giá thị trường hay mức giá theo suy nghĩ của những người sở hữu hiện tại.

Hơn nữa, Phố Wall vốn có thiên hướng hành động thái quá. Ý nghĩ rập khuôn hình dung Phố Wall đầy những con bò hay con gấu. Thực tế, Phố Wall không có bò hay gấu mà chỉ có cá mập, liên tục đổi hướng để tìm thức ăn bên ngoài. Quá trình kiểm ăn này bao gồm các thay đổi hướng đầu tư vốn lớn mà không thể tránh khỏi đôi khi được phân bổ sai. Như Sir John Templeton đã nói: “Thị trường bò được sinh ra trong bì quan, lớn lên trong nghi ngờ, trưởng thành trong lạc quan, và chết trong khoan khoái.”<sup>1</sup> Nhà đầu tư phá sản sống nhờ những phân bổ sai này và mong chờ các sản phẩm ở khu vực hạ lưu mà những cá mập Phố Wall muốn bán. Vào những thời điểm tốt, Phố Wall cho phép huy động nợ và thu hồi cổ phiếu, dẫn đến một sự bùng nổ thu hồi. Sự khoan khoái của cổ máy tạo nợ Phố Wall dẫn đến vụ sụp đổ, và đó là khi nhà đầu tư phá sản mang vốn cổ phần tươi mới vào cuộc chơi và thu lại nợ, thường ở một mức chiết khấu.

Chắc chắn mọi chuyện đã thay đổi từ thời của Graham và Dodd. Các tiến bộ công nghệ và quá trình dân chủ hóa tài chính khiến thị trường hiệu quả hơn. Năm 1940, bạn không thể ngay lập tức kiểm tra giá của vô số chứng khoán thông qua cổng Bloomberg hay Internet được. Bạn không thể xây dựng các bảng tính Excel và điều chỉnh tức thời tất cả con số bằng cách thay đổi một con số. Bạn không thể nhận thông báo email mỗi khi có tin tức mới về công ty bạn đang theo dõi. Và không có hàng nghìn chuyên

---

1. Bill Miller, “Good Times Are Coming!” (tạm dịch: Những ngày tươi đẹp đang đến!) *Times*, ngày 8 tháng 3 năm 2005.

gia ngồi sau máy tính cả ngày cạnh tranh với nhau để tìm ra các món hời. Leon Levy, huyền thoại quá cố từng khuyên những người học việc trong kinh doanh cho rằng các quyết định họ đưa ra hôm nay cũng cùng lúc được đưa ra bởi những người khác ở hàng trăm văn phòng trên cả nước. Kết quả là chúng ta có đủ chứng cứ để lập luận rằng thị trường ngày nay lý trí hơn nhiều so với khi Graham và Dodd viết cuốn sách. Thực tế, tự thân Graham cũng đưa ra lập luận đó trong những năm cuối đời mình. “Ngày trước, bất kỳ nhà phân tích chứng khoán được đào tạo bài bản nào cũng có thể làm một công việc chuyên nghiệp cao khi lựa chọn chứng khoán bị định giá thấp thông qua nghiên cứu chi tiết”, ông nói với một người phỏng vấn vào năm 1976, “trong bối cảnh có hàng núi các nghiên cứu được thực hiện, ở hầu hết các trường hợp, tôi nghĩ ngờ khả năng những nỗ lực đó sẽ thực sự lựa chọn được các chứng khoán đủ ưu việt để bù đắp cho chi phí bỏ ra.”<sup>1</sup> Nói cách khác, giáo sư Graham e ngại rằng công trình của ông sẽ thành công đến nỗi khiến bản thân nó bị lu mờ. Không hẳn vậy. Vì giáo sư không nhận ra rằng ông chỉ mới bắt đầu.

## GRAHAM VÀ DODD NGÀY NAY

Graham và Dodd nhận ra mọi thứ đã thay đổi. Trong đoạn văn mở đầu của lời tựa phiên bản hai, 6 năm sau phiên bản đầu tiên, họ nhận thấy rằng “mọi thứ diễn ra quá nhanh trong thế giới kinh tế khiến các tác giả khó lòng ngồi yên một chỗ quá lâu”. Đôi khi các tác giả dường như thao thức trước thời đại của họ cả vài thập kỷ.

### Cái nhìn rủi ro

Một ví dụ chính về cái nhìn đi trước thời đại của Graham và Dodd đã tìm thấy tính ứng dụng thực tiễn trong một lĩnh vực quan trọng của thị trường chứng khoán hiện đại. Dù các tác giả luôn nghi ngờ về sự hợp lý của thị trường khi nói rằng “Giá và lợi tức chứng khoán không được xác

1. Kenneth L. Fisher, *100 Minds That Made the Market* (tạm dịch: 100 tư duy hình thành nên thị trường) (New York: Wiley, 2007), trang 61. Fisher tiếp tục quan sát sự chuyển đổi muộn này: “Mùa mai thay, Graham chấp nhận ‘thị trường hiệu quả’ ngay trước khi các bài kiểm tra máy tính moi móc được hàng đồng chô hổng trong lý thuyết đó.”

định bởi bất kỳ tính toán toán học rủi ro kỳ vọng chính xác nào. Thay vào đó, chúng phụ thuộc vào tính thịnh hành của chứng khoán”, họ cũng xây dựng nền tảng lý thuyết cho đầu tư lợi tức cao mà dựa vào đó những công trình lớn đã được xây dựng nhiều thập kỷ sau. Các tác giả cũng nói rằng: “Nếu giả thiết một tỷ lệ khá lớn những trái phiếu giá thấp được lựa chọn cẩn thận sẽ không vỡ nợ, thì lợi nhuận thu được từ nhóm này nhìn chung qua một thời gian chắc chắn sẽ cao hơn lợi nhuận từ cổ tức của các cổ phiếu phổ thông có giá tương đương.”

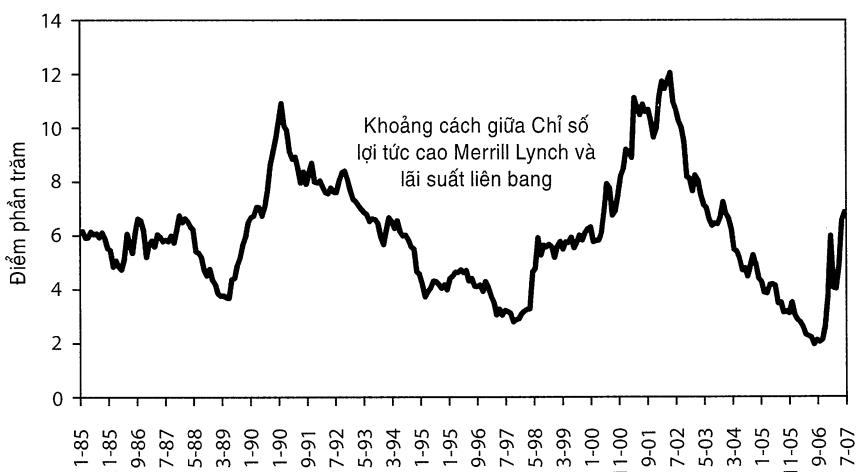
Những người khác sử dụng ý tưởng này để bán trái phiếu rác, đặc biệt là những trái phiếu ban đầu được xếp hạng thấp. Chính những trái phiếu đó đã khiến Phố Wall gặp phải một cơn bão vào thập niên 1980. Nhưng ít ai nghi ngờ khả năng Graham và Dodd sẽ từ chối những trái phiếu đó. Thiên thần sa ngã – trái phiếu từng xếp hạng đầu tư nhưng doanh nghiệp rơi vào khó khăn – là một chứng khoán kiểu này. Chúng thường là những chứng khoán ưu tiên cao, thậm chí trong trường hợp phá sản có thể có trái quyền trên vài tài sản. Trái phiếu rác ngay từ nguyên sơ không được bảo đảm như vậy. Nếu những trái phiếu đó xảy ra vấn đề xấu, chúng có thể sẽ chẳng bao giờ hồi phục lại được.

Trong thập niên 1980, một phần lớn thị trường trái phiếu lợi tức bao gồm các chứng khoán chưa bao giờ được bán trực tiếp đến nhà đầu tư mà thuộc về các gói chứng khoán và tiền được chuyển giao cho các cổ đông bên bán trong các vụ mua lại. Ngân hàng đầu tư Drexel Burnham Lambert đã hoàn thiện chiến lược này, tạo ra những công cụ như trái phiếu lãi suất bằng không (không trả lãi trong vòng ví dụ 5 năm) hay “cổ phiếu ưu đãi không thanh toán bằng tiền” – loại cổ phiếu thay vì trả cổ tức bằng tiền mặt, chỉ phát hành thêm cổ phiếu ưu đãi. Hầu như chẳng ai nghĩ rằng những chứng khoán này xứng đáng với giá trị danh nghĩa của chúng, nhưng những cổ đông bên bán nhìn chung chấp nhận các giao dịch đó. Tuy nhiên, khi kết thúc thập kỷ 1980, thị trường trái phiếu rác sụp đổ cùng những thương vụ của Drexel. Những vấn đề này cộng với những khó khăn pháp lý của Drexel với SEC và bên khởi tố khiến doanh nghiệp phải nộp đơn phá sản năm 1990. Jeffrey Lane, cựu chủ tịch của Shearson Lehman Hutton nhận thấy: “Đây là bản chất của kinh doanh dịch vụ tài chính. Bạn bị kéo vào một xu hướng tuột dốc đều đặn, và sau đó bạn rơi ra hỏi vách núi”.

Mua một thiên thần sa ngã – trái phiếu từng xếp hạng đầu tư nhưng doanh nghiệp gấp khó khăn, là một chuyện, và phát hành một thiên thần chưa bao giờ cất cánh là một chuyện khác. Các thiên thần sa ngã thường là những chứng khoán ưu tiên cao, chúng luôn có trái quyền với vài tài sản, thậm chí trong trường hợp phá sản. Các chứng khoán được thiết kế theo kiểu Drexel không có nét đẹp này. Nhiều khả năng đây là các ví dụ tốt cho thứ mà Graham và Dodd chắc chắn sẽ không chấp nhận trên thị trường tài chính. Trong bối cảnh sụp đổ sau đó, hầu hết chúng chẳng còn lại gì.

Graham và Dodd cho rằng sự khác biệt giữa lợi nhuận không rủi ro và lợi tức của các chứng khoán với nhiều mức độ rủi ro khác nhau đến từ các cơ hội đầu tư, đặc biệt nếu một danh mục được đa dạng hóa, có thể mang lại lợi nhuận cao hơn trong khi giảm đi rủi ro chung. Trong hầu hết loại hình đầu tư, lợi nhuận ít nhất có chút (nếu không chính xác về mặt toán học) quan hệ với lợi nhuận không rủi ro khi nhà đầu tư yêu cầu lợi nhuận cao hơn và chịu rủi ro lớn hơn. Nhà đầu tư yêu cầu con số cao hơn với trái phiếu lợi tức cao so với lãi suất liên bang mang đến một bức tranh rõ ràng về khẩu vị rủi ro của thị trường, được thể hiện trong khảo sát số liệu hai thập kỷ dưới đây:

#### BẠN CÓ ĐƯỢC TRẢ TIỀN ĐỂ CHẤP NHẬN RỦI RO KHÔNG?



Một khảo sát hai thập kỷ về khoảng cách giữa Chỉ số lợi tức cao Merrill Lynch và lãi suất liên bang. Khi khoảng cách này lớn, trái phiếu lợi tức cao được cho là rẻ.

Biểu đồ cho thấy khoảng cách qua thời gian có được từ việc trừ tỷ lệ lãi suất liên bang khỏi Chỉ số lợi tức cao Merrill Lynch – yếu tố rủi ro hơn. Khoảng cách này đại diện cho các tỷ lệ lợi nhuận sẵn có có thể thu được từ nguồn vốn cơ hội, bao gồm lĩnh vực đầu tư khủng hoảng. Không giống như đầu tư mạo hiểm, lĩnh vực mà nhà đầu tư tìm kiếm các thùng vàng (cho dù cũng đa dạng hóa để tránh thoảng thu về các khoản lợi cao hơn các khoản thua lỗ), biểu đồ đúng với phần lớn danh mục được thiết kế để tạo ra lợi nhuận cho nguồn vốn cơ hội. Lợi nhuận sẵn có thực tế bị trói buộc vào lợi nhuận phi rủi ro, và khoảng cách thể hiện ở biểu đồ là cách đo lường sự định giá của thị trường đơn giản nhất và có lẽ là tốt nhất trong vòng hai thập kỷ qua.

Các tỷ lệ lợi tức di chuyển song hành hầu hết thời gian, nhưng các cơ hội thực sự xuất hiện khi chúng đi theo hai hướng đối lập – khi khoảng cách mở rộng, đó là thời điểm để mua; khi khoảng cách hẹp lại, là thời điểm để bán. Cần lưu ý rằng khoảng cách mở rộng hơn rất nhiều từ 1989 đến 1991, phản ánh sự yếu kém của nền kinh tế và dẫn đến thất bại trong tái tranh cử của George H. W. Bush cho dù mọi chuyện bắt đầu cải thiện trước Ngày tranh cử năm 1992. Khoảng cách bị thu hẹp trong khoảng thời gian bùng nổ thị trường chứng khoán năm 1998, bắt đầu mở rộng khi bong bóng dot-com lên đến đỉnh, và nổ sau khi bong bóng vỡ. Khoảng cách từng mở rộng đến gần 1.200 điểm cơ bản vào cuối năm 2002 đã thu hẹp về khoảng 700 điểm cơ bản vào cuối năm 2003, ít hơn 400 điểm vào đầu năm 2006, và dưới 200 vào đầu năm 2007. Mức thu hẹp lợi tức mạnh mẽ này là tiền đề đánh giá tất cả các nhóm tài sản mà Chỉ số lợi tức cao đại diện.

Khi khoảng cách này rộng nhất vào năm 1991 hay 2002, nhà đầu tư nhận nhiều lợi nhuận hơn khi chấp nhận rủi ro. Khi khoảng cách này hẹp nhất vào đầu năm 2007, thị trường đầy lạc quan về tính rủi ro, và đây là thời điểm để bán. Tất nhiên, rất khó để dự đoán khoảng cách này sẽ di chuyển về đâu ngày mai hay tuần sau, nhưng những nhà đầu tư cơ hội nhận ra sự chêch hướng khỏi các đường trung bình. Khi khoảng cách đặc biệt rộng, họ đi câu cá; khi khoảng cách đặc biệt hẹp, họ ở nhà và sửa lưới câu.

Tất nhiên, vào các thời điểm khoảng cách rộng, với nhiều cơ hội đầu tư thay thế sẵn có, rất khó để huy động vốn trên thị trường. Do đó, một khi

khoảng cách thu hẹp và cơ hội ít hơn, tiền sẽ chảy vào các lựa chọn đầu tư thay thế. Như Leon Levy thường nói: Khi bạn có các ý tưởng, bạn không thể huy động tiền; khi bạn có tiền, bạn không có ý tưởng. Theo cách này, nhà đầu tư trong lĩnh vực đầu tư khủng hoảng hành động không quá khác biệt so với nhà đầu tư thị trường cổ phiếu bán lẻ.

## CÁC NGUYÊN TẮC ĐẦU TIỀN VÀ SỰ THAY ĐỔI HỆ BIẾN HÓA

Rất dễ để nhận ra rằng các nguyên tắc dường như bất biến có thể trở nên lu mờ, nhưng rất khó để biết khi nào điều đó xảy ra. Mùa xuân năm 1951, Chỉ số công nghiệp Dow Jones đạt mức 250 điểm. Giáo sư Graham nói với lớp của mình ở Trường Kinh doanh Đại học Colombia rằng Chỉ số Dow đã từng có lúc nằm dưới mức 200 mỗi năm kể từ ngày nó ra đời vào năm 1896. Vì giáo sư đề xuất với sinh viên xuất sắc nhất của mình chuẩn bị tốt nghiệp mùa hè đó – có lẽ là người duy nhất từng nhận điểm A+ từ người thầy – rằng anh ta nên tạm hoãn việc đầu tư của mình cho đến khi Chỉ số Dow Jones sụt giảm về mức dưới 200 để hưởng lợi. Điều này chưa từng xảy ra từ năm 1951. Minh chứng rằng mình xứng đáng với điểm số A+, Warren Buffet từ chối lời khuyên, và đó là một quyết định sáng suốt vì Chỉ số Dow đã không quay về mức 200 trong năm đó hay kể cả sau này.<sup>1</sup> “Tôi có khoảng 10.000 đô-la” khi Giáo sư Graham đưa ra lời khuyên của mình, Buffett kể lại trên tờ *Wall Street Journal*. “Nếu tôi nghe theo lời khuyên đó, nhiều khả năng tôi sẽ vẫn chỉ có 10.000 đô-la.”<sup>2</sup>

Vài năm sau, vào năm 1958, lợi tức cổ tức vốn cổ phần lần đầu tiên giảm dưới mức lợi tức trái phiếu. Một nhà đầu tư khôn ngoan đầu tư thời điểm đó khó lòng công nhận thay đổi ấy như một phần của thực tế lâu dài mới. Ngược lại, có vẻ như đó là thời điểm đúng để bán khống thị trường. Nghĩ về tất cả khoản tiền đã mất đi trong ngắn ấy năm bởi những

1. Kenneth Lee, *Trouncing the Dow: A Value-Based Method for Making Huge Profits* (tạm dịch: Đánh bài Chỉ số Dow: Một phương pháp dựa trên giá trị để kiếm lời khủng) (New York: McGraw-Hill, 1998), trang 1-2.

2. Trong báo cáo thường niên năm 2000 của Berkshire Hathaway, Buffett kể về trải nghiệm của mình trong lớp học của Graham rằng “vài giờ học với giáo sư còn giá trị hơn nhiều so với 10 năm tự ngẫm nghĩ”.

người cả tin với lối suy nghĩ: “Lần này sẽ khác”, những nhà đầu tư chuyên nghiệp lúc đó đã hành động thận trọng và họ đã sai. Những kẻ lạc quan bất cẩn đã đúng. Lần này mọi chuyện đã khác. Ở góc độ an toàn trong nửa thế kỷ, dường như khó có thể tranh cãi với ý kiến cho rằng một tiêu chuẩn định giá mới đã được thiết lập.

Vậy thì khi nào một người có thể kết luận một cách an toàn rằng “lần này sẽ khác”, đặc biệt trong bối cảnh là lúc nào cũng thực sự không khác? Tính tới năm 1951, nguyên tắc 200 của Giáo sư Graham đã tồn tại được 55 năm. Một khi bị vi phạm, nó chẳng còn có khả năng chứng minh tính đúng đắn nữa, nhưng ai sẽ có cái nhìn xa rộng và sự bạo gan của Buffett để có thể bỏ qua nguyên tắc này? Nhà đầu tư năm 1958 chờ đợi mối quan hệ có tuổi thọ cả thế kỷ giữa lợi tức cổ tức và lợi tức thị trường trái phiếu tái lập lại tới giờ sẽ vẫn đang chờ đợi. Một khi bị đảo ngược, quan hệ này thậm chí còn di chuyển ra xa hơn.

Tuy vậy, nếu ngày nay chúng ta không thể hiểu được cuốn thánh kinh của Graham và Dodd khi thiếu những đoạn viết bình luận, thì thái độ trong tác phẩm này sẽ trưởng tồn. Nhà đầu tư là con người, do đó sẽ có lòng tham, nỗi sợ, áp lực, nghi ngờ và toàn bộ các cảm xúc của con người. Những người tôi luyện bản thân để có thể vượt qua được cảm xúc sẽ kiểm ra tiền. Hễ mà xu hướng bầy đàn của con người còn tồn tại, sẽ có cơ hội cho những người đi ngược trào lưu, những người không sợ đứng một mình. Hãy suy nghĩ về Graham và Dodd với tinh thần của Hamlet, hoàng tử Đan Mạch, người đã tuyên bố rằng: “Chúa phù hộ những người/Máu và quyết định trộn lẫn vào nhau,/Họ không phải là chiếc tẩu trên ngón tay của số phận/Để biết khi nào số phận mỉm cười.”<sup>1</sup>

---

1. *Hamlet*, Hồi III, Cảnh 2.

## *Chương 17*

# **CHỨNG KHOÁN ĐẶC QUYỀN**

---

**G**iờ đến phần quan trọng thứ hai trong cách phân loại chứng khoán đã hiệu chỉnh của chúng tôi, trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi được người mua cho là phụ thuộc vào sự thay đổi lớn trong giá trị tiền gốc. Trong phần thảo luận giới thiệu (Chương 5), chúng tôi chia nhỏ nhóm này thành hai đầu mục: những chứng khoán mang tính đầu cơ vì không đủ an toàn, và những chứng khoán đầu cơ vì chúng sở hữu đặc quyền chuyển đổi hay đặc tính tương tự tạo ra những dao động thị giá.<sup>1</sup>

## **CHỨNG KHOÁN ƯU TIÊN CAO CÓ ĐẶC QUYỀN ĐẦU CƠ**

Bên cạnh việc tận hưởng trái quyền ưu tiên cho một giá trị cố định tiền gốc và lợi nhuận, trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi có thể được trao quyền để chia sẻ các lợi ích tích lũy của cổ phiếu phổ thông. Những đặc quyền này được chia làm 3 loại, được xác định như sau:

1. Chuyển đổi – có quyền chuyển đổi từ chứng khoán ưu tiên cao thành cổ phiếu theo những điều kiện được quy định.

---

1. Phiên bản năm 1934, chúng tôi có một phần nói về chất lượng đầu tư chứng khoán ưu tiên cao chất lượng có thể mua ở mức giá hời. Cho dù những chứng khoán này xuất hiện nhiều trong giai đoạn 1931 – 1933, kể từ thời điểm đó chúng trở nên rất hiếm – ngay cả khi thị trường sụt giảm trong giai đoạn 1937 – 1938. Do vậy, để tiết kiệm không gian, chúng tôi bỏ qua phần này.

2. Tham gia – theo đó lợi nhuận bổ sung có thể được trả cho những người giữ chứng khoán ưu tiên cao, thường phụ thuộc vào giá trị cổ tức cổ phiếu phổ thông được công bố.
3. Đăng ký – người giữ trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi có thể mua cổ phiếu phổ thông ở nhiều mức giá, số lượng và trong các giai đoạn được quy định.<sup>1</sup>

Vì quyền chuyển đổi thường xuất hiện nhiều nhất trong 3 quyền trên, chúng ta sẽ sử dụng từ “chứng khoán chuyển đổi” khi nhắc đến các chứng khoán đặc quyền nói chung.

**Những chứng khoán này có hình thái hấp dẫn.** Theo các điều khoản của bất kỳ loại nào trong số 3 loại đặc quyền trên, một chứng khoán ưu tiên cao gần như có tất cả khả năng lợi nhuận của một cổ phiếu phổ thông. Trên góc độ hình thái, những chứng khoán như vậy phải được xem là hấp dẫn nhất, vì chúng là sự kết hợp của tính an toàn cao nhất và cơ hội tăng giá không giới hạn. Trái phiếu đáp ứng tất cả yêu cầu của một khoản đầu tư lành mạnh đồng thời sở hữu đặc quyền chuyển đổi hấp dẫn chắc chắn trở thành một lựa chọn muôn rất đáng mong đợi.

1. Còn một loại thỏa thuận chia sẻ lợi nhuận thứ tư, ít quan trọng hơn 3 loại vừa mô tả; thỏa thuận này lần đầu tiên xuất hiện trong giai đoạn thị trường bò 1928 – 1929. Nó được gọi là trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi “chọn lựa”. Quyền chọn bao gồm nhận lãi suất hay cổ tức bằng một lượng cổ phiếu phổ thông nhất định (nghĩa là giá cố định trên cổ phiếu) thay vì tiền mặt.

Ví dụ: Trái phiếu ưu tiên chuyển đổi 6 đô-la, Loại quyền chọn năm 1929 của Commercial Investment Trust, cho phép người giữ có quyền chọn nhận cổ tức ở tỷ lệ thường niên bằng  $\frac{1}{13}$  cổ phiếu phổ thông thay cho 6 đô-la tiền mặt. Khoản này tương đương với giá 78 đô-la một cổ phiếu phổ thông, nghĩa là quyền chọn có giá hơn mỗi khi được bán trên giá 78. Tương tự, Giấy nợ chuyển đổi 6% quyền chọn của Warner Brothers Pictures, Inc., đáo hạn năm 1939, phát hành năm 1929, trao cho người nắm giữ quyền nhận lãi suất ở tỷ lệ thường niên bằng một cổ phiếu phổ thông thay vì 60 đô-la tiền mặt.

Có thể nói rằng thỏa thuận chọn lựa là một hình thái điều chỉnh của đặc quyền chuyển đổi, theo đó lãi suất hay cổ tức được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông. Trong hầu hết trường hợp của tất cả những chứng khoán này, tiền gốc cũng có thể được chuyển đổi. Tính chuyển đổi riêng biệt của các khoản chi trả thu nhập cũng khiến đặc quyền hấp dẫn thêm đôi phần, dù không nhiều.

**Kết quả đầu tư không đáng ganh ty: Nguyên do.** Bất chấp lập luận ăn tuợng ủng hộ chứng khoán ưu tiên cao đặc quyền như một hình thái đầu tư, chúng ta phải nhìn nhận rằng kết quả đầu tư thực tế của nhóm chứng khoán này nhìn chung chưa thỏa mãn. Có thể tồn tại hai lý do cho sự khác biệt giữa tiềm năng hứa hẹn và kết quả thực tế này.

Trước hết, chỉ một phần nhỏ các chứng khoán đặc quyền thực sự đáp ứng được những yêu cầu nghiêm ngặt của một khoản đầu tư lành mạnh. Đặc tính chuyển đổi thường được chào mời để bù đắp cho sự an toàn không đầy đủ.<sup>1</sup> Nhược điểm này có thể được thấy rõ trong giai đoạn chứng khoán chuyển đổi thịnh hành nhất, giữa năm 1926 và 1929.<sup>2</sup> Trong những năm này, đa phần các công ty công nghiệp vững chãi đều huy động vốn từ việc bán cổ phiếu phổ thông, trong khi những công ty yếu hơn – hay vốn hóa yếu – nỗ lực huy động từ chứng khoán ưu tiên cao đặc quyền.

Lý do thứ hai liên quan đến các điều kiện để nhận lợi nhuận từ đặc quyền chuyển đổi. Dù rằng trái phiếu chuyển đổi không có giới hạn trên, có một giới hạn thực sự cho lợi nhuận mà người giữ có thể hiện thực hóa thành công trong khi vẫn duy trì được vị thế đầu tư. Sau khi chứng khoán đặc quyền đã tăng giá cùng với cổ phiếu phổ thông, giá của nó nhanh chóng phụ thuộc vào sự thay đổi giá cổ phiếu theo cả hai chiều, và việc tiếp tục giữ chứng khoán ưu tiên cao kia trở thành một hoạt động đầu cơ. Một ví dụ sẽ giải thích rõ điểm này:

1. Báo cáo Ủy ban Chứng khoán Công nghiệp của Hiệp hội Ngân hàng Đầu tư Hoa Kỳ năm 1927 trình bày một đề xuất trên tinh thần chấp thuận rằng, vì một tỷ lệ phần trăm nhất định, chứng khoán ưu tiên cao của các doanh nghiệp công nghiệp quy mô vừa “có khả năng thua lỗ nghiêm trọng trong giai đoạn 5 hay 10 năm”, nhà đầu tư nên có quyền tham gia nhận thu nhập tương lai thông qua đặc quyền chuyển đổi hay các đặc quyền khác để bù đắp cho rủi ro này. Hãy xem Các vụ kiện tụng của Hội nghị Thường niên Lần thứ 16 của Hiệp hội Ngân hàng Đầu tư Hoa Kỳ, tr. 144-145, 1927.

2. Trước khi SEC phát hành Ấn bản số 208 (Con số thống kê) vào ngày 16 tháng 2 năm 1939, không có soạn phẩm toàn diện nào được thực hiện và duy trì thường xuyên về khối lượng theo đồng đô-la của các chứng khoán đặc quyền. Ấn bản này mang đến dữ liệu theo quý cho giai đoạn từ ngày 1 tháng 4 năm 1937 đến 31 tháng 12 năm 1938 và dữ liệu bổ sung sau đó được SEC xuất bản theo quý.

Giả sử chúng ta mua trái phiếu 3½% xếp hạng cao ở mệnh giá, có thể chuyển đổi thành hai cổ phiếu với mỗi trái phiếu 100 đô-la (nghĩa là chuyển thành cổ phiếu phổ thông ở mức giá 50). Cổ phiếu được bán ở giá 45 khi trái phiếu được mua.

*Giai đoạn đầu tiên:* (1) Nếu cổ phiếu giảm xuống 35, trái phiếu có thể vẫn ở gần mệnh giá. Thực tế này minh họa lợi thế kỹ thuật đã được tuyên bố của chứng khoán chuyển đổi so với cổ phiếu. (2) Nếu cổ phiếu tăng lên 55, giá của trái phiếu nhiều khả năng sẽ tăng lên 115 hay cao hơn nữa. (“giá trị chuyển đổi ngay” của nó là 110, nhưng sự chênh giá này là hợp lý vì trái phiếu có lợi thế hơn so với cổ phiếu). Điều này minh họa các khả năng đầu cơ chắc chắn của chứng khoán chuyển đổi đó.

*Giai đoạn thứ hai:* Cổ phiếu tăng lên 65. Giá trị chuyển đổi của trái phiếu giờ là 130, và nó sẽ được bán ở giá đó hay cao hơn một chút. Ở điểm này, người mua ban đầu đối mặt với một vấn đề. Trong một phạm vi rộng, giá tương lai của trái phiếu phụ thuộc hoàn toàn vào giá của cổ phiếu. Để tìm kiếm lợi nhuận lớn hơn, người này phải chấp nhận rủi ro mất đi lợi nhuận đã nắm trong tay – yếu tố thực sự cấu thành một phần quan trọng giá trị thị trường hiện tại của chứng khoán. (Cổ phiếu phổ thông mất giá có thể dễ dàng khiến trái phiếu tụt giá từ 130 xuống 110.) Nếu chọn giữ chứng khoán, người này đã đặt bản thân vào một vị thế rất giống với cổ đông cổ phiếu phổ thông, và sự tương đồng này gia tăng nhanh chóng khi giá tăng cao hơn. Ví dụ, nếu vẫn giữ trái phiếu ở mức 180 (90 cho cổ phiếu), theo thực tế, người này đã nhận vị thế và rủi ro của một cổ đông cổ phiếu.

*Lợi nhuận không giới hạn trong những chứng khoán có vị thế cổ đông.* Khả năng lợi nhuận không giới hạn của chứng khoán đặc quyền là một ảo tưởng nghiêm trọng. Khả năng này phải được xác định không chỉ bằng việc sở hữu một trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi mà bằng cách chấp nhận vị thế của cổ đông cổ phiếu phổ thông – điều mà bất kỳ người giữ chứng khoán không chuyển đổi nào có thể thực hiện nhờ đổi trái phiếu lấy cổ phiếu. Thực tế mà nói, phạm vi sinh lợi của chứng khoán chuyển đổi, dù vẫn duy trì lợi thế của một khoản đầu tư, thường xuyên bị giới hạn trong vùng từ

25-35% mệnh giá. Vì lý do này, những người mua chứng khoán đặc quyền ngay từ đầu thường không giữ chúng ở giá cao hơn một chút so với các khoản lợi nhuận thị trường tối đa mà những chứng khoán thành công nhất có thể có được, và trên thực tế chúng không đem về những khoản lợi nhuận lớn. Do đó, lợi nhuận thu được có thể không bù đắp được những thua lỗ đôi khi xảy ra bởi các cam kết không lành mạnh.

**Ví dụ về các chứng khoán hấp dẫn.** Hai luận cứ phản bác vừa thảo luận hẳn đã làm giảm bớt đáng kể sự hào hứng của nhà đầu tư cho nhóm chứng khoán ưu tiên cao đặc quyền, nhưng chúng không thể nào hủy hoại các lợi thế vốn có hay các khả năng tận dụng những chứng khoán này để có được thành công hợp lý. Dù rằng hầu hết các chứng khoán chuyển đổi mới có thể không được bảo đảm đầy đủ,<sup>1</sup> thường chúng là các trường hợp ngoại lệ với nguyên tắc này và nên được nhà đầu tư tinh táo quan tâm. Ở đây chúng tôi nêu ra 3 ví dụ điển hình về các cơ hội như vậy lấy từ các doanh nghiệp tiện ích, đường sắt và công nghiệp.

1. *Giấy nợ Chuyển đổi 3½% của Commonwealth Edison Company, đáo hạn 1958.* Những trái phiếu này được chào bán cho các cổ đông vào tháng 6 và tháng 9 năm 1938 ở mệnh giá. Các con số thống kê của doanh nghiệp cho thấy đủ bằng chứng để trấn an nhà đầu tư rằng giấy nợ này là các khoản đầu tư lành mạnh ở mức giá kia. Chúng có thể được chuyển đổi thành 40 cổ phiếu phổ thông cho đến khi đáo hạn hoặc được mua lại trước thời điểm đó. Tháng 9 năm 1938, có thể mua các giấy nợ này tại NYSE ở mức mệnh giá khi cổ phiếu được bán ở mức 24½%. Ở mức giá này, trái phiếu và cổ phiếu được bán rất gần giá nhau, và một sự tăng giá nhẹ của cổ phiếu có thể khiến người giữ trái phiếu bán đi để thu lời. Chỉ chưa đầy một năm sau (tháng 7 năm 1939), cổ phiếu đã tăng lên 31¾%, và trái phiếu tăng lên 124¾.

---

1. Nhận định này không áp dụng cho trái phiếu chuyển đổi phát hành từ năm 1933 đến nay vì hầu hết các chứng khoán đó đáp ứng được những tiêu chuẩn đầu tư của chúng tôi.

2. *Trái phiếu chuyển đổi 5% của Chesapeake & Ohio Railway Company, đáo hạn 1946.* Những trái phiếu này ban đầu được chào bán cho cổ đông vào tháng 6 năm 1916. Chúng có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông ở giá 75 tới ngày 1 tháng 4 năm 1920; ở giá 80 từ sau ngày đó đến ngày tháng 4 năm 1923; ở giá 90 từ sau ngày đó đến ngày 1 tháng 4 năm 1926; và ở giá 100 từ sau ngày đó đến ngày 1 tháng 4 năm 1936. Cuối năm 1924, có thể bán chúng với giá gần giá cổ phiếu (nghĩa là không cần trả thêm cho đặc quyền) và gần với mệnh giá. Nói chính xác, chúng được bán vào 28 tháng 11 năm 1924 ở mức 101 khi cổ phiếu được bán ở mức 91. Vào thời điểm đó, thu nhập của doanh nghiệp liên tục tăng trưởng và cho thấy trái phiếu được bảo đảm đầy đủ. (Các chi phí lãi vay cố định được bảo đảm gấp hai lần vào năm 1924.) Giá trị đặc quyền chuyển đổi được thực tế chứng minh khi cổ phiếu được bán ở giá 131 trong năm sau, khiến trái phiếu trị giá tăng lên 145.
3. *Trái phiếu 5½% của Rand Kardex Bureau, Inc., đáo hạn 1931.* Những trái phiếu này ban đầu được bán vào tháng 12 năm 1925 ở giá 99½. Chúng đi cùng với chứng quyền mua cổ phiếu (có thể tách rời sau ngày 1 tháng 1 năm 1927) cho phép người giữ mua 22½ cổ phiếu phổ thông Nhóm A ở giá 40 đô-la/cổ phiếu trong năm 1926, 42,5 đô-la/cổ phiếu năm 1927, 45 đô-la một cổ phiếu năm 1928, 47,5 đô-la/cổ phiếu năm 1929, 50 đô-la/cổ phiếu năm 1930. (Cổ phiếu Nhóm A thực tế là một chứng khoán ưu đãi có quyền tham gia.) Trái phiếu có thể được sử dụng để đổi thành cổ phiếu theo chứng quyền mua ở mệnh giá, một điều khoản hầu như khiến trái phiếu này có thể chuyển đổi thành cổ phiếu. Trái phiếu có vẻ được bảo đảm đầy đủ. Các số liệu thống kê trước đó (dựa trên thu nhập của những công ty đi trước) thể hiện các hệ số bảo đảm lãi suất trên trái phiếu như sau:

Năm	Số lần bảo đảm lãi suất
1921 (năm khủng hoảng)	1,7
1922 (năm khủng hoảng)	2,3
1923	6,7
1924	7,2
1925 (9 tháng)	12,2

Tài sản ngắn hạn ròng cao hơn mệnh giá của trái phiếu hai lần.

Khi trái phiếu được chào bán ra công chúng, cổ phiếu Nhóm A có giá khoảng 42, đồng nghĩa với một giá trị tức thời của chứng quyền mua cổ phiếu. Năm tiếp theo, cổ phiếu tăng lên 53 và trái phiếu lên 130  $\frac{1}{2}$ . Năm 1927 (khi Rand Kardex sáp nhập với Remington Typewriter), cổ phiếu tăng lên 76 và trái phiếu lên 190.

**Ví dụ về một chứng khoán không hấp dẫn.** Trái ngược với những ví dụ trên, chúng tôi sẽ đưa ra một ví dụ minh họa về một chứng khoán chuyển đổi nhìn có vẻ hấp dẫn nhưng cơ bản không lành mạnh được mô tả trong giai đoạn 1928-1929.

*Phiếu khoán chuyển đổi 6% của National Trade Journals, Inc., đáo hạn 1938.* Doanh nghiệp khởi sự vào tháng 2 năm 1928 để mua và xuất bản khoảng một chục tạp chí thương mại. Vào tháng 11 năm 1928, nó bán khoảng 2.800.000 đô-la giá trị phiếu khoán nêu trên ở giá 97 $\frac{1}{2}$ . Phiếu khoán ban đầu có khả năng chuyển đổi thành 27 cổ phiếu phổ thông (ở giá 37,03 đô-la/cổ phiếu) cho đến ngày 1 tháng 11 năm 1930; thành 25 cổ phiếu phổ thông (ở giá 40 đô-la/cổ phiếu) từ ngày đó đến ngày 1 tháng 11 năm 1932; và ở những mức giá tăng tiến tới 52,63 đô-la/cổ phiếu trong hai năm cuối đời của trái phiếu.

Có thể mua những trái phiếu này tại thời điểm phát hành và trong nhiều tháng sau đó ở những mức giá chỉ cao hơn mức giá tương đương của cổ phiếu một chút. Đặc biệt, có thể mua chúng ở giá 97 $\frac{1}{2}$  vào 30 tháng 11, khi cổ phiếu có giá 34 $\frac{1}{8}$ , nghĩa là cổ phiếu chỉ cần tăng hai điểm là đủ bảo đảm lợi nhuận trên chứng khoán chuyển đổi.

Tuy nhiên, chẳng lúc nào trái phiếu này có vẻ được bảo đảm đầy đủ bất chấp những thông tin hấp dẫn trong bảng thông tin chào mua. Thu nhập “ước tính” trong bảng thông tin chào mua của doanh nghiệp tiền nhiệm dựa trên mức  $3\frac{1}{2}$  của các năm trước – mức cao hơn lãi suất trái phiếu 4,16 lần. Nhưng gần phân nửa thu nhập ước tính này được kỳ vọng đến từ các nền kinh tế theo dự đoán sẽ phải sắp xếp lại theo hướng giảm lương... Sẽ không thể hiển nhiên thuyết phục nhà đầu tư bảo thủ chấp nhận những “thu nhập” này, đặc biệt là với loại hình kinh doanh rủi ro và cạnh tranh như vậy, với một lượng tài sản hữu hình tương đối nhỏ.

Loại bỏ yếu tố “thu nhập” ước tính đã nêu trong đoạn văn trên, con số thống kê vào thời điểm phát hành và sau đó của doanh nghiệp sẽ như sau:

Năm	Phạm vi giá trái phiếu	Phạm vi giá cổ phiếu	Giá chuyển đổi chủ đạo (đô-la)	Hệ số bảo đảm lãi suất	Thu nhập theo cổ phiếu (đô-la)
1925				1,73*	0,78*
1926				2,52*	1,84*
1927				2,80*	2,20*
1928	100 - 97½	35% - 30	37,03	1,69†	1,95
1929	99 - 50	34% - 5	37,03	1,86†	1,04
1930	42 - 10	6% - ½	37,03 - 40	0,09†	1,68(d)
1931	10½ - 5	1	40,00	Thụ lý	

\* Doanh nghiệp tiền nhiệm. Con số trước cổ phiếu sau khi đã ước tính thuế thu nhập liên bang. Thu nhập thực sự trong vòng 10 tháng năm 1928 và năm tài chính tiếp theo.

Người thụ lý được bổ nhiệm vào năm 1931. Các tài sản được bán vào tháng 8 năm đó, và người giữ trái phiếu sau đó nhận được khoảng  $8\frac{1}{2}$  xu trên một đô-la.

**Nguyên tắc rút ra.** Từ những ví dụ đối lập này, có thể phát triển một nguyên tắc đầu tư và nguyên tắc này có thể trở thành một định hướng đánh giá việc lựa chọn các chứng khoán ưu tiên cao đặc quyền. Nguyên tắc này như sau: *Một chứng khoán ưu tiên cao đặc quyền, bán gần hay trên mệnh giá, phải đáp ứng các điều kiện hoặc của các lựa chọn đầu tư giá trị cố định*

*thẳng hay của lựa chọn đầu cơ cổ phiếu phổ thông và nó phải được mua khi có thể thấy rõ một hay hai điều kiện kia.*

Các điều kiện thay thế trên cho ra hai cách tiếp cận khác biệt để mua chứng khoán đặc quyền. Nó có thể được mua như một lựa chọn đầu tư lành mạnh với cơ hội lợi nhuận *ngẫu nhiên* khi giá trị tiền gốc gia tăng, hoặc có thể được mua *chủ yếu* như một hình thái đầu cơ cổ phiếu phổ thông hấp dẫn. Nói chung, sẽ không có lựa chọn ở giữa. *Nhà đầu tư* hứng thú với sự an toàn vốn không nên hạ giá các yêu cầu của mình để có lợi nhuận từ đặc quyền chuyển đổi; *nhà đầu cơ* không nên bị hấp dẫn bởi một lời hứa tầm thường vì chứng khoán đi theo băng hợp đồng trái phiếu.

Chúng tôi phản đối bất kỳ sự thỏa hiệp nào giữa thái độ thuần túy đầu tư và thái độ đầu cơ rõ ràng chủ yếu dựa trên các cơ sở chủ quan. Khi có thái độ ở giữa, kết quả thường rối rắm, tự duy mờ mịt, và tự dối bản thân. Nhà đầu tư người cảm thấy hài lòng với các yêu cầu an toàn để nắm lấy đặc quyền chia sẻ lợi nhuận thường không được chuẩn bị về tài chính hay tinh thần trước các thua lỗ không thể tránh khỏi nếu vận may không mỉm cười. Nhà đầu cơ muốn giảm rủi ro bằng cách mua chứng khoán chuyển đổi nhiều khả năng thấy rằng lợi ích chính của mình bị chia sẻ giữa doanh nghiệp và các điều khoản của đặc quyền, và nhiều khả năng người này sẽ không thể quyết định được liệu thực sự bản thân mình là một cổ đông hay người giữ trái phiếu. (Chứng khoán đặc quyền bán ở các mức chiết khấu sâu so với mệnh giá thường nhìn chung không tuân theo nguyên tắc này, vì chúng thuộc một nhóm thứ hai các chứng khoán ưu tiên cao đầu cơ sẽ được thảo luận ở sau.)

Quay trở lại ví dụ của chúng tôi, có thể thấy rằng trái phiếu  $3\frac{1}{2}\%$  của Commonwealth Edison có thể được mua một cách đúng đắn cho mục đích đầu tư mà *chẳng cần đánh giá đến đặc điểm chuyển đổi*. Nhiều khả năng đặc quyền này có giá và thực tế đó khiến trái phiếu này đặc biệt hấp dẫn vào thời điểm phát hành. Cũng có thể nhận định tương tự với trường hợp trái phiếu Chesapeake, Ohio và Rand Kardex. Cả 3 chứng khoán đó có thể

hấp dẫn nhà đầu cơ, người tin rằng cổ phiếu phổ thông sẽ tăng giá trong tương lai.

Mặt khác, Giấy nợ của National Trade Journals không thể vượt qua được các bài kiểm tra an toàn định tính và định lượng. Do đó, chúng chỉ hấp dẫn với người rất tự tin vào giá trị tương lai của cổ phiếu phổ thông. Tuy nhiên, nhiều khả năng hầu hết người mua chứng khoán này không thực hiện hành động mua từ động cơ đầu tư hay đầu cơ vào cổ phiếu phổ thông của National Trade Journals mà từ các điều kiện hấp dẫn của đặc quyền chuyển đổi và cảm giác rằng chúng là một lựa chọn đầu tư trái phiếu “khá an toàn”. Chính thỏa hiệp giữa một lựa chọn đầu tư thực thụ và một lựa chọn đầu cơ thực thụ là điều mà chúng tôi không tán thành, chủ yếu vì người mua không hiểu rõ mục đích của việc mua hay rủi ro mà anh ta đang đối mặt.

**Các nguyên tắc về giữ hoặc bán.** Đã nhắc đến nguyên tắc cơ bản để định hướng việc lựa chọn chứng khoán đặc quyền, câu hỏi tiếp theo là có thể thiết lập những nguyên tắc nào liên quan đến việc giữ hoặc bán chứng khoán. Các chứng khoán chuyển đổi được mua chủ yếu vì có thể giữ quan hệ với cổ phiếu phổ thông để kiếm lợi nhuận cao hơn những chứng khoán được mua để đầu tư. Nếu một trái phiếu của nhóm chứng khoán chuyển đổi tăng từ 100 lên 150, tự thân sự chênh lệch về giá lớn không phải một lý do quan trọng để bán; thay vào đó, người chủ sở hữu phải quyết định liệu cổ phiếu phổ thông có tăng đủ mạnh để có thể hiện thực hóa lợi nhuận hay chưa. Nhưng khi mua trái phiếu thì có thể kỳ vọng các giới hạn lợi nhuận tham gia trực tiếp vào cuộc chơi. Với những lý do được giải thích ở trên, người mua chứng khoán đặc quyền thận trọng sẽ không thường xuyên giữ chúng cao hơn mức tăng giá 25 đến 35%. Điều này có nghĩa là một hoạt động đầu tư thực sự thành công trong lĩnh vực chứng khoán chuyển đổi không tồn tại trong một giai đoạn dài. Do đó, những chứng khoán như vậy nên được mua với định hướng về khả năng giữ dài hạn nhưng với hy vọng rằng lợi nhuận tiềm năng sẽ được hiện thực hóa trong ngắn hạn.

Thảo luận trên dẫn đến phát biểu về một nguyên tắc khác:

*Trong một trường hợp điển hình, nhà đầu tư không nên chuyển đổi một trái phiếu chuyển đổi. Nó nên được giữ hoặc bán.*

Đúng là mục tiêu của đặc quyền là thực hiện chuyển đổi khi có lợi. Nếu giá trái phiếu tăng cao, lợi tức hiện tại của nó sẽ giảm đến một con số kém hấp dẫn, và thường sẽ có một khoản lợi nhuận đáng kể được hiện thực hóa thông qua việc đổi thành cổ phiếu. Tuy vậy, khi nhà đầu tư đổi trái phiếu thành cổ phiếu, người này từ bỏ quyền ưu tiên và trái quyền hoàn toàn với tiền gốc và lãi suất – yếu tố tiền đề cho quyết định mua ban đầu. Nếu sau khi chuyển đổi mọi thứ trở nên tồi tệ, cổ phiếu của người này có thể sụt giá dưới chi phí ban đầu của trái phiếu, và người này sẽ không chỉ mất lợi nhuận mà còn mất một phần tiền vốn.

Hơn nữa, người này gặp phải rủi ro chuyển đổi bản thân mình – nhìn chung, cũng như trong những trường hợp cụ thể – từ nhà đầu tư trái phiếu thành tay đầu cơ cổ phiếu. Phải công nhận rằng có thứ gì đó khó lường trong một trái phiếu chuyển đổi tốt có thể khiến nó dễ dàng trở thành cái bẫy đắt giá dành cho những người không thận trọng. Để tránh rủi ro này, nhà đầu tư phải kiên quyết xem xét thận trọng. Khi giá trái phiếu vượt ra khỏi phạm vi đầu tư, anh ta phải bán; quan trọng hơn hết, anh ta không được nghi ngờ đánh giá của bản thân và chần chờ xem liệu trái phiếu sau đó có tăng cao hơn không. Hành vi của thị trường, một khi đã đi vào vùng đầu cơ, không còn là vấn đề của nhà đầu tư nữa mà là vấn đề biến động giá cổ phiếu đầu cơ – vấn đề mà anh ta chẳng biết gì cả.

Nếu nhà đầu tư nhìn chung tuân theo cách hành động được khuyến nghị ở đây, phải mua trái phiếu chuyển đổi theo một mục đích cụ thể được quyết định một cách độc lập để mua chứng khoán vì lý do đầu cơ hoặc vì lý do được cho là đầu tư.<sup>1</sup> Các lập luận phản đối việc chuyển đổi chứng khoán

---

1. Trong thực hành thực tế, hoạt động chuyển đổi cũng thường được thực hiện trong các giao dịch mua bán chênh lệch giá liên quan đến việc mua trái phiếu và cùng lúc bán cổ phiếu ở giá

chuyển đổi cũng sẽ có sức thuyết phục tương tự với việc thực thi chứng quyền mua cổ phiếu gắn với các trái phiếu khi các trái phiếu này được mua để đầu tư.

Một chính sách đầu tư tiếp diễn trong chứng khoán đặc quyền, dưới các điều kiện thuận lợi, sẽ thường xuyên đòi hỏi hiện thực hóa lợi nhuận và thay thế bằng các chứng khoán mới vốn không bán được ở mức giá quá cao. Cụ thể hơn, trái phiếu được mua ở giá 100 sẽ được bán ở mức, ví dụ là 125 và bị thay thế bởi một chứng khoán chuyển đổi khác tốt hơn chứng khoán có thể được mua ở mệnh giá. Những cơ hội thỏa đáng dạng này nhiều khả năng sẽ không tiếp tục tồn tại hoặc nhà đầu tư có thể sẽ không phát hiện ra tất cả những cơ hội này. Nhưng xu hướng huy động vốn trong những năm gần đây hứa hẹn sự tái xuất hiện của một lượng kha khá chứng khoán chuyển đổi thực sự hấp dẫn. Sau giai đoạn 1926-1929, với dấu ấn của một trận lụt, những chứng khoán đặc quyền nhìn chung kém chất lượng, và giai đoạn 1930-1934, khi trọng tâm an toàn khiến đặc quyền chuyển đổi hầu như biến mất trong hoạt động chào mua trái phiếu mới, chắc chắn tình huống đã trở về mức cân bằng. Đó là khi đặc điểm tham gia chia sẻ lợi nhuận đôi khi được sử dụng để thuận tiện hóa quá trình chào bán trái phiếu lành mạnh. Hầu hết những trái phiếu được bán giữa năm 1934 và 1939 hoặc có tỷ lệ lãi suất thấp hoặc ngay lập tức nhảy lên một ngưỡng cao đến mức đáng tránh xa. Nhưng chúng tôi nghiêng về nhận định rằng nhà đầu tư sáng suốt và cẩn thận sẽ một lần nữa có thể tìm thấy đủ các cơ hội hấp dẫn xuất hiện trong lĩnh vực này.

---

cao hơn một chút so với “giá chuyển đổi tương đương”.

## *Chương 18*

# **ĐẶC TÍNH KỸ THUẬT CỦA CHỨNG KHOÁN ƯU TIÊN CAO ĐẶC QUYỀN**

---

---

Trong chương trước, chứng khoán ưu tiên cao đặc quyền được cân nhắc trong quan hệ với các nguyên tắc rộng hơn về đầu tư và đầu cơ. Để có kiến thức đầy đủ về nhóm chứng khoán này từ khía cạnh thực tế, một thảo luận sâu hơn về các đặc tính của chúng giờ sẽ được trình bày. Để thuận tiện, có thể thực hiện nghiên cứu này ở 3 khía cạnh: (1) các cân nhắc chung dành cho cả 3 loại đặc quyền – chuyển đổi, tham gia và đăng ký (“chứng quyền”); (2) giá trị tương đối của từng loại, khi so sánh với những loại khác; (3) các khía cạnh kỹ thuật của từng loại, được cân nhắc riêng.<sup>1</sup>

### **CÁC CÂN NHẮC ÁP DỤNG CHUNG CHO CHỨNG KHOÁN ĐẶC QUYỀN**

Sự hấp dẫn của đặc điểm chia sẻ lợi nhuận phụ thuộc vào hai yếu tố chính nhưng hoàn toàn độc lập: (1) *điều kiện* của thỏa thuận và (2) *viễn cảnh* lợi nhuận. Minh họa đơn giản như sau:

---

1. Chủ đề này được trình bày tương đối dài vì tầm quan trọng ngày càng tăng của chứng khoán đặc quyền và sự thiếu vắng những thảo luận trọn vẹn trong những quyển sách giáo khoa tiêu chuẩn.

<b>Doanh nghiệp A</b>	<b>Doanh nghiệp B</b>
Trái phiếu 4% bán ở mức giá 100	Trái phiếu 4% bán ở mức giá 33½
Có thể chuyển đổi thành cổ phiếu ở giá 50 (nghĩa là 2 cổ phiếu cho trái phiếu 100 đô-la)	Có thể chuyển đổi thành cổ phiếu ở giá 50 (nghĩa là 3 cổ phiếu cho trái phiếu 100 đô-la)
Cổ phiếu bán ở giá 30	Cổ phiếu bán ở giá 30

### **Các điều kiện của đặc quyền so với viễn cảnh của doanh nghiệp.**

Các *điều kiện* của đặc quyền chuyển đổi rõ ràng hấp dẫn hơn trong trường hợp Trái phiếu B; vì cổ phiếu chỉ cần tăng giá cao hơn 3 điểm là có lợi nhuận trong khi Cổ phiếu A phải tăng hơn 30 điểm để khiến quyền chuyển đổi sinh lợi. Tuy nhiên, Trái phiếu A vẫn hoàn toàn có thể là một lựa chọn mua có lợi hơn. Vì Cổ phiếu B vẫn có thể không tăng chút nào trong khi Cổ phiếu A có thể tăng gấp đôi hay gấp ba.

Giữa hai yếu tố, lợi nhuận sẽ cao hơn khi chúng ta chọn đúng doanh nghiệp so với khi chọn chứng khoán có các điều kiện mong muốn. Chắc chắn không tồn tại cơ sở toán học nào trình bày rằng sự hấp dẫn của doanh nghiệp có thể bù đắp cho các điều kiện của đặc quyền, và sẽ không tồn tại trạng thái cân bằng giữa hai yếu tố giá trị hoàn toàn độc lập này. Nhưng khi phân tích chứng khoán đặc quyền xếp hạng đầu tư, các điều kiện đặc quyền phải được chú ý kỹ lưỡng hơn, không chỉ vì chúng quan trọng hơn mà còn bởi vì chắc chắn người mua sẽ gặp khó khăn khi xử lý vấn đề này. Đường như xác định một doanh nghiệp hứa hẹn hơn một doanh nghiệp khác sẽ tương đối dễ dàng. Nhưng sẽ không dễ để xác định rằng một cổ phiếu phổ thông ở một mức giá nhất định rõ ràng đáng yêu thích hơn một cổ phiếu khác ở mức giá hiện tại của nó.

Quay trở lại ví dụ của chúng tôi, nếu khá rõ ràng, hoặc có nhiều khả năng, Cổ phiếu A sẽ tăng giá lên mức 50 so với khả năng Cổ phiếu B tăng giá lên mức 33, thì cả hai chứng khoán sẽ không có giá 30. Tuy nhiên, Cổ phiếu A sẽ được bán cao hơn. Quan điểm của chúng tôi là thị giá nhìn chung đã phản ánh bất kỳ sự ưu việt nào của một doanh nghiệp so với một doanh nghiệp khác. Nhà đầu tư yêu thích Trái phiếu A hơn

vì kỳ vọng rằng cổ phiếu liên đới sẽ tăng giá nhiều hơn Cổ phiếu B, đang đưa ra đánh giá độc lập trong một môi trường không chắc chắn và theo đó các sai lầm tất yếu thường xảy ra. Bởi vậy, chúng tôi không tin rằng chính sách mua chứng khoán đặc quyền từ cách tiếp cận đầu tư thành công có thể chủ yếu dựa vào quan điểm của người mua về tăng trưởng lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp. (Nói về điểm này, chúng tôi thực sự chỉ đang lặp lại một nguyên tắc đã nêu ra trước đó trong lĩnh vực đầu tư giá trị cố định).

Khi sử dụng cách tiếp cận đầu cơ, nghĩa là chứng khoán được mua chủ yếu như mong đợi để có lợi ích trong cổ phiếu. Tuy nhiên, việc đặt trọng số cao vào viễn cảnh tương lai của doanh nghiệp trong đánh giá của người mua là hợp lý.

**Ba yếu tố quan trọng.** *1. Mức độ đặc quyền.* Khi nghiên cứu các điều kiện đặc quyền chia sẻ lợi nhuận, chúng tôi cân nhắc 3 yếu tố thành phần. Đó là:

- a. *Mức độ* chia sẻ lợi nhuận hay lợi ích đầu cơ trên 1 đô-la đầu tư.
- b. *Tính gần gũi* của đặc quyền trong việc hiện thực hóa lợi nhuận tại thời điểm mua.
- c. *Thời hạn* của đặc quyền.

Lợi ích đầu cơ gắn với chứng khoán ưu tiên cao chuyển đổi hoặc mang theo chứng quyền sẽ tương đương với giá thị trường của lượng cổ phiếu được chuyển đổi từ đặc quyền. Với những điều kiện khác tương đương, lợi ích đầu cơ trên 1 đô-la của khoản đầu tư càng lớn thì đặc quyền càng hấp dẫn.

*Ví dụ:* Trái phiếu 5½% của Rand Kardex, được mô tả trước đó, mang theo chứng quyền để mua 22½ cổ phiếu Nhóm A ban đầu ở giá 40. Giá hiện tại của cổ phiếu Nhóm A là 42. “Lợi ích đầu cơ” có giá là  $22\frac{1}{2} \times 42$ , hay 945 đô-la trên mỗi trái phiếu 1000 đô-la.

Trái phiếu 6% của Reliable Stores Corporation, chào bán vào năm 1927, có chứng quyền để mua 5 cổ phiếu phổ thông ở giá ban đầu là 10. Giá

hiện tại của cổ phiếu phổ thông là 12. Do đó, “lợi ích đầu cơ” có giá là  $5 \times 12$ , hay 60 đô-la trên mỗi trái phiếu 1000 đô-la.

Trái phiếu 7% của Intercontinental Rubber Products Co. là một ví dụ đặc biệt về lợi ích đầu cơ lớn gắn với một trái phiếu. Theo kết quả của các điều khoản đặc biệt gắn với lần phát hành năm 1922, mỗi chứng khoán 1000 đô-la có thể chuyển đổi thành 100 cổ phiếu và cũng mang theo quyền mua bổ sung 400 cổ phiếu ở giá 10. Khi cổ phiếu được bán ở mức 10 vào năm 1925, lợi ích đầu cơ trên trái phiếu 1000 đô-la có giá là  $500 \times 10$ , hay 5000 đô-la. Nếu chứng khoán này được bán ở giá 120, lợi ích đầu cơ sẽ tương đương 417% khoản đầu tư trái phiếu – hay cao hơn 70 lần trong trường hợp chứng khoán của Reliable Stores.

Tầm quan trọng thực tế của giá trị lợi ích đầu cơ có thể được minh họa bằng so sánh tóm tắt lại 3 ví dụ nói trên như sau:

Hạng mục	Trái phiếu 6% của Reliable Store	Trái phiếu 5½% của Rand Kardex	Trái phiếu 7% của Intercontinental Rubber
Số lượng cổ phiếu có thể được chuyển đổi bởi một trái phiếu 1.000 đô-la	5	22½	500
Giá cơ sở (đô-la)	10	40	10
Mức tăng giá trái phiếu khi cổ phiếu tăng giá			
25% trên giá cơ sở	12,5	225	1.250
50% trên giá cơ sở	25	450	2.500
100% trên giá cơ sở	50	900	5.000

Trong trường hợp trái phiếu chuyển đổi, lợi ích đầu cơ luôn có giá trị bằng 100% trái phiếu ở mệnh giá khi cổ phiếu được bán ở giá chuyển đổi. Do đó, trong những chứng khoán này, các yếu tố cấu phần thứ nhất và thứ hai thể hiện cùng một thực tế. Nếu trái phiếu được bán ở mệnh giá có thể chuyển đổi thành cổ phiếu ở giá 50, và nếu cổ phiếu bán ở giá 30, thì lợi ích đầu cơ có giá bằng 60% chứng khoán, tương đương với phát biểu rằng giá cổ phiếu hiện tại phải đạt 60% trước khi thực hiện chuyển đổi mới sinh

lợi. Chứng khoán có quyền mua cổ phiếu không thể hiện quan hệ cố định nào giữa giá trị lợi ích đầu cơ và sự gần gũi của lợi ích này với lợi nhuận có thể hiện thực hóa. Trong trường hợp trái phiếu 6% của Reliable Stores, lợi ích đầu cơ rất nhỏ, nhưng nó thể hiện một lợi nhuận thực tế tại thời điểm phát hành vì cổ phiếu được bán cao hơn giá đăng ký.

*Sự hấp dẫn của đặc quyền với số lượng lớn cổ phiếu ở mức giá thấp.* Có thể nói rằng lợi ích đầu cơ với số lượng lớn cổ phiếu bán ở giá thấp về kỹ thuật hấp dẫn hơn so với số lượng ít cổ phiếu bán ở giá cao. Lý do là cổ phiếu giá thấp có khuynh hướng dao động trong phạm vi tỷ lệ phần trăm rộng hơn cổ phiếu có giá cao. Do đó, nếu một trái phiếu được bảo đảm tốt và có thể chuyển đổi thành nhiều cổ phiếu giá thấp, nó mang lại cơ hội kiếm lợi nhuận tốt mà không phải chịu rủi ro thua lỗ lớn hơn khi giá cổ phiếu xuống thấp đến mức đầu cơ.

Ví dụ, về vấn đề hình thái của đặc quyền, trái phiếu 7% của Ohio Copper Company, đáo hạn năm 1931, có thể chuyển đổi thành 1.000 cổ phiếu bán ở giá 1 đô-la, có khả năng tốt hơn trái phiếu chuyển đổi 4½% của Atchison, Topeka & Santa Fe Railway, đáo hạn năm 1948, có thể chuyển đổi thành 6 cổ phiếu, bán ở giá 166%, dù rằng trong từng trường hợp, lợi ích đầu cơ đều bằng 1.000 đô-la trên trái phiếu. Kết quả là, cổ phiếu của Ohio Copper tăng từ chưa tới 1 đô-la năm 1928 lên 4% vào năm 1929, khiến trái phiếu có giá trị gấp gần 500% mệnh giá. Trái phiếu của Atchison sẽ cần tăng từ 166 lên 800 để cho ra cùng mức lợi tức với trái phiếu chuyển đổi 4½, nhưng giá cao nhất mà nó đạt được chưa tới 300 vào năm 1929.

Trong trường hợp chứng khoán có quyền tham gia, mức độ lợi ích chia sẻ lợi nhuận sẽ thường được cân nhắc từ góc độ giá trị thu nhập cộng thêm danh nghĩa có thể đạt được từ đặc quyền. Một khoản chi trả thêm hạn chế (ví dụ cổ phiếu ưu đãi 7% của Bayuk Cigars, Inc. chỉ có thể nhận không quá 1% thu nhập thêm) tất nhiên ít hấp dẫn hơn một quyền tham gia không giới hạn (ví dụ cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 lãi suất 5% của White Rock Mineral Springs nhận được tổng cộng 26 ¼% vào năm 1930).

*2 và 3. Tính gần gũi và thời hạn của đặc quyền.* Ý nghĩa của yếu tố thứ hai và thứ ba trong việc định giá đặc quyền rất dễ thấy. Một đặc quyền có thời gian dài sẽ được yêu thích hơn một đặc quyền sẽ hết hạn trong thời gian ngắn. Giá hiện tại của cổ phiếu càng gần mức giá sinh lợi khi thực hiện chuyển đổi hay đăng ký thì đặc quyền càng hấp dẫn. Trong trường hợp tham gia, nhà đầu tư cũng mong đợi cổ tức hay thu nhập hiện tại của cổ phiếu phổ thông gần với con số chia sẻ thêm của chứng khoán ưu tiên cao.

“Giá chuyển đổi” nghĩa là giá của cổ phiếu phổ thông tương đương với giá 100 của chứng khoán chuyển đổi. Nếu cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi thành  $1\frac{2}{3}$  cổ phiếu phổ thông, giá chuyển đổi của cổ phiếu phổ thông theo đó là 60. Điều kiện “giá chuyển đổi tương đương”, hay “tương đương giá chuyển đổi” có thể được sử dụng để mô tả trường hợp giá cổ phiếu phổ thông tương đương với giá của chứng khoán chuyển đổi hay ngược lại. Nó thể thể được tính bằng cách nhân giá của chứng khoán chuyển đổi với giá chuyển đổi của cổ phiếu phổ thông. Nếu cổ phiếu phổ thông được bán ở giá 90, giá chuyển đổi tương đương của cổ phiếu phổ thông sẽ là  $60 \times 90\% = 54$ . Điều này có nghĩa là với người mua cổ phiếu ưu đãi, nếu cổ phiếu phổ thông tăng giá cao hơn 54 thì sẽ tạo ra lợi nhuận có thể hiện thực hóa. Ngược lại, nếu cổ phiếu phổ thông được bán ở giá 66, có thể nói rằng giá chuyển đổi tương đương của cổ phiếu ưu đãi là 110.

“Tính gần gũi” của đặc quyền có thể được phát biểu theo toán học là hệ số giữa thị giá và giá chuyển đổi tương đương của cổ phiếu. Trong ví dụ trên, nếu cổ phiếu phổ thông được bán ở giá 54 và cổ phiếu ưu đãi được bán ở giá 110 (tương đương với mức giá 66 của cổ phiếu phổ thông), “hệ số tính gần gũi” là 55 chia 66, hay 0,82.

### GIÁ TRỊ SO SÁNH CỦA 3 LOẠI ĐẶC QUYỀN

Từ góc nhìn lý thuyết, đặc tính quyền tham gia – không giới hạn về thời gian và số lượng khả dĩ – là loại đặc quyền chia sẻ lợi nhuận đáng ao ước nhất. Đặc quyền này cho phép nhà đầu tư kiếm lãi từ lợi ích của quyền tham gia (tăng thu nhập) mà không thay đổi vị thế người giữ chứng khoán

ưu tiên cao ban đầu. Người mua có thể nhận được những lợi ích này trong một khoảng thời gian dài. Ngược lại, đặc quyền chuyển đổi chỉ có thể tạo ra thu nhập cao hơn khi được chuyển đổi thành cổ phiếu và theo đó từ bỏ vị thế ưu tiên cao. Do đó, lợi ích thực sự chỉ bao gồm cơ hội kiếm lợi nhuận thông qua bán chứng khoán chuyển đổi vào thời điểm đúng. Tương tự, lợi ích từ đặc quyền đăng ký thông thường chỉ có thể được hiện thực hóa thông qua bán chứng quyền (hay đăng ký và nhanh chóng bán cổ phiếu). Nếu cổ phiếu phổ thông được mua và giữ để kiếm thu nhập dài hạn, hoạt động này dẫn đến rủi ro phải bỏ thêm tiền vào đầu tư trên một cơ sở hoàn toàn khác với việc mua chứng khoán ưu tiên cao ban đầu.

**Ví dụ về lợi thế của đặc quyền tham gia không giới hạn.** Một ví dụ thực tế tuyệt vời về lợi thế lý thuyết gắn liền với một chứng khoán có quyền tham gia vững chắc là trường hợp Cổ phiếu ưu đãi của Westinghouse Electric & Manufacturing Company. Chứng khoán này có quyền nhận cổ tức tích lũy ưu tiên hằng năm ở mức 3,50 đô-la (7% trên mệnh giá 50 đô-la) và có quyền tham gia nhận trên cổ phiếu phổ thông bất kỳ khoản cổ tức nào trả sau đó cao hơn mức 3,50 đô-la. Ngược lại năm 1917, cổ phiếu ưu đãi của Westinghouse được mua ở giá  $52\frac{1}{2}$ , là một khoản đầu tư thẳng hấp dẫn với các khả năng lợi nhuận phụ trội đến từ đặc điểm quyền tham gia. Trong 15 năm liên tiếp cho đến năm 1932, tổng cộng cổ phiếu này nhận được 7 đô-la/cổ phiếu như khoản cổ tức bổ sung vào mức cổ tức cơ bản 7%. Cùng lúc đó, xuất hiện một cơ hội bán cổ phiếu này để thu về lợi nhuận lớn (giá cao ở mức 284 vào năm 1929), cơ hội phản ánh các khả năng tăng giá của chứng khoán chuyển đổi hay chứng khoán có chứng quyền đăng ký. Nếu không bán cổ phiếu, lợi nhuận tự động mất khi thị trường giảm. Nhưng vị thế ban đầu của nhà đầu tư không bị ảnh hưởng, vì ở mức đáy của thị chứng khoán vào năm 1932, chứng khoán này vẫn trả cổ tức 7% và được bán ở giá  $52\frac{1}{2}$  – dù cổ phiếu phổ thông không chi trả cổ tức và rơi xuống giá 15%.

Ở ví dụ này, nhà đầu tư có khả năng tham gia vào lợi nhuận thặng dư của cổ phiếu phổ thông trong những năm tốt trong khi vẫn duy trì vị

thể cổ phiếu ưu đãi, nghĩa là, khi những năm xấu đến, người này chỉ mất lợi nhuận nhất thời. Nếu chứng khoán có quyền chuyển đổi thay vì quyền tham gia, nhà đầu tư có thể nhận được mức cổ tức cao hơn chỉ bằng cách chuyển đổi và sau đó sẽ không nhận được cổ tức cổ phiếu phổ thông và giá trị của chúng sẽ xuống thấp hơn nhiều giá trị khoán đầu tư ban đầu của người này.

**Chứng khoán quyền tham gia ở thế bất lợi, theo thị trường.** Dù rằng từ góc nhìn khoán đầu tư dài hạn, chứng khoán quyền tham gia theo lý thuyết đáng mong đợi nhất, nhưng thực tế kết quả chúng mang lại có thể ít thỏa mãn hơn so với chứng khoán chuyển đổi hay chứng quyền đăng ký khi thị trường tăng trưởng. Trong giai đoạn như vậy, chứng khoán ưu tiên cao có quyền tham gia có thể thường được bán dưới giá đúng tương đối của chúng. Ví dụ trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi của Westinghouse, giá của nó năm 1929 thường thấp hơn cổ phiếu phổ thông từ 5 đến 10 điểm cho dù giá trị nội tại theo cổ phiếu có thể không thấp hơn cổ phiếu phổ thông ưu tiên thấp.<sup>1</sup>

Lý do cho hiện tượng này là: Giá cổ phiếu phổ thông hầu như được quy định bởi những người đầu cơ quan tâm chủ yếu tới lợi nhuận nhanh chóng và những nhà đầu cơ này cần một thị trường năng động. Cổ phiếu ưu đãi, được nắm giữ lâu dài, tương đối ít năng động. Kết quả là, nhà đầu cơ sẵn sàng trả nhiều tiền hơn cho cổ phiếu phổ thông có vị thế ưu tiên thấp chỉ đơn thuần vì nó có thể dễ dàng mua bán và vì những nhà đầu cơ khác nhiều khả năng cũng trả nhiều tiền hơn loại cổ phiếu này.

Trường hợp bất thường tương tự cũng xảy ra với cổ phiếu phổ thông có quyền bỏ phiếu được nắm giữ lâu dài, khi so sánh chúng với chứng khoán không có quyền bỏ phiếu năng động hơn của cùng doanh nghiệp. Cổ phiếu

1. Một sự thiếu nhát quát về giá lớn hơn của loại này xuất hiện trong trường hợp của cổ phiếu ưu đãi quyền tham gia của White Rock Mineral Springs và cổ phiếu phổ thông trong năm 1929 và 1930. Với tình hình thị trường như vậy, những người nắm giữ hầu như tất cả cổ phiếu ưu đãi quyền tham gia đã chấp nhận đề nghị đổi thành cổ phiếu phổ thông, cho dù điều này đồng nghĩa với việc mất đi thu nhập và vị thế của người giữ chứng khoán ưu tiên cao.

loại B của American Tobacco và cổ phiếu loại B của Liggett & Myers Tobacco (cả hai đều không có quyền bỏ phiếu) trong nhiều năm được bán ở giá cao hơn cổ phiếu có quyền bỏ phiếu. Một tình huống tương tự trước đó cũng xuất hiện trong hai cổ phiếu của Bethlehem Steel, Pan American Petroleum và những doanh nghiệp khác.<sup>1</sup> Nguyên tắc ngược đời nhưng nhìn chung đúng với thị trường chứng khoán là *khi thiểu vắng một nhu cầu đặc biệt, nhiều khả năng sự khan hiếm sẽ khiến giá thấp hơn chứ không phải cao hơn.*

Trong các trường hợp của Westinghouse và American Tobacco, chính sách doanh nghiệp phù hợp sẽ trao cho những người giữ các chứng khoán có giá trị nội tại tốt hơn đặc quyền đổi các chứng khoán này lấy những chứng khoán năng động hơn nhưng kém ưu việt hơn về nội tại. Công ty White Rock thực sự đã làm như vậy. Mặc dù người giữ cổ phiếu ưu đãi có quyền tham gia có thể đã mắc sai lầm khi chấp nhận để xuất chào mua, họ không thể phản đối hành động này của doanh nghiệp, và cổ đông cổ phiếu phổ thông chỉ thu lợi chứ chẳng mất mát gì nếu để xuất đó được chấp thuận.

**Hành vi giá tương đối của chứng khoán chuyển đổi có chứng quyền.** Từ góc nhìn hành vi giá, khi các điều kiện thị trường thuận lợi, những người giữ chứng khoán ưu tiên cao có chứng quyền mua cổ phiếu sẽ thu về các kết quả đầu tư tốt nhất.

Để minh họa cho điểm này, chúng tôi sẽ so sánh các quan hệ giá nhất định, thể hiện trong năm 1929 giữa 4 chứng khoán đặc quyền và cổ phiếu tương ứng. Các chứng khoán đó như sau:

1. Cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 lãi suất 7% của Mohawk Hudson Power Corporation, mỗi cổ phiếu có chứng quyền mua 2 cổ phiếu phổ thông ở mức 50.

1. Khoảng cách rộng tồn tại lâu giữa thị giá của cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu Nhóm B của R. J. Reynolds Tobacco Company xuất phát từ một tình huống đặc biệt là những quản lý và nhân viên của doanh nghiệp sở hữu cổ phiếu phổ thông có quyền chia sẻ lợi nhuận không thống nhất với người giữ cổ phiếu Nhóm B. NYSE sẽ không cho niêm yết cổ phiếu không có quyền bỏ phiếu, cũng như không cho phép phát hành loại chứng khoán này trong các vụ tái cấu trúc theo Chương X Đạo luật Phá sản năm 1938.

2. Giấy nợ 6% của White Sewing Machine Corporation, đáo hạn năm 1936, mỗi chứng khoán 100 đô-la có chứng quyền mua  $2\frac{1}{2}$  cổ phiếu phổ thông.
3. Cổ phiếu ưu đãi 6% của Central States Electric Corporation, có thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông ở giá 118 đô-la/cổ phiếu.
4. Giấy nợ 6% của Independent Oil & Gas Company, đáo hạn năm 1939, có thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông ở giá 32 đô-la/cổ phiếu.

Bảng sau thể hiện một trào lưu đáng kinh ngạc rằng, trong thị trường đầu cơ, chứng khoán có chứng quyền mua có xu hướng được bán ở giá cao hơn so với giá của cổ phiếu phổ thông và những chênh lệch giá này cao hơn nhiều trong trường hợp của các chứng khoán chuyển đổi có tính thế tương tự.

Chứng khoán ưu tiên cao	Thị giá của cổ phiếu phổ thông	Giá chuyển đổi hoặc đăng ký của chứng khoán phổ thông	Thị giá của chứng khoán ưu tiên cao	Giá trị có thể hiện thực hóa của chứng khoán ưu tiên cao dựa trên đặc quyền (giá trị chuyển đổi hay đăng ký tương đương)	Giá trị chứng khoán chuyển đổi được bán cao hơn mức giá chuyển đổi tương đương ("chênh lệch giá"), điểm
Mohawk Hudson 2d Pfd	$52\frac{1}{2}$	50	163*	105	58
White Sewing Machine 6%	39	40	$123\frac{1}{2}\dagger$	$97\frac{1}{2}$	26
Central States Electric Pfd	116	118	97	98	- 1
Independent Oil & Gas 6%	31	32	105	97	8

\* Bao gồm 107 cho cổ phiếu ưu đãi, chứng khoán không hưởng chứng quyền, cộng 56 cho chứng khoán hưởng chứng quyền.

† Bao gồm  $98\frac{1}{2}$  cho trái phiếu, chứng khoán không hưởng chứng quyền, cộng 25 cho chứng khoán hưởng chứng quyền.

**Lợi thế khi tách bạch cấu phần đầu cơ.** Lợi thế này của chứng khoán chứng quyền đăng ký chủ yếu đến từ thực tế có thể tách riêng hoàn toàn cấu phần đầu cơ (nghĩa là chứng quyền đăng ký) khỏi cấu phần đầu tư (nghĩa là trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi không có chứng quyền). Nhà đầu cơ luôn tìm kiếm cơ hội có lợi nhuận lớn hơn trong khi bỏ ra ít tiền mặt hơn. Đây là một đặc tính đặc biệt của chứng quyền đăng ký mua cổ phiếu, đặc tính này sẽ được thảo luận chi tiết trong phần sau khi nói về những công cụ đầu tư. Theo đó, trong một thị trường tăng trưởng, nhà đầu cơ trả tiền cho các chứng quyền gắn với những chứng khoán đặc quyền và chúng được bán riêng với giá cao cho dù không hiện thực hóa giá trị ngay lập tức. Những nhà đầu cơ này thích mua chứng quyền quyền chọn hơn so với mua trái phiếu chuyển đổi tương ứng, vì loại thứ hai đòi hỏi đầu tư nhiều tiền mặt trên cổ phiếu phổ thông hơn.<sup>1</sup> Kết quả là giá thị trường tách bạch của trái phiếu cộng với chứng quyền quyền mua (kết hợp để hình thành giá trái phiếu “có chứng quyền”) có thể cao hơn nhiều giá của chứng khoán chuyển đổi tương tự.

**Lợi thế thứ hai của chứng khoán có chứng quyền.** Chứng khoán có chứng quyền đăng ký sở hữu một đặc tính ưu việt thứ hai liên quan đến các điều khoản mua lại chứng khoán. Quyền thu hồi chứng khoán trước khi đáo hạn nhìn chung bất lợi với người giữ chứng khoán, vì đơn vị phát hành chỉ thực thi quyền này khi có lợi, có nghĩa là thường chứng khoán sẽ có giá bán cao hơn giá mua lại.<sup>2</sup> Một điều khoản mua lại, trừ khi giá mua lại

1. Lưu ý rằng trái phiếu của Independent Oil & Gas đại diện cho một giao kèo 33,60 đô-la/cổ phiếu phổ thông, trong khi chứng quyền của White Sewing Machine chỉ có giao kèo 10 đô-la/cổ phiếu phổ thông. Nhưng trái phiếu trước có quyền sở hữu hoặc trái quyền cố định hoặc cổ phiếu, trong khi chứng quyền sau chỉ có quyền mua cổ phiếu phổ thông ở giá cao hơn giá thị trường.

2. Đặc điểm có thể mua lại có thể – và gần đây trở thành – một yếu tố bất lợi rất nghiêm trọng ngay cả với các trái phiếu không chuyển đổi “thẳng”.

Trong vài trường hợp mới, đặc tính mua lại có lợi cho người giữ, thông qua huy động vốn mới thuận tiện liên quan đến việc mua lại chứng khoán cũ ở giá cao hơn giá thị trường trước đó. Tuy nhiên, nếu không có quyền mua, đề nghị “mua lại” chứng khoán này cũng sẽ cho ra cùng kết quả. Điều đó xảy ra trong trường hợp trái phiếu 5% của United States Steel Corporation, đáo hạn năm 1951, tuy không có đặc tính mua lại nhưng được mua ở giá 110.

rất cao, có thể hoàn toàn làm mất đi giá trị của đặc quyền tham gia. Vì với một điều khoản như vậy, có nguy cơ doanh nghiệp sẽ thu lại chứng khoán ngay khi có đủ thu nhập để chuẩn bị phải chi trả thêm cho đặc quyền.<sup>1</sup> Trong vài trường hợp, chứng khoán có quyền tham gia được mua lại cũng có đặc tính chuyển đổi, để trao cho chúng cơ hội hưởng lợi từ việc tăng giá cổ phiếu phổ thông – điều có thể xảy ra vào thời điểm mua lại. (Xem các ví dụ của cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi có quyền tham gia 2,50 đô-la của National Distillers Products Corporation;<sup>2</sup> cổ phiếu Nhóm A chuyển đổi có quyền tham gia 1,50 đô-la của Kelsey-Hayes Wheel Company). Trái phiếu có quyền tham gia nhìn chung có quyền tham gia hạn chế vào thu nhập thặng dư và thường có thể bị mua lại. (Xem Giấy nợ có quyền tham gia 6% của White Sewing Machine Corporation, đáo hạn năm 1940; trái phiếu có quyền tham gia 6½% Nhóm A của United Steel Works, đáo hạn năm 1947; cả hai đều không có quyền chuyển đổi.) Đôi khi, chứng khoán quyền tham gia được bảo vệ khỏi thua lỗ bằng đặc quyền mua lại ở một mức giá rất cao. Loại chứng khoán này xuất hiện trong trường hợp trái phiếu quyền tham gia 7% của San Francisco Toll-Bridge, đáo hạn năm 1942, được mua lại ở giá 120 vào ngày 1 tháng 11 năm 1933 và ở các mức giá thấp hơn sau đó. Cổ phiếu ưu đãi có quyền tham gia của Celluloid Corporation có thể mua lại ở giá 150, trong khi cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 có quyền tham gia của Celanese Corporation không thể mua lại.

1. Dewing đã nhắc đến ví dụ trường hợp của trái phiếu quyền tham gia 4% của Union Pacific Railroad-Oregon Short Line, phát hành năm 1903. Chứng khoán này được bảo đảm bằng khoản thế chấp cổ phiếu của Northern Securities Company. Người giữ trái phiếu có quyền tham gia vào bất kỳ khoản cổ tức nào cao hơn mức 4% được công bố trên khoản thế chấp được ký quỹ. Trái phiếu này được mua lại ở giá 102½ ngay thời điểm các lợi tức nhiều khả năng phát sinh quyền tham gia. Xem *Một nghiên cứu về Chứng khoán Doanh nghiệp*, Arthur S. Dewing, tr.328, New York, 1934.

2. Trùng hợp với mức tăng giá của cổ phiếu phổ thông từ 16% lên 124% vào năm 1933, tất cả cổ phiếu ưu đãi của National Distillers được chuyển đổi trong năm đó. Hầu như tất cả các hoạt động chuyển đổi đều được thực hiện vội vã bởi thay đổi về tỷ lệ chuyển đổi sau ngày 30 tháng 6 năm 1933. Cổ phiếu còn lại được chuyển đổi là kết quả mua lại ở giá 40 và cổ tức vào tháng 8.

Một sáng kiến khác để ngăn chặn việc đặc tính mua lại làm hỏng đặc quyền tham gia là quy định chỉ mua lại chứng khoán ở một mức giá trực tiếp phụ thuộc vào giá trị của đặc quyền tham gia. Ví dụ, giấy nợ của Siemens & Halske có quyền tham gia, đáo hạn năm 2930, có thể được mua lại sau ngày 1 tháng 4 năm 1942, ở mức giá thị trường trung bình của chứng khoán trong 6 tháng trước khi ra thông báo mua lại nhưng không thấp hơn giá ban đầu của chứng khoán (giá này cao hơn mệnh giá 230%). Giấy nợ có quyền tham gia 5% của Kreuger & Toll cũng có các điều khoản tương tự.

Thậm chí trong trường hợp chứng khoán chuyển đổi, đặc tính có thể mua lại về kỹ thuật là một nhược điểm nghiêm trọng vì nó rút ngắn thời hạn của đặc quyền. Ví dụ trái phiếu chuyển đổi có thể bị mua lại đúng lúc đặc quyền chuẩn bị đạt đến giá trị thật.<sup>1</sup>

Nhưng trong trường hợp các chứng khoán với chứng quyền mua cổ phiếu, đặc quyền đăng ký hầu như luôn kéo dài toàn thời gian mặc dù tự thân chứng khoán ưu tiên cao có thể được mua lại trước thời điểm đáo hạn. Nếu chứng quyền có thể tách rời, nó sẽ tiếp tục tồn tại tách biệt cho đến ngày hết hạn. Thông thường, đặc quyền đăng ký được thiết kế “không thể tách rời”; nghĩa là đặc quyền này chỉ có thể được thực thi khi có chứng khoán ưu tiên cao. Nhưng ngay cả trong các trường hợp này, nếu chứng

1. Rủi ro này có thể tránh được trong trường hợp trái phiếu chuyển đổi  $4\frac{1}{2}\%$  của Atchison, Topeka & Santa Fe Railway, đáo hạn năm 1948, bằng cách cho phép chứng khoán được mua lại sau khi đặc quyền chuyển đổi hết hạn năm 1938. (Mặt khác, có thể mua lại giấy nợ chuyển đổi bảo đảm của Affiliated Fund ở mệnh giá vào bất kỳ lúc nào, chỉ cần báo trước 30 ngày, thực tế cho phép doanh nghiệp hủy bất kỳ cơ hội thu lợi từ bất kỳ đặc quyền chuyển đổi nào.)

Một sáng kiến bảo vệ được sử dụng gần đây là trao cho người giữ chứng khoán chuyển đổi một chứng quyền mua cổ phiếu, vào thời điểm chứng khoán bị mua lại. Chứng quyền này cho phép người giữ mua số cổ phiếu phổ thông mà người này đã có thể nhận từ quyền chuyển đổi nếu chứng khoán không bị mua lại. Hãy xem Cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi tích lũy 6% của Freeport Texas Company, phát hành tháng 1 năm 1933. Cổ phiếu ưu đãi 6% của United Biscuit, có thể chuyển đổi thành  $2\frac{1}{2}$  cổ phiếu phổ thông, có thể được mua lại ở giá 110; nhưng nếu bị mua lại trước 31 tháng 12 năm 1935, người giữ có quyền nhận 100 đô-la tiền mặt, cộng một chứng quyền mua  $2\frac{1}{2}$  cổ phiếu phổ thông ở giá 40 cho đến ngày 1 tháng 1 năm 1936.

khoán được mua lại trước khi hết hạn quyền mua, doanh nghiệp thường sẽ trao cho người giữ chứng khoán những chứng quyền tách biệt có thời hạn như thời hạn ban đầu.

**Ví dụ:** Trước ngày 1 tháng 1 năm 1934, United Aircraft & Transport Corporation có 150.000 cổ phiếu ưu đãi tích lũy 6%. Những cổ phiếu này mang theo chứng quyền không thể tách rời với một cổ phiếu phổ thông ở giá đô-la 30 mỗi cổ phiếu cho hai cổ phiếu ưu đãi nắm giữ. Đặc quyền đăng ký này có thời hạn đến ngày 1 tháng 11 năm 1938, và được bảo vệ bởi điều khoản phát hành một chứng quyền tách rời có cùng đặc quyền trên mỗi cổ phiếu ưu đãi trong trường hợp cổ phiếu này được mua lại trước ngày 1 tháng 11 năm 1938. Một số cổ phiếu phổ thông được mua lại vào ngày 1 tháng 1 năm 1933 và các chứng quyền tách rời theo đó được phát hành cho người nắm giữ. (Một năm sau, số chứng khoán còn lại được mua lại và các chứng quyền bổ sung được phát hành.)

**Lợi thế thứ ba của chứng khoán có chứng quyền.** Chứng khoán chứng quyền đăng ký vẫn có một lợi thế thứ ba so với các chứng khoán đặc quyền khác, và từ góc độ thực tế, lợi thế này hẳn là quan trọng nhất. Hãy xem những người giữ từng loại chứng khoán sẽ hành động ra sao trong tình huống thuận lợi khi doanh nghiệp thịnh vượng, khi cổ phiếu phổ thông nhận cổ tức, và cổ phiếu phổ thông được bán ở giá cao.

1. Người giữ chứng khoán có quyền tham gia:
  - a. Có thể bán để thu lợi nhuận.
  - b. Có thể giữ và nhận thu nhập từ quyền tham gia.
2. Người giữ chứng khoán chuyển đổi:
  - a. Có thể bán để thu lợi nhuận.
  - b. Có thể giữ nhưng không nhận được lợi ích nào từ cổ tức cổ phiếu phổ thông.
  - c. Có thể chuyển đổi để có được thu nhập cao hơn nhưng sẽ từ bỏ vị thế ưu tiên cao của mình.
3. Người giữ chứng khoán có chứng quyền mua cổ phiếu:

- a. Có thể bán để thu lợi nhuận.
- b. Có thể giữ nhưng không nhận được lợi ích nào từ cổ tức cổ phiếu phổ thông.
- c. Có thể đăng ký cổ phiếu phổ thông để nhận cổ tức cao. Người này có thể đầu tư vốn mới, hoặc có thể bán hay sử dụng chứng khoán không chứng quyền để có tiền mua cổ phiếu phổ thông. Trường hợp nào thì người này cũng gấp rủi ro từ góc độ cổ đông cổ phiếu phổ thông để nhận lại thu nhập cao từ cổ tức.
- d. Có thể từ bỏ chứng quyền của mình để có lợi nhuận tiền mặt và tiếp tục giữ chứng khoán ban đầu, không có chứng quyền. (Chứng quyền có thể được bán trực tiếp, hoặc người này có thể đăng ký cổ phiếu và ngay lập tức bán để thu về mức lợi nhuận như được chỉ định ban đầu.)

Lựa chọn thứ tư liệt kê ở trên chỉ xuất hiện ở chứng khoán chứng quyền đăng ký và không tồn tại trường hợp tương tự với chứng khoán chuyển đổi hay chứng khoán có quyền tham gia. Nó cho phép người giữ chứng khoán thu lợi nhuận tiền mặt từ cấu phần đầu tư của chứng khoán và vẫn duy trì vị thế đầu tư ban đầu. Vì với người mua chứng khoán ưu tiên cao đặc quyền điển hình sẽ quan tâm chính đến việc mua một khoản đầu tư lành mạnh, nghĩa là cơ hội thứ hai kiếm lợi nhuận từ đặc quyền chỉ là phụ, hành động mang tính lựa chọn thứ tư sẽ rất thuận tiện. Người này không cần phải bán toàn bộ chứng khoán, như khi sở hữu chứng khoán chuyển đổi, trường hợp buộc phải tìm những cơ hội đầu tư mới. Tình thế lưỡng lự khi phải bán một chứng khoán tốt và mua một chứng khoán khác mà một nhà đầu tư điển hình luôn gặp phải là một trong những lý do khiến người giữ chứng khoán chuyển đổi giá cao có xu hướng chuyển đổi thay vì bán các chứng khoán đó. Cũng trong trường hợp của chứng khoán có quyền tham gia, người sở hữu chỉ có thể bảo vệ lợi nhuận tiền gốc khi bán chứng khoán và từ đó tạo ra vấn đề tái đầu tư.

*Ví dụ:* Lợi thế lý thuyết và thực tế của chứng khoán chứng quyền có quyền đăng ký có thể được minh họa bằng trường hợp của Cổ phiếu ưu đãi

6 ½% của Commercial Investment Trust Corporation. Chứng khoán này được phát hành vào năm 1925 và mang theo chứng quyền mua cổ phiếu phổ thông ở giá ban đầu là 80 đô-la/cổ phiếu. Năm 1929, chứng quyền được bán ở mức giá 69,50 đô-la/cổ phiếu ưu đãi. Người giữ chứng khoán này có khả năng bán cấu phần đầu cơ ở mức giá cao và duy trì cổ phiếu ưu đãi ban đầu – cổ phiếu vẫn giữ được vị thế đầu tư xuyên suốt giai đoạn khủng hoảng cho đến khi nó được mua lại ở giá 110 vào ngày 1 tháng 4 năm 1933. Vào thời điểm mua lại, cổ phiếu phổ thông được bán ở mức tương đương khoảng 50 đô-la mỗi cổ phiếu cũ. Nếu cổ phiếu ưu đãi có tính chuyển đổi, thay vì mang theo chứng quyền, rất nhiều người giữ chứng khoán chắc chắn sẽ chuyển đổi và giữ cổ phiếu phổ thông. Thay vì thu về một lợi nhuận lớn, họ sẽ đổi mặt với thua lỗ nghiêm trọng.

**Tổng kết.** Để tổng kết phần này, có thể nói rằng, trong dài hạn, chứng khoán có quyền tham gia lành mạnh đại diện cho hình thái đặc quyền chia sẻ lợi nhuận tốt nhất. Từ góc độ tăng giá tối đa dưới các điều kiện thị trường thuận lợi, chứng khoán ưu tiên cao với chứng quyền quyền mua cổ phiếu có thể tách rời nhiều khả năng mang lại các kết quả tốt nhất. Hơn nữa, nhóm chứng khoán chứng quyền đăng ký nhìn chung có lợi thế rõ ràng khi đặc quyền thường không bị rút ngắn thời gian bởi các hoạt động mua lại chứng khoán trước hạn, và chúng cho phép hiện thực hóa lợi nhuận đầu cơ trong khi vẫn giữ được vị thế đầu tư ban đầu.

## *Chương 19*

# **KHÍA CẠNH KỸ THUẬT CỦA CHỨNG KHOÁN CHUYỂN ĐỔI**

---

**P**hần 3 của chủ đề chứng khoán đặc quyền liên quan đến khía cạnh kỹ thuật của từng loại, được xem xét riêng. Đầu tiên, chúng ta sẽ thảo luận về chứng khoán chuyển đổi.

Các điều kiện hiệu lực của đặc quyền chuyển đổi thường thay đổi trong dòng đời của chứng khoán. Những thay đổi này có hai loại: (1) giảm giá chuyển đổi, để bảo vệ người giữ trước “sự pha loãng”; (2) tăng giá chuyển đổi (thường với một “quy mô trượt” để phục vụ cho lợi ích của doanh nghiệp).

**Pha loãng và các điều kiện chống pha loãng.** Giá trị của cổ phiếu phổ thông sẽ bị pha loãng nếu lượng cổ phiếu gia tăng, mà tài sản và thu nhập không tăng tương ứng. Tình trạng pha loãng có thể xuất hiện thông qua chia tách, cổ tức cổ phiếu, chào quyền đăng ký ở giá thấp, phát hành cổ phiếu để mua tài sản hay dịch vụ ở mức định giá thấp. Các quy định “chống pha loãng” tiêu chuẩn của chứng khoán chuyển đổi sẽ nỗ lực hạ giá chuyển đổi, tương ứng với bất kỳ mức giảm giá trị nào trên cổ phiếu xuất phát từ hành động pha loãng.

Phương pháp này có thể được thể hiện trong một công thức như sau: Gọi  $C$  là giá chuyển đổi,  $O$  là số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại,  $N$  là số cổ phiếu mới sẽ phát hành, và  $P$  là giá mà chúng được phát hành.

Vậy thì:

$$C' (\text{giá chuyển đổi mới}) = \frac{(CO + NP)}{(O + N)}$$

Một ví dụ đơn giản hơn về điều chỉnh chống pha loãng là cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi 6% của Central States Electric Corporation trước đó từng được nhắc đến trước đây. Sau khi phát hành năm 1928, cổ phiếu phổ thông nhận được cổ tức liên tiếp 100 và 200%. Giá chuyển đổi theo đó giảm xuống một nửa (từ 118 đô-la xuống 59 đô-la/cổ phiếu) và sau đó lại giảm  $\frac{2}{3}$  (xuống 19,66 đô-la/cổ phiếu).

Một điều khoản ít thông dụng hơn, là giảm giá chuyển đổi đến con số bất kỳ thấp hơn mức giá phát hành của cổ phiếu mới. Tất nhiên, điều này có lợi hơn cho người giữ chứng khoán chuyển đổi.

*Quy định bảo vệ pha loãng không toàn diện.* Dù rằng theo thực tế, tất cả chứng khoán chuyển đổi ngày nay đều có quy định chống pha loãng, song vẫn tồn tại những ngoại lệ. Kết quả là, người mua tiềm năng nên chắc chắn chứng khoán mình đang xem xét được bảo vệ thực sự.

Nên nhớ rằng các điều khoản này hướng đến mục đích bảo vệ tiền gốc hay giá trị mệnh giá của chứng khoán đặc quyền trước sự pha loãng. Nếu chứng khoán chuyển đổi được bán cao hơn mệnh giá rất nhiều, khoản chênh lệch giá này vẫn chịu ảnh hưởng xấu từ các cổ phiếu bổ sung hay khoản cổ tức đặc biệt. Minh họa đơn giản dưới đây sẽ làm rõ ý này.

Một trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu theo đúng mệnh giá của cả hai. Sẽ tồn tại các điều khoản chống pha loãng thông thường. Cả trái phiếu và cổ phiếu đều được bán ở giá 200.

Cổ động cổ phiếu có quyền mua cổ phiếu mới theo tỷ lệ 1:1 ở mệnh giá (100 đô-la). Những quyền này sẽ có giá trị 50 đô-la trên mỗi cổ phiếu, cổ phiếu mới (hay cổ phiếu cũ “không hưởng quyền”) sẽ có giá trị là 150. Không có thay đổi nào về tỷ lệ chuyển đổi, vì cổ phiếu mới được phát hành không thấp hơn giá chuyển đổi cũ. Tuy nhiên, hiệu ứng của việc chào bán các quyền này là người giữ trái phiếu phải thực hiện chuyển đổi ngay, nếu

không chúng sẽ mất 25% giá trị. Vì cổ phiếu chỉ có giá 150 “không hưởng quyền”, thay vì 200, giá trị của trái phiếu không được chuyển đổi sẽ giảm theo tỷ lệ tương ứng.

Thảo luận trước cho thấy rằng, với chứng khoán đặc quyền, khi xuất hiện chênh lệch giá hay lợi nhuận thị trường quan trọng, tình thế dễ thay đổi đột ngột. Dù rằng hành động nhanh chóng sẽ giúp người giữ chứng khoán tránh được các thua lỗ từ biến động đó, song kết quả luôn dẫn đến chậm dứt ngay tức khắc dòng đời hiệu lực của đặc quyền.<sup>1</sup> Tất nhiên, việc mua lại chứng khoán đặc quyền ở giá thấp hơn giá trị chuyển đổi cũng sẽ dẫn đến kết quả tương tự.

Khi số lượng cổ phiếu *giảm* thông qua tái cơ cấu vốn, giá chuyển đổi thường sẽ *tăng* theo tỷ lệ tương ứng. Các hoạt động tái cơ cấu vốn bao gồm tăng giá trị mệnh giá, “chia tách ngược” (nghĩa là phát hành một cổ phiếu không mệnh giá để thay cho, ví dụ, 5 cổ phiếu cũ), đổi cổ phiếu cũ lấy số lượng cổ phiếu mới ít hơn thông qua hợp nhất với một công ty khác.

**Thiết kế quy mô trượt để đẩy nhanh chuyển đổi.** Các quy định vừa thảo luận ở trên hướng đến việc duy trì một cách công bằng cơ sở chuyển đổi ban đầu, trong trường hợp có những thay đổi vốn hóa sau đó. Mặt khác, thỏa thuận “quy mô trượt” rõ ràng hướng đến việc giảm giá trị đặc quyền theo thời gian. Mục tiêu đăng sau là đẩy nhanh quá trình chuyển đổi, hay nói cách khác, rút ngắn thời gian hiệu lực và giá trị thực của quyền chọn. Tất nhiên, bất kỳ hành động làm suy giảm giá trị đặc quyền của người nhận sẽ gia tăng lợi ích tương ứng của người trao đặc quyền, đó là những cổ đồng cổ phiếu phổ thông của doanh nghiệp.

1. Để phòng tránh hình thức pha loãng này, người giữ chứng khoán chuyển đổi đôi khi được trao quyền đăng ký bất kỳ cổ phiếu chào bán nào ở cùng cơ sở, như thể họ sở hữu số cổ phiếu phổ thông mà các khoản nắm giữ hiện tại có thể được chuyển đổi thành. Hãy xem các giao kèo bảo đảm cho giấy nợ chuyển đổi 6% của New York, New Haven & Hartford Railroad Company, đáo hạn năm 1948, và giấy nợ chuyển đổi 5½% của Commercial Investment Trust Corporation, đáo hạn năm 1949.

Các điều kiện tạo quy mô trượt phổ biến hơn, bao gồm chuỗi giá chuyển đổi tăng tiến trong các khoảng thời gian nối tiếp nhau. Biến đổi quan trọng gần hiện tại hơn sẽ làm tăng giá chuyển đổi ngay sau khi một tỷ lệ nhất định chứng khoán được chuyển đổi.

*Ví dụ:* Giấy nợ 10 năm 4½% của American Telephone & Telegraph Company, phát hành năm 1929, đáo hạn năm 1939, được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông ở giá 180 đô-la vào năm 1930; ở giá 190 đô-la vào năm 1931 và 1932; ở giá 200 đô-la/cổ phiếu từ năm 1933 đến 1937. Những mức giá này sau đó được giảm xuống vì doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu bổ sung ở mức giá 100 đô-la, theo điều khoản chống pha loãng tiêu chuẩn.

Giấy nợ 7% của Anaconda Copper Mining Company, đáo hạn năm 1938, phát hành với giá trị 50.000.000 đô-la. 10.000.000 đô-la chứng khoán được quy đổi đầu tiên sẽ được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông ở giá 53 đô-la; 10.000.000 đô-la thứ hai chuyển đổi ở giá 56 đô-la; thứ ba ở giá 59 đô-la; thứ tư ở giá 62 đô-la, đợt cuối cùng ở giá 65 đô-la. 8.000.000 đô-la trái phiếu 4½% của Hiram Walker-Gorderham & Worts, đáo hạn năm 1945, có thể chuyển đổi như sau: ở mức 40 đô-la cho 2.000.000 đô-la trái phiếu đầu tiên; ở giá 45 cho 2.000.000 đô-la trái phiếu tiếp theo; nhóm thứ ba ở giá 55 đô-la; nhóm cuối cùng ở giá 60 đô-la.

*Quy mô trượt dựa trên các quãng thời gian.* Quy mô trượt trước đó dựa theo các quãng thời gian, là phương pháp dễ hiểu để giảm mức độ tự do của đặc quyền chuyển đổi. Hệ quả của nó có thể được thể hiện trong trường hợp trái phiếu 6% của Porto Rican-American Tobacco Company, đáo hạn năm 1942. Những trái phiếu này có thể chuyển đổi thành cổ phiếu cầm cố Congress Cigar Company, Inc., ở giá 80 đô-la một cổ trước ngày 2 tháng 1 năm 1929, ở giá 85 đô-la trong 3 năm tiếp theo và ở giá 90 đô-la từ thời điểm kia trở đi. Trong năm 1928, giá cao nhất của Congress Cigar là 87¼, chỉ hơn chút giá chuyển đổi đôi chút. Tuy vậy, nhiều người nắm giữ đã chuyển đổi trước thời điểm cuối năm vì nghĩ giá chuyển đổi sắp tăng. Việc chuyển đổi này sau đó đã được chứng minh là hành động khờ dại, vì giá của cổ phiếu phổ thông rơi xuống 43 vào năm 1929, so với mức thấp

89 của trái phiếu. Trong ví dụ này, giá chuyển đổi thay đổi tiêu cực không chỉ mang lại lợi nhuận tiềm năng lớn hơn cho những người trì hoãn việc chuyển đổi đến sau năm 1928, mà còn là rủi ro thua lỗ nghiêm trọng khi chuyển đổi sai thời điểm.

*Quy mô trượt dựa trên mức độ đặc quyền được thực hiện.* Tuy nhiên, phương pháp thứ hai dựa trên số lượng được chuyển đổi, mang theo những hàm ý không hề đơn giản. Vì nó cho phép nhóm trái phiếu đầu tiên chuyển đổi có lợi thế hơn so với nhóm thứ hai, nên tất yếu sẽ mang đến nhân tố kích thích cạnh tranh cho hoạt động chuyển đổi sớm. Bằng cách làm này, nó tạo ra mâu thuẫn trong tâm trí người giữ, giữa mong muốn duy trì vị thế ưu tiên cao và nỗi lo mất đi giá chuyển đổi thuận lợi bằng cách hành động sớm hơn những người giữ trái phiếu khác. Nỗi sợ được đón đầu này thường sẽ dẫn đến việc chuyển đổi quy mô lớn ngay khi cổ phiếu tăng cao hơn chút so với giá chuyển đổi ban đầu, nghĩa là ngay khi trái phiếu cao hơn giá mua ban đầu chút. Theo đó, giá của chứng khoán ưu tiên cao sẽ dao động trong phạm vi tương đối hẹp, khi giá cổ phiếu phổ thông tăng giá và các nhóm trái phiếu tiếp theo đang được chuyển đổi.

*Ví dụ:* Trình tự các diễn biến theo kỳ vọng được thể hiện tương đối rõ trong hành vi thị trường của trái phiếu chuyển đổi  $4\frac{1}{4}\%$  Hiram Walker-Goderham & Worts. Các trái phiếu phát hành năm 1936 ở mệnh giá, có phạm vi giá giữa 100 và  $111\frac{1}{4}$  trong giai đoạn 1936-1939. Trong cùng khoảng thời gian này, cổ phiếu dao động giữa mức  $26\frac{1}{8}$  và 54. Nếu mức giá chuyển đổi 40 ban đầu của cổ phiếu giữ nguyên trong cả vòng đời, trái phiếu nên được bán ở mức ít nhất 135 khi cổ phiếu bán ở mức 54. Nhưng trong lúc đó, khi giá cổ phiếu tăng, các nhóm trái phiếu tiếp theo được chuyển đổi (một phần do hoạt động mua lại chứng khoán này diễn ra liên tiếp), do đó, dẫn đến giá chuyển đổi cao hơn cho đến khi cột mốc 55 đô-la được xác lập vào năm 1937. Kết quả là, trái phiếu không tăng tương xứng với giá cổ phiếu.

Khi nhóm cuối cùng được chuyển đổi, yếu tố cạnh tranh biến mất. Trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi lúc đó ở vào vị thế chuyển đổi thông thường, tự do tăng trưởng không giới hạn với cổ phiếu.

Nên biết rằng, các chứng khoán với điều khoản quy mô trượt không phải lúc nào cũng tuân theo mô hình hành vi mang tính lý thuyết này. Ví dụ trái phiếu chuyển đổi 7% của Anaconda Copper Mining Company thực sự được bán ở mức giá chênh lệnh cao hơn 30% vào năm 1928, trước khi nhóm đầu tiên được chuyển đổi hết. Đây là một trong những hiện tượng bất thường trong bối cảnh thị trường mang đậm tính đầu cơ vào thời điểm đó.<sup>1</sup> Từ góc nhìn phân tích phê phán, chứng khoán chuyển đổi phải được xem là có khả năng tăng giá rất giới hạn, cho đến khi cổ phiếu phổ thông tiếp cận mức giá chuyển đổi cuối cùng và cao nhất.<sup>2</sup>

Đặc quyền quy mô trượt theo cơ sở “nhóm chứng khoán” thuộc nhóm sáng kiến đáng phản đối, khiến người giữ chứng khoán hiểu sai bản chất và giá trị thực sự của chứng khoán họ sở hữu. Áp lực cạnh tranh để tận dụng hiếm hoi cơ hội dẫn đến việc người giữ buộc phải thực hiện quyền chuyển đổi. Sự cưỡng bức này đỗi lập với yếu tố tự do trong lựa chọn thời điểm chuyển đổi phù hợp – yếu tố đóng vai trò giá trị cốt lõi của đặc quyền. Không có lý do gì để ngân hàng đầu tư thêm một đặc tính quá rối rắm và mâu thuẫn như vậy vào chứng khoán. Nhà đầu tư hành động hợp lý sẽ từ bỏ hoàn toàn, hoặc luôn né tránh các chứng khoán như vậy.

**Chứng khoán chuyển đổi thành cổ phiếu ưu đãi.** Rất nhiều trái phiếu trước đó được thiết kế theo hướng có thể chuyển đổi thành cổ phiếu ưu đãi. Thông thường, chứng khoán được chuyển đổi sẽ có thu nhập cao hơn, để khiến điều khoản trông có vẻ hấp dẫn. (Ví dụ, hãy xem trái phiếu điều chỉnh 5% của Missouri-Kansas-Texas Railroad Company, đáo hạn năm 1967, có thể chuyển đổi trước ngày 1 tháng 1 năm 1932 thành cổ

1. Mức giá chênh lệch lớn một phần xuất phát từ tỷ lệ lãi suất cao. Tuy nhiên, trái phiếu có thể được mua lại ở giá 110 và đó là điểm mà thị trường đã bỏ qua.

2. Trong vài trường hợp, ví dụ trái phiếu 6% của Porto Rican-American đã được nhắc đến trước đó, và cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 của International Paper & Power Company, đặc quyền chuyển đổi ngừng hoàn toàn sau khi một lượng nhất định chứng khoán này được chuyển đổi. Quy định này duy trì yếu tố cạnh tranh xuyên suốt dòng đời của đặc quyền và trong lý thuyết sẽ ngăn không cho đặc quyền có được bất kỳ giá trị to lớn nào.

phiếu ưu đãi 7 đô-la ; Giấy nợ 5% của Central States Electric Corporation, đáo hạn năm 1948, có thể chuyển đổi thành cổ phiếu ưu đãi 6 đô-la; trái phiếu bảo đảm  $7\frac{1}{2}\%$  của G. R. Kinney Company, đáo hạn năm 1936, có thể chuyển đổi thành cổ phiếu ưu đãi 8 đô-la; trái phiếu 6% của American Electric Power Corporation, đáo hạn năm 1957, có thể chuyển đổi thành cổ phiếu ưu đãi 7 đô-la.)

Có những trường hợp, trong đó kha khá lợi nhuận quy mô được hiện thực hóa thông qua những quyền chuyển đổi như vậy, nhưng giới hạn tối đa của thị giá cổ phiếu ưu đãi thông thường đã kiêm chế lợi ích tối đa của đặc quyền này không vượt quá xa khỏi một con số khiêm tốn. Hơn nữa, vì các phát triển trong những năm gần đây đã khiến cổ phiếu ưu đãi nhìn chung ít đáng ao ước hơn trước, quyền chuyển đổi từ trái phiếu 4% sang cổ phiếu ưu đãi 5% nhiều khả năng tạo rủi ro cho nhà đầu tư thiếu thận trọng, cũng không phải lời đề nghị hấp dẫn cho nhà đầu tư sáng suốt. Nếu nhà đầu tư sáng suốt tìm kiếm các chứng khoán chuyển đổi, người này nên nghiên cứu thị trường tỉ mỉ và cố gắng tìm ra chứng khoán được bảo đảm đầy đủ có đặc tính chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông. Trong vài trường hợp, khi trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu ưu đãi này theo đó có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông hay quyền tham gia, thì thỏa thuận kép này tương đương với quyền chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu phổ thông. Ví dụ, trái phiếu 6% của International Hydro-Electric, đáo hạn năm 1944, có thể chuyển đổi thành cổ phiếu nhóm A, cái trong thực tế là cổ phiếu ưu tiên 2 có quyền tham gia.

Không có trái phiếu có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu ưu đãi, hoặc cổ phiếu phổ thông, hoặc kết hợp số lượng nhất định mỗi loại. Dù rằng bất kỳ chứng khoán đơn lẻ nào loại này đều có thể cho ra các kết quả đầu tư tốt, nhìn chung nên tránh các điều khoản phức tạp như vậy (cả công ty phát hành và người mua chứng khoán) vì chúng có xu hướng tạo rối rắm.

**Trái phiếu chuyển đổi theo quyền chọn của công ty.** Cơn bão không giới hạn các loại hình điều kiện chuyển đổi và những đặc quyền khác trong thập kỷ 1920, khiến những nhà đầu tư không được đào tạo cảm thấy khó

khăn kẽ khi phân biệt giữa chứng khoán hấp dẫn, thuận tiện và hại với chứng khoán tuyệt đối có hại. Do đó, người này trở thành nạn nhân dễ dãi cho các cách huy động vốn không lành mạnh, đáng ngờ vì chúng không tuân theo các tiêu chuẩn. Ví dụ “nghĩa vụ nợ chuyển đổi” của Associated Gas & Electric Company có thể chuyển đổi theo điều kiện thành cổ phiếu ưu đãi hay cổ phiếu nhóm A theo quyền chọn của công ty. Loại chứng khoán kỳ lạ này chính là cổ phiếu ưu đãi ngụy trang dưới hình thái trái phiếu. Nếu người mua nhận ra thực tế này và sẵn sàng đầu tư vào cổ phiếu ưu đãi kia, họ sẽ chẳng có lý do gì để phàn nàn. Nhưng mưu mẹo này là một kiểu ngụy trang và nhiều khả năng các nhà đầu tư sẽ hiểu sai bản chất của chúng.<sup>1</sup>

**Trái phiếu chuyển đổi thành trái phiếu khác.** Vài trái phiếu có thể chuyển đổi thành những trái phiếu khác. Trường hợp thông thường là chứng khoán ngắn hạn, người giữ chứng khoán này có quyền đổi thành trái phiếu dài hạn của cùng doanh nghiệp. Thường thì trái phiếu dài hạn được ký quỹ như khoản thế chấp cho phiếu khoán. (Ví dụ, trái phiếu 7% của Interborough Rapid Transit Company, đáo hạn năm 1932, được bảo đảm bởi khoản ký quỹ 1.736 đô-la của trái phiếu “hoàn tiền và ưu tiên 1 lãi suất 5%” của cùng doanh nghiệp, đáo hạn năm 1966, cho mỗi phiếu khoán 1.000 đô-la, chúng cũng có khả năng chuyển đổi thành khoản ký quỹ thế

1. Những chứng khoán bất thường phong phú về tên gọi như “chứng chỉ đầu tư”, “chứng chỉ giấy nợ chuyển đổi”, “chứng chỉ phân phối có lãi suất”, “nghĩa vụ nợ chuyển đổi”. Năm 1932, doanh nghiệp này buộc chuyển đổi phần lớn những chứng khoán này, nhưng người giữ có quyền (bên cạnh những chứng khoán đã được trao quyền này theo điều kiện mua chứng khoán) chuyển đổi thành chứng khoán kỳ lạ tương tự có tên “Nghĩa vụ nợ chuyển đổi, nhóm A và B, đáo hạn năm 2022”, chúng tương tự có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu theo quyền chọn của công ty. Doanh nghiệp này đã bị ngăn không được ép buộc chuyển đổi khoảng 17.000.000 đô-la “Chứng chỉ đầu tư 5½%” sau ngày 15 tháng 11 năm 1933, bởi điều khoản trong giao kèo rằng chứng khoán ngắn cấm việc thực thi quyền chọn của công ty trong trường hợp cổ tức của cổ phiếu ưu đãi series cổ tức 5,5 đô-la vẫn đang còn nợ (doanh nghiệp không trả cổ tức đó từ 15 tháng 6 năm 1932).

Rất thú vị để nhắc lại rằng Hội đồng Chứng khoán Pennsylvania đã cấm bán những “nghĩa vụ nợ chuyển đổi” này vào tháng 12 năm 1932 vì các điều khoản chướng tai gai mắt của chúng. Công ty phản đối lại lệnh của Hội đồng trong Tòa án Quận Liên bang của bang Philadelphia nhưng sau đó từ bỏ vụ kiện (xem 135 Chronicle 4383, 4559; 136 Chronicle 326, 1011).

chấp, tỷ lệ cuối cùng là 1.000 đô-la của 5% đổi được 900 đô-la của phiếu khoán 7%). Người giữ này theo đó có 2 lựa chọn: yêu cầu được mua lại trái phiếu vào thời điểm sớm hơn, hoặc chuyển thành trái phiếu dài hạn của doanh nghiệp. Thực tế, lựa chọn này thuận túy chỉ mang đến cơ hội lợi nhuận vừa phải vào thời điểm trước thời điểm đáo hạn, trong trường hợp công ty phát triển tốt hay lãi suất giảm, hoặc cả hai.

Không giống trường hợp trái phiếu chuyển đổi thành cổ phiếu ưu đãi, thường tỷ lệ lãi suất sẽ giảm khi trái phiếu ngắn hạn được chuyển thành trái phiếu dài hạn. Lý do là trái phiếu ngắn hạn thường được phát hành khi lãi suất cao bất thường, từ góc nhìn chung hoặc tùy theo bối cảnh doanh nghiệp, do đó công ty không sẵn sàng phát hành trái phiếu dài hạn lãi suất quá cao. Do đó, có thể kỳ vọng khi các điều kiện bình thường quay trở lại, trái phiếu dài hạn có thể được lưu chuyển ở mức lãi suất thấp hơn nhiều; do đó quyền chuyển phiếu khoán lấy trái phiếu dài hạn, thậm chí trên cơ sở thu nhập bị giảm đôi chút, cũng có thể có giá trị.<sup>1</sup>

**Trái phiếu chuyển đổi với giá trị thị trường ban đầu cao hơn mệnh giá.** Một trong những phát triển đặc biệt của giai đoạn tài chính sáng tạo năm 1928-1929 là việc chào bán các chứng khoán chuyển đổi với thị giá ban đầu cao hơn mệnh giá rất nhiều. Trường hợp này được minh họa bởi trái phiếu chuyển đổi 4½% của Atchison, Topeka & Santa Fe Railway

1. Hãy xem những chứng khoán sau trong giai đoạn 1920-1921: Phiếu khoán vàng 7½% của Shawinigan Water & Power Company, phát hành năm 1920 và đáo hạn năm 1926, có thể chuyển đổi thành trái phiếu hoàn tiền 6% và ưu tiên 1, nhóm B, đáo hạn năm 1950, được sử dụng làm thế chấp bảo đảm cho phiếu khoán kia; Chứng chỉ thế chấp chuyển đổi 6% của San Joaquin Light & Power Corporation, phát hành năm 1920 và đáo hạn năm 1935, có thể chuyển đổi thành trái phiếu được sử dụng để thế chấp hoàn tiền và ưu tiên 1 lãi suất 6% Nhóm C, đáo hạn năm 1950; trái phiếu vàng chuyển đổi 8% của Great Western Power Company of California, phát hành năm 1920 và đáo hạn năm 1930, có thể chuyển đổi thành trái phiếu được sử dụng để thế chấp hoàn tiền và ưu tiên 1 lãi suất 7%, nhóm B, đáo hạn năm 1950.

Một loại hình chuyển đổi trái phiếu lấy trái phiếu khác là trái phiếu 5% của Dawson Railway & Coal, đáo hạn năm 1951, có thể được chuyển đổi thành trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 5% của El Paso & Southwestern Railroad Company, đáo hạn năm 1965 (công ty mẹ này là công ty con của Southern Pacific). Những ví dụ như vậy rất hiếm và không thể được sử dụng để khái quát hóa.

Company, đáo hạn năm 1948; trái phiếu chuyển đổi  $4\frac{1}{2}\%$  của American Telephone & Telegraph Company, đáo hạn năm 1939. Giao dịch ban đầu ở New York Curb Market (trên cơ sở giá “khi phát hành”) tháng 11 năm 1928 khoảng 125; giao dịch ban đầu sau đó ở NYSE (trên cơ sở giá “khi phát hành”) vào ngày 1 tháng 5 năm 1929, là 142. Tất nhiên, đầu tư vào trái phiếu ở những mức giá này sẽ liên quan chủ yếu đến cổ phiếu phổ thông, vì chúng ngay lập tức chịu rủi ro thua lỗ tiền gốc nghiêm trọng nếu cổ phiếu giảm giá. Hơn nữa lợi nhuận thu nhập quá thấp để có thể phù hợp với định nghĩa đầu tư của chúng tôi. Dù nghĩ rằng, cổ đông cổ phiếu đã mua khoản đầu tư thông thường thông qua thực thi quyền đăng ký mua chứng khoán ở mệnh giá, bản chất cốt lõi của chứng khoán được xác định bởi thị giá ban đầu của chứng khoán mà chúng được đăng ký. Vì lý do này, chúng tôi nghĩ cách huy động vốn này không đúng vì, ngụy trang dưới dạng lựa chọn đầu tư hấp dẫn, chúng tạo ra hình thái chứng khoán mang tính đầu cơ.

**Một đặc điểm kỹ thuật của vài chứng khoán chuyển đổi.** Một đặc điểm kỹ thuật của chứng khoán chuyển đổi của American Telephone & Telegraph xứng đáng được nhắc đến. Trái phiếu này có thể chuyển đổi ở giá 180, nhưng thay vì đổi một trái phiếu 180 đô-la lấy một cổ phiếu, người giữ trái phiếu có thể chọn 100 trái phiếu đô-la và 80 đô-la tiền mặt. Kết quả là trái phiếu cao giá hơn mỗi khi cổ phiếu được bán ở giá cao hơn 180 (nghĩa là mỗi khi giá trị chuyển đổi của trái phiếu vượt quá 100). Ví dụ này được minh họa như sau:

Nếu cổ phiếu bán ở giá 360, giá chuyển đổi thẳng 180 sẽ khiến trái phiếu có giá 200. Nhưng theo điều khoản chấp nhận 80 đô-la tiền mặt trên cổ phiếu, giá trị của trái phiếu sẽ thành  $360 - 80 = 280$ .

Thỏa thuận này có thể được mô tả như sự kết hợp giữa đặc quyền chuyển đổi ở giá 180 với quyền mua cổ phiếu ở giá 100.

**Đặc quyền chuyển đổi trì hoãn.** Dù trái phiếu chuyển đổi  $5\frac{1}{2}\%$  của Brooklyn Union Gas Company được phát hành tháng 12 năm 1925, nhưng quyền chuyển đổi không thực sự có hiệu lực cho đến ngày 1 tháng 1 năm 1929. Tương tự, giấy nợ chuyển đổi 6% của New York, New Haven

& Hardford Railroad Company, đáo hạn năm 1948, dù được phát hành năm 1907, song không được chuyển đổi cho đến 15 tháng 1 năm 1923. Trái phiếu chuyển đổi 5% của Chesapeake Corporation, đáo hạn năm 1947, được phát hành năm 1927 nhưng không được chuyển đổi cho đến ngày 15 tháng 5 năm 1932.

Thường thì, trì hoãn đặc quyền chuyển đổi không tồn tại quá lâu như trong những ví dụ trên, nhưng trong bất kỳ tình huống nào, thực tế này khiến tình huống bất đoán hơn và có xu hướng khiến đặc quyền trông ít có giá hơn thực tế.

## *Chương* 20

# **CHỨNG KHOÁN ƯU TIÊN CAO CÓ TÍNH AN TOÀN ĐÁNG NGỜ**

---

**V**ào giai đoạn thấp điểm năm 1932 của thị trường chứng khoán, tính an toàn của ít nhất 80% tất cả trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi doanh nghiệp đều bị đặt vào tình trạng nghi ngờ cao độ. Thậm chí trước vụ sụp đổ năm 1929, tồn tại lượng rất lớn chứng khoán ưu tiên cao có tính đầu cơ, con số này chắc chắn sẽ còn lớn hơn trong nhiều năm tới. Do đó, giới tài chính đang đổi mới với thực tế không dễ chịu rằng, một tỷ lệ đáng kể chứng khoán Hoa Kỳ thuộc vào nhóm gọi là nhóm không phù hợp. Trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi xếp hạng thấp là những loại chứng khoán tương đối không phổ biến. Nhà đầu tư không được mua chúng, nhà đầu cơ nhìn chung thích chú ý cổ phiếu phổ thông. Sẽ hợp lý để nghĩ rằng nếu ai đó quyết định đầu cơ, người này nên chọn hình thức mang tính đầu cơ toàn diện. Người này không cần tuân theo các ngưỡng trên của thị giá và lợi nhuận thu nhập, hoặc để ý đến những cách phân biệt rõ rệt giữa đầu cơ và đầu tư gắn liền với trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi giá thấp.

**Giới hạn lợi nhuận của trái phiếu giá thấp không phải là một nhược điểm thực sự.** Nhưng dù lập luận phản bác những chứng khoán khó phân loại này gây ấn tượng đến thế nào đi nữa, chúng vẫn tồn tại ở số lượng lớn trong thực tế, được sở hữu bởi vô số người giữ chứng khoán, và do đó phải

được cân nhắc nghiêm túc trong bất kỳ khảo sát phân tích chứng khoán nào. Sẽ hợp lý để kết luận rằng, lượng cung lớn chứng khoán này cùng với lượng cầu thấp, hiển nhiên sẽ khiến giá của chúng thấp hơn giá trị thực. Thậm chí nếu chúng ta thừa nhận hình thái của các chứng khoán này thiếu hấp dẫn, thì chúng cũng có thể được bù đắp đầy đủ bằng mức giá mua hấp dẫn. Hơn nữa, các hạn chế lợi nhuận tiền gốc trong trường hợp trái phiếu giá thấp, khi so sánh với cổ phiếu phổ thông, có thể không quá quan trọng trong thực tiễn, vì lợi nhuận thực tế được hiện thực hóa bởi người mua cổ phiếu phổ thông thường không cao hơn từ chứng khoán ưu tiên cao đầu cơ. Ví dụ, nếu chúng ta cân nhắc trái phiếu 4% bán ở giá 35, mức tăng giá cao nhất khả dĩ của nó là khoảng 70, hay 200%. Một cổ phiếu phổ thông trung bình được mua ở giá 35 không thể giữ để thu lợi nhuận cao hơn mức này, mà không gấp phải rủi ro rơi vào “tâm lý thị trường bò”.

**Hai cái nhìn về trái phiếu đầu cơ.** Có hai cách nhìn trái phiếu đầu cơ đối lập nhau. Trái phiếu đầu cơ có thể được cân nhắc trong quan hệ với các tiêu chuẩn và lợi tức đầu tư, câu hỏi chính trong trường hợp này là liệu giá thấp và lợi nhuận thu nhập cao hơn có đủ bù đắp yếu tố an toàn hay không. Hoặc trái phiếu đầu cơ có thể được cân nhắc từ góc độ cổ phiếu phổ thông, với câu hỏi mâu thuẫn: “Liệu rủi ro thua lỗ nhỏ hơn của trái phiếu giá thấp, khi so sánh với cổ phiếu, có bù đắp cho các khả năng lợi nhuận nhỏ hơn hay không?” Trái phiếu đầu cơ càng đáp ứng đầy đủ các điều kiện đầu tư, càng bán gần giá đầu tư, thì càng nhiều khả năng nhà đầu tư quan tâm sẽ nhìn nó từ góc độ đầu tư. Cách tiếp cận đối lập hiển nhiên được đề xuất trong trường hợp trái phiếu bị vỡ nợ hay bán ở mức giá cực kỳ thấp. Ở đây, chúng tôi đối mặt với khó khăn phân loại quen thuộc do thiếu ranh giới xác định. Vài chứng khoán có thể mang bất kỳ vị thế nào mà chúng ta có thể hình dung được trong ranh giới giữa hoàn toàn không có giá trị và an toàn tuyệt đối.

*Cách tiếp cận cổ phiếu được ưa thích hơn.* Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng cách tiếp cận chứng khoán ưu tiên cao đầu cơ lành mạnh và sinh lợi hơn, đến từ góc nhìn cổ phiếu phổ thông. Cách tiếp cận này cân nhắc rủi

ro liên quan toàn diện hơn, do đó có thể khẳng định rõ ràng liệu chúng ta nên chọn sự bảo đảm an toàn phù hợp, hay khả năng lợi nhuận đặc biệt hấp dẫn, hoặc cả hai. Nó cũng xui khiến ít nhất vài người mua chứng khoán thông minh nghiên cứu sâu về bức tranh doanh nghiệp hơn, so với cách nhìn chứng khoán từ góc độ đầu tư.

Cách tiếp cận như vậy đặc biệt không thuận lợi cho việc mua trái phiếu chỉ dưới chuẩn một chút, ở các mức chiết khấu nhỏ so với mệnh giá. Những chứng khoán này và trái phiếu lãi suất cao xếp hạng hai, thuộc vào nhóm “khoản đầu tư của người kinh doanh” mà chúng ta đã nghiên cứu xem và giải quyết ở Chương 7. Có thể tồn tại các ý kiến phản đối rằng, việc áp dụng thái độ bao quát này sẽ dẫn đến biến động giá mạnh và bất ngờ ở nhiều chứng khoán. Giả sử một trái phiếu 4% xứng đáng được bán ở mệnh giá, miễn sao nó đáp ứng được các tiêu chuẩn đầu tư nghiêm ngặt, thì ngay khi nó chỉ không đáp ứng được những tiêu chuẩn này một chút, giá sẽ tụt giảm thảm hại, giả sử xuống mức 70. Ngược lại, một cải thiện nhỏ nhõ trong con số thống kê sẽ bảo đảm giá bất ngờ bật lại mệnh giá. Rõ ràng, không có lý do nào giải thích các dao động ngay tức thì giữa 70 và 100 được.

Tuy nhiên, tình huống thực tế không đơn giản như vậy. Tâm trí nhà đầu tư có thể tồn tại nhiều ý kiến khác nhau về việc liệu chứng khoán có đủ bảo đảm hay không, đặc biệt khi các tiêu chuẩn không chỉ mang tính toán học và khách quan mà còn định tính và mang màu sắc cá nhân. Phạm vi giữa 70 và 100 có thể phản ánh hợp lý ý kiến đồng tình cao hay thấp hơn dành cho yếu tố an toàn của chứng khoán. Điều này có nghĩa là, nhà đầu tư có lý do để mua trái phiếu đó, ví dụ ở giá 85, nếu đánh giá cá nhân của người này xem nó là lành mạnh, dù rằng người này chắc chắn sẽ nhận ra rằng những nhà đầu tư khác nghi ngờ quan điểm này. Đó cũng chính là lý do khiến chứng khoán được bán ở mức chiết khấu rất cao từ mức giá đầu tư ban đầu. Theo cách nhìn này, các mức giá giữa 70 và 100, có thể được gọi là phạm vi “dao động chủ quan” trong vị thế của chứng khoán.

Khu vực giá trị đầu cơ đúng sẽ xuất hiện đâu đó gần mức 70 (với trái phiếu có lãi suất 4% hay cao hơn) và chào mời các khả năng tăng giá tối đa 50% chi phí mua ban đầu. (Trong trường hợp những chứng khoán ưu tiên cao khác, 70% giá trị thông thường có thể được sử dụng như đường phân chia.) Khi mua những chứng khoán như vậy, chúng tôi khuyến nghị nên sử dụng thái độ bao quát tương tự như thái độ cẩn thận khi mua cổ phiếu; nói cách khác, báo cáo thu nhập và bảng cân đối kế toán phải được phân tích chuyên sâu, phải đánh giá các khả năng tương lai – thuận lợi và không thuận lợi – với nỗ lực tương tự như khi đầu tư cổ phiếu.

**Các khác biệt quan trọng giữa chứng khoán ưu tiên cao đầu cơ và cổ phiếu phổ thông.** Chúng tôi sẽ không cố gắng xây dựng các tiêu chuẩn lựa chọn chứng khoán ưu tiên cao đầu tư, theo bất kỳ cách nào giống như bài kiểm tra định lượng đã áp dụng cho các chứng khoán giá trị cố định. Dù những chứng khoán này nên được cân nhắc trong quan hệ với cách tiếp cận và kỹ thuật cổ phiếu phổ thông, sẽ cần thiết để ghi nhận vài khía cạnh tương đối quan trọng giữa cổ phiếu phổ thông nhìn chung và chứng khoán ưu tiên cao đầu cơ.

*Trái phiếu giá thấp gắn liền với doanh nghiệp yếu kém.* Khả năng lợi nhuận hạn chế của chứng khoán ưu tiên cao đã được thảo luận. Khả năng này thay đổi tùy theo từng tình huống, nhưng nhìn chung, chúng tôi không xem đây là bất lợi mang tính điều chỉnh. Một ý kiến phản bác trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi giá thấp mạnh mẽ hơn được đưa ra, dựa trên cơ sở rằng chúng gắn liền với yếu kém của doanh nghiệp, suy yếu hay khủng hoảng. Tất nhiên, doanh nghiệp đãng sau chứng khoán này không thể đang thành công, hơn nữa, nó chắc hẳn phải đang đi xuống, vì chứng khoán ban đầu được bán ở giá cao hơn nhiều. Năm 1928 và 1929, cách xem xét này đủ sức thuyết phục để dẫn đến góc nhìn xấu tuyệt đối của công chúng đầu tư cho các chứng khoán như vậy. Doanh nghiệp được chia thành hai nhóm: nhóm thành công và đang tăng trưởng; nhóm đang suy giảm hay không phát triển. Cổ phiếu phổ thông của nhóm đầu tiên đáng ao ước dù giá cao bao nhiêu đi nữa; nhưng không chứng khoán nào của nhóm thứ hai hấp dẫn, bất chấp nó được bán ở giá thấp.

Cách nhìn về doanh nghiệp luôn vững mạnh và doanh nghiệp luôn yếu kém đã bị lu mờ khá nhiều bởi cuộc khủng hoảng xảy ra sau đó. Chúng ta lại nhận ra bài học cũ rằng, thời gian mang đến những thay đổi bất đoán về sự hưng thịnh của doanh nghiệp. Việc trái phiếu hay cổ phiếu phổ thông có giá thấp xuất phát từ sự sụt giảm thu nhập, không đồng nghĩa với viễn cảnh tương lai vô vọng của doanh nghiệp hay tương lai chẳng còn gì khác ngoài những kết quả tồi tệ hơn. Rất nhiều doanh nghiệp đã phát triển tốt trong giai đoạn 1931-1933 khi lấy lại phần lớn sức mạnh thu nhập trước đó, chứng khoán ưu tiên cao của những doanh nghiệp này hồi phục từ giá rất thấp trở lại mức giá đầu tư. Hóa ra, có đầy đủ lý do để kỳ vọng các chứng khoán ưu tiên cao khủng hoảng sẽ hồi phục giá, tương tự như trong trường hợp giá cổ phiếu phổ thông.

*Rất nhiều chứng khoán bị định giá thấp trong quan hệ với chỉ số và vị thế hợp đồng của chúng.* Chúng tôi đã nói rằng, việc các chứng khoán ưu tiên cao đều cơ khôn thịnh thành khiến chúng được bán ở giá thấp hơn cổ phiếu phổ thông, trong tương quan giá trị nội tại. Từ góc nhìn của người mua thông minh, thực tế này phải được xem là thuận lợi. Với vị thế nội tại của chúng, trái phiếu đều cơ và cổ phiếu ưu đãi (ở vị thế thấp hơn) có những lợi thế quan trọng từ quyền hợp đồng. Các nghĩa vụ trả lãi suất trái phiếu cố định thường tiếp tục được chi trả nếu doanh nghiệp vẫn còn khả năng. Nếu giả định rằng, tỷ lệ tương đối lớn nhóm trái phiếu giá thấp được lựa chọn cẩn thận sẽ không bị vỡ nợ, thu nhập từ nhóm này nhìn chung qua thời gian chắc chắn sẽ cao hơn lợi nhuận từ cổ tức cổ phiếu phổ thông có giá tương tự.

Cổ phiếu ưu đãi có vị thế yếu hơn rất nhiều từ góc nhìn này, song các điều khoản chuyển quyền kiểm soát bỏ phiếu cho các chứng khoán ưu tiên cao trong trường hợp ngừng trả cổ tức, sẽ buộc doanh nghiệp phải tiếp tục chi trả cổ tức cổ phiếu ưu tiên. Trong khi nếu doanh nghiệp dư dả khả năng, mong muốn duy trì chi trả liên tục và tránh tích lũy cổ tức thường dẫn đến việc trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi, thậm chí dù thu nhập kém khiến giá cổ phiếu ưu đãi sụt giảm.

*Ví dụ:* Century Ribbon Mills Inc. không kiếm đủ thu nhập trả 7% cổ tức cổ phiếu ưu đãi suốt 8 năm trong tổng số 13 năm giai đoạn 1926-1938, giá cổ phiếu này liên tục giảm về mức khoảng 50. Nhưng cổ tức cổ phiếu ưu đãi vẫn tiếp tục được chi trả liên tục trong toàn bộ quãng thời gian đó, trong khi cổ phiếu phổ thông nhận được vỏn vẹn chỉ 50 xu. Tương tự, người mua cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 của Universal Pictures Company ở giá khoảng 30 năm 1929, sẽ nhận 8% cổ tức trong 3 năm khủng hoảng, trước khi khoản chi trả này cuối cùng bị ngừng.

*Tầm quan trọng đối lập của các điều kiện hợp đồng trong đầu cơ và đầu tư.* Người đọc nên đánh giá đúng khác biệt giữa chất lượng đầu tư và đầu cơ của cổ phiếu ưu đãi trong vấn đề tiếp tục chi trả cổ tức. Từ góc nhìn đầu tư, nghĩa là phụ thuộc vào cổ tức, việc thiếu trái quyền có tính thực thi là bất lợi khi so sánh với trái phiếu. Từ góc nhìn đầu cơ, khả năng cổ tức tiếp tục được chi trả trong các hoàn cảnh bất lợi, việc cổ phiếu ưu đãi sở hữu các trái quyền bán hợp đồng nhất định khiến các giám đốc doanh nghiệp phải suy nghĩ: chúng chắc chắn có lợi thế hơn so với cổ phiếu phổ thông.

**Ảnh hưởng của yếu tố vốn lưu động và quỹ tích lũy lên tính an toàn của chứng khoán ưu tiên cao đầu cơ.** Nguồn vốn lưu động lớn – đặc điểm của các công ty công nghiệp không thịnh vượng trong vài năm trước, cũng là lợi thế lớn của chứng khoán ưu tiên cao so với cổ phiếu phổ thông. Nó không chỉ khiến việc tiếp tục trả lãi suất hay cổ tức cổ phiếu ưu đãi khả dĩ, mà còn ảnh hưởng lớn lên quyết định nghỉ hưu của nhà đầu tư, khi chứng khoán đáo hạn, hoặc được mua lại bằng quỹ tích lũy, hoặc tự mua lại. Các điều khoản quỹ tích lũy của trái phiếu cũng như cổ phiếu ưu đãi, góp phần cải thiện thị giá và vị thế nội tại của chứng khoán. Lợi thế này không thể tìm thấy trong trường hợp cổ phiếu phổ thông.

*Ví dụ:* Francis H. Leggett Company, nhà sản xuất và bán sỉ thực phẩm, phát hành 2.000.000 đô-la cổ phiếu ưu đãi 7%, mang theo điều khoản quỹ tích lũy sẽ thu lại 3% chứng khoán mỗi năm. Tới 30 tháng 6 năm 1932, giá trị lưu hành đã giảm còn 608.500 đô-la, và vì chỉ còn một khoản nhỏ lưu

hành, chứng khoán được mua lại ở giá 110 trong bối cảnh khủng hoảng sâu. Tương tự, cổ phiếu ưu đãi của Centuray Ribbon Mills được giảm từ 2.000.000 đô-la xuống còn 544.000 đô-la giữa năm 1922 và 1938. Giấy nợ 5 ½% của Lawrence Portland Cement Company giảm từ 2.000.000 đô-la xuống còn 650.000 đô-la vào 31 tháng 12 năm 1938, tài khoản được mua lại vào ngày 1 tháng 4 năm 1939.

*Tầm quan trọng của hệ số bảo đảm tài sản ngắn hạn ròng lớn.* Nếu trái phiếu giá thấp được bảo đảm nhiều lần bởi tài sản ngắn hạn ròng, đó là một cơ hội đặc biệt, kinh nghiệm cho thấy rằng nhiều khả năng doanh nghiệp sẽ trả lãi suất, thậm chí khi thu nhập thấp hay không đều đặn.

*Ví dụ:* Trái phiếu 6% của Electric Refrigeration Corporation (Kelvinator), đáo hạn năm 1936, bán ở giá 66 vào tháng 11 năm 1929 khi tài sản ngắn hạn ròng của doanh nghiệp theo báo cáo tài chính gần nhất là 6.008.900 đô-la trên 2.528.500 đô-la trái phiếu lưu hành. Đúng là công ty thua lỗ năm 1927 và 1928, nhưng chi phí lãi vay cố định được bảo đảm gần 9 lần vào 30 tháng 9 năm 1929, và tài sản ngắn hạn ròng cao gần 4 lần giá trị thị trường của trái phiếu. Các trái phiếu này quay trở lại mức gần mệnh giá và được mua lại ở giá 105 vào năm 1931.

Tương tự, trái phiếu ưu tiên 1 của Electric Refrigeration Building Corporation, đáo hạn năm 1936, thực sự được bảo lãnh bởi Kelvinator Corporation theo hợp đồng thuê, được bán ở giá 70 vào tháng 7 năm 1932 khi tài sản ngắn hạn ròng của công ty mẹ cao hơn 6 lần con số 1.073.000 đô-la trái phiếu lưu hành và 8 lần tổng giá trị thị trường của chứng khoán. Trái phiếu được mua lại ở giá 101½ vào năm 1933.

Những ví dụ khác có thể được dẫn ra trong câu chuyện này là trái phiếu 6½% ưu tiên 1 của Murray Corporation, đáo hạn năm 1934, được bán ở giá 68 vào năm 1932 (vì thua lỗ từ hoạt động kinh doanh lúc đó), dù rằng doanh nghiệp có tài sản ngắn hạn ròng cao 2½ lần so với mệnh giá của chứng khoán và gần 4 lần giá trị thị trường của chứng khoán.

Phiếu khoán 7% của Sidney Blumenthal & Company, đáo hạn năm 1936, bán ở giá 70 vào năm 1926 khi doanh nghiệp có tài sản ngắn hạn

ròng cao gấp 2 lần mệnh giá chứng khoán và gần 3 lần tổng giá trị thị trường (chứng được mua lại ở giá 103 vào năm 1930).

Trái phiếu 6% của Bedling, Heminway Company, đáo hạn năm 1936, bán ở giá 67 vào năm 1930 khi doanh nghiệp có tài sản ngắn hạn ròng gần 3 lần mệnh giá của chứng khoán và hơn 4 lần thị giá của chúng. Trong trường hợp sau, doanh nghiệp thanh lý mạnh hàng tồn kho vào năm 1930 và 1931, sau đó sử dụng tiền đó để thu 80% trái phiếu thông qua mua lại trên thị trường. Khoản còn lại được mua ở giá 101 đầu năm 1934.

Trong trường hợp tiêu biểu kiểu này, khả năng lợi nhuận sẽ cao hơn khả năng thua lỗ, và lợi nhuận khả dĩ sẽ cao hơn thua lỗ khả dĩ. Có thể đúng là rủi ro liên quan trong từng trường hợp vẫn rất cao, đến mức chúng ta không thể áp dụng điều kiện “đầu tư” vào chứng khoán này. Tuy nhiên, chúng tôi đề nghị rằng, nếu sử dụng nguyên tắc đa dạng hóa rủi ro của bảo hiểm bằng cách mua nhiều chứng khoán cùng lúc, kết quả cuối cùng đủ đáng tin cậy để có thể gọi việc mua nhóm các chứng khoán như vậy là hoạt động đầu tư. Đây là một trong những khả năng được dự tính trước trong định nghĩa đầu tư mở rộng đã đưa ra ở Chương 4.

*Các hạn chế trong tầm quan trọng của vị thế tài sản ngắn hạn.* Rõ ràng vốn lưu động đóng vai trò quan trọng đáng kể trong việc chọn lựa các trái phiếu đầu cơ. Tuy nhiên, tầm quan trọng này không nên được thổi phồng đến mức cho rằng, hễ trái phiếu được bảo đảm đầy đủ bằng tài sản ngắn hạn ròng, thì nó an toàn. Tài sản ngắn hạn thể hiện trong bất kỳ bảng cân đối kế toán nào cũng có thể bị suy giảm nghiêm trọng, bởi các thua lỗ từ hoạt động kinh doanh xảy ra sau đó; quan trọng hơn là, các con số công bố thường hoàn toàn không đáng tin cậy trong trường hợp vỡ nợ.<sup>1</sup>

Trong nhiều ví dụ minh họa điểm này, chúng tôi sử dụng trường hợp phiếu khoán 7% của R. Hoe & Company và trái phiếu ưu tiên 1 lãi

1. Tính đáng tin cậy tương đối của các phần khác nhau trong con số tài sản ngắn hạn (tài sản tiền mặt, khoản phải thu, hàng tồn kho) sẽ được thảo luận chi tiết trong phần thảo luận phân tích bảng cân đối kế toán, Phần VI.

suất 8% của Ajax Rubber Company. Dù rằng những nghĩa vụ nợ này được bảo đảm bởi vốn lưu động ròng năm 1929, chúng sau đó được bán ở giá 2 xu/đô-la.

**VÍ DỤ VỀ TRÁI PHIẾU CÔNG NGHIỆP GIÁ THẤP BẢO ĐẢM BỞI TÀI SẢN NGẮN HẠN RÒNG, 1932**

Tên chứng khoán	Năm đáo hạn	Giá thấp năm 1932	Ngày trên bảng cân đối kế toán	Tài sản ngắn hạn ròng (đô-la)	Nợ dài hạn (đô-la)	Hệ số bảo đảm lãi suất thông thường	
						<i>Giai đoạn</i>	<i>Số lần thu nhập bảo đảm</i>
Trái phiếu 6% của American Seating	1936	17	T9/1932	3.826	3.056 đô-la	1924-1930	8,2
Trái phiếu 5% của Crucible Steel	1940	39	T6/1932	16.163	13.250	1924-1930	9,4
Trái phiếu 5 1/2% của McKesson & Robbins	1950	25	T6/1932	42.885	20.848	1925-1930	4,1
Trái phiếu 6% của Marion Steam Shovel	1947	21	T6/1932	4.598	2.417	1922-1930	3,9
Trái phiếu 6% của National Acme	1942	54	T12/1931	4.327	1.963	1922-1930	5,5

† Bỏ 000

‡ Hệ số bảo đảm cho lãi suất năm 1931 đã được điều chỉnh khi cần thiết.

Do đó, chúng ta phải phân biệt giữa: vốn lưu động được báo cáo, bao gồm cả bảo đảm nợ dài hạn – với thực tế quan trọng hơn, rằng nó cao hơn trái phiếu rất nhiều lần. Phát biểu ban đầu luôn thú vị, nhưng không có tính kết luận. Nếu thêm vào các yếu tố thuận lợi, như hệ số bảo đảm thu nhập tốt trong những năm bình thường và các yếu tố định tính thỏa mãn,

nó có thể khiến chứng khoán này khá hấp dẫn, song tốt hơn hết, chỉ nên là một trong những chứng khoán được mua.

**Cổ phiếu ưu đãi đầu cơ.** Các giai đoạn trong lịch sử giá của cổ phiếu ưu đãi đầu cơ. Cổ phiếu ưu đãi đầu cơ bị tác động bởi các hoạt động phi lý trí nhiều hơn trái phiếu đầu cơ, do đó, đôi khi những cổ phiếu ưu đãi này bị định giá quá cao trên thị trường, giống như trường hợp cổ phiếu phổ thông. Chúng ta có 3 giai đoạn khả dĩ trong lịch sử giá của một cổ phiếu ưu đãi. Trong mỗi giai đoạn, thị giá đều có xu hướng không trùng với giá trị:

1. Giai đoạn đầu tiên là giai đoạn phát hành ban đầu, khi nhà đầu tư bị thuyết phục mua chứng khoán ở mức giá hoàn toàn đầu tư mà không được giải thích từ góc độ giá trị nội tại.
2. Trong giai đoạn hai, việc thiếu giá trị đầu tư được thể hiện rõ ràng, và giá giảm xuống mức đầu cơ. Trong giai đoạn này, giá nhiều khả năng sụt giảm quá mức, vì các lý do đã thảo luận ở trước.
3. Giai đoạn thứ ba, đôi khi các chứng khoán tăng giá theo cách đầu cơ giống trường hợp của cổ phiếu phổ thông. Ở những tình huống như vậy, một số yếu tố quan trọng bắt đầu đáng ngờ, ví dụ như lượng cổ tức tích lũy bị nhấn mạnh quá mức. Ví dụ về giai đoạn thứ ba sẽ sớm được đưa ra.

Quy tắc “Định giá tối đa cho chứng khoán ưu tiên cao”. Quy tắc này là biện pháp an toàn giúp nhà đầu tư tránh lầm đường lạc lối trước những thông tin tuyên truyền trong giai đoạn thứ ba. Đây cũng là định hướng chung để xử lý với các chứng khoán ưu tiên cao đầu cơ.

*Một chứng khoán ưu tiên cao không thể có giá trị nội tại cao hơn một cổ phiếu phổ thông, nếu cổ phiếu phổ thông chiếm vị thế của chứng khoán ưu tiên cao, và không có chứng khoán ưu tiên thấp nào đang lưu hành.*

Phát biểu này sẽ dễ hiểu hơn khi được minh họa bằng ví dụ:

Doanh nghiệp X và doanh nghiệp Y có cùng giá trị. Doanh nghiệp X có 80.000 cổ phiếu ưu đãi và 200.000 cổ phiếu phổ thông. Doanh nghiệp

Y chỉ có 80.000 cổ phiếu phổ thông và không có cổ phiếu ưu đãi. Vậy thì nguyên tắc của chúng tôi nói rằng, một cổ phiếu ưu đãi của doanh nghiệp X không thể có giá hơn một cổ phiếu phổ thông của doanh nghiệp Y. Thực tế này đúng, vì cổ phiếu phổ thông doanh nghiệp Y đại diện cho cùng giá trị cơ sở của cả cổ phiếu phổ thông lẫn cổ phiếu ưu đãi doanh nghiệp X.

Thay vì so sánh hai doanh nghiệp tương đương như X và Y, chúng tôi có thể giả sử rằng doanh nghiệp X được điều chỉnh vốn để cổ phiếu phổ thông cũ bị loại bỏ, cổ phiếu ưu đãi trở thành loại cổ phiếu duy nhất, nghĩa là trở thành cổ phiếu phổ thông mới. (Chúng tôi tạo ra thuật ngữ mới cho thay đổi giả định, gọi là “doanh nghiệp hóa” cổ phiếu ưu đãi.) Nguyên tắc của chúng tôi đơn thuần phát biểu thực tế hiển nhiên rằng, giá trị của một cổ phiếu giả thiết như vậy không thể ít hơn giá trị cổ phiếu ưu đãi mà nó thay thế, vì nó tương đương với cổ phiếu ưu đãi cộng với cổ phiếu phổ thông cũ. Ý tưởng này cũng có thể được áp dụng cho trái phiếu đầu cơ chỉ theo sau bằng cổ phiếu phổ thông, hay cả cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông. Nếu trái phiếu được “doanh nghiệp hóa”, nghĩa là, nếu giả sử nó được chuyển thành cổ phiếu phổ thông, và cổ phiếu cũ bị loại bỏ, thì giá trị của cổ phiếu mới được tạo ra từ đó không thể thấp hơn giá trị hiện tại của trái phiếu.

Quan hệ này đúng bất chấp lãi suất hay tỷ lệ cổ tức, mệnh giá hay giá mua lại chứng khoán ưu tiên cao có lớn đến đâu đi nữa; đặc biệt, bất chấp giá trị lãi suất hay cổ tức chưa trả có thể tích lũy bao nhiêu. Vì nếu chúng tôi có cổ phiếu ưu đãi với khoản tích lũy 1.000 đô-la mỗi cổ phiếu, giá trị của chứng khoán này cũng không cao hơn, nếu nó là cổ phiếu phổ thông (không có cổ tức tích lũy) đại diện cho quyền sở hữu toàn bộ doanh nghiệp. Các cổ tức chưa trả không thể tạo ra giá trị bổ sung cho chứng khoán doanh nghiệp nhìn chung; chúng đơn thuần chỉ ảnh hưởng đến việc phân chia giá trị tổng cho cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông.

*Giá trị cổ tức tích lũy bị quan trọng hóa quá mức.* Chỉ cần phân tích đôi chút, có thể chứng minh các phát biểu trên là sự thật hiển nhiên, song công chúng sẽ không thấy được các nguyên tắc logic đơn giản nhất một khi đã rơi vào bẫy tâm lý đánh bạc. Do đó, cổ phiếu ưu đãi với tích lũy cổ

tức lớn dễ dàng rơi vào tình trạng bị thao túng về giá, trong đó các khoản tích lũy lớn trở thành cơ sở để giá cổ phiếu ưu đãi lấn cổ phiếu phổ thông tăng mạnh. Ví dụ tiêu biểu là cổ phiếu của American Zinc, Lead, Smelting Company vào năm 1928.

Cổ phiếu ưu đãi của American Zinc được phát hành năm 1916 để trả cổ tức cổ phiếu phổ thông, giao dịch theo đó chia tách cổ phiếu phổ thông cũ thành cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông mới. Cổ phiếu phổ thông có mệnh giá 25 đô-la nhưng có đầy đủ tính chất của một cổ phiếu mệnh giá 100 đô-la (6 đô-la cổ tức tích lũy, giá trị mua lại và thanh lý là 100 đô-la). Cách làm này hiển nhiên là sáng kiến đưa cổ phiếu ưu đãi vào bảng cân đối kế toán thành nghĩa vụ nợ nhỏ hơn bản chất thực của nó. Giữa năm 1920 và 1927, công ty báo cáo con số thua lỗ liên tiếp (ngoại trừ lợi nhuận không đáng kể năm 1922); cổ tức cổ phiếu ưu đãi bị ngừng chi trả vào năm 1921, tới năm 1928 cổ phiếu này tích lũy khoảng 40 đô-la cổ tức.

Năm 1928, doanh nghiệp hưởng lợi đôi chút từ sự thịnh vượng chung và chỉ kiếm được có 6 đô-la trên mỗi cổ phiếu ưu đãi. Tuy nhiên, chứng khoán của doanh nghiệp bị thao túng khiến giá cổ phiếu ưu đãi tăng từ 35 năm 1927 lên 118 năm 1928, trong khi cổ phiếu phổ thông còn tăng ngoạn mục hơn từ 6 lên 57. Những con số tăng giá này đi kèm với lời đồn về kế hoạch trả hết cổ tức tích lũy, song theo cách chính xác nào thì không được nhắc đến. Theo lẽ tự nhiên, chuyện này đã không xảy ra.<sup>1</sup>

Tính phi lý của thái độ đánh bạc được thể hiện rõ ràng ở đây trong hành động ngó ngắt chấp nhận cổ tức cổ phiếu ưu đãi chưa được chi trả, như cơ sở giá trị cho cả cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông. Lập luận đầu cơ ủng hộ đầu tư cổ phiếu phổ thông phát biểu như sau: “Cổ tức cổ phiếu ưu đãi tích lũy sẽ được chi trả. Điều này tốt cho cổ phiếu phổ thông. Do đó, hãy mua cổ phiếu phổ thông.” Theo cách lập luận ngược

1. Nhưng trong những năm sau, năm 1936, cổ tức cổ phiếu ưu đãi tích lũy được xử lý bằng kế hoạch tái cấu trúc: trao cho những cổ đông cổ phiếu ưu đãi phần lớn cổ phiếu phổ thông phát hành thêm.

này, nếu không có cổ tức cổ phiếu ưu đãi tích lũy xếp trước cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu phổ thông sẽ ít hấp dẫn hơn (thậm chí khi ở cùng giá), vì theo đó sẽ không tồn tại kế hoạch tuyệt vời nào chi trả hết khoản tích lũy này.

Chúng tôi có thể sử dụng ví dụ của American Zinc để minh họa cho các ứng dụng thực tế “nguyên tắc định giá tối đa chứng khoán ưu tiên cao”. Liệu cổ phiếu ưu đãi của American Zinc có quá cao ở mức 118 vào năm 1928 không? Giả sử cổ đông cổ phiếu ưu đãi sở hữu công ty hoàn toàn, điều này có nghĩa mức giá sẽ là 118 cho cổ phiếu phổ thông có thu nhập 6 đô-la vào năm 1928 sau 8 năm thua lỗ. Thậm chí trong những thời điểm sôi nổi của năm 1928, các nhà đầu cơ cũng không cảm thấy cổ phiếu phổ thông ở mức giá đó có chút gì hấp dẫn, do đó ứng dụng nguyên tắc của chúng tôi sẽ ngăn cản việc mua cổ phiếu phổ thông ở giá trị bị thổi phồng.

Mức giá 57 của cổ phiếu phổ thông American Zinc hiển nhiên cao đến vô lý, vì nó đại diện cho định giá sau về công ty:

Cổ phiếu ưu đãi, 80.000 cổ phiếu ở giá 118.....	9.440.000 đô-la
Cổ phiếu phổ thông, 200,000 cổ phiếu ở giá 57 .....	<u>11.400.000 đô-la</u>
Tổng giá trị .....	20.840.000 đô-la
Thu nhập, năm 1928.....	481.000
Trung bình thu nhập, giai đoạn 1920-1927 .....	188.000 (d)

Để đáp ứng định giá trên về American Zinc Company, cổ phiếu phổ thông giả thiết (trên cơ sở 80.000 cổ phiếu) sẽ phải bán ở giá 260 đô-la mỗi cổ, với thu nhập chỉ 6 đô-la và không trả cổ tức.

Con số trên cho thấy, công chúng đầu tư thiếu cẩn trọng đã lạc lối bởi yếu tố cổ tức chưa chia trả.

American Hide & Leadther Company là một ví dụ khác nhưng ít ấn tượng hơn về điểm này. Công ty chưa bao giờ thu nhập cao hơn 4,41 đô-la trên một cổ phiếu ưu đãi trong giai đoạn 1922 và 1928, lợi nhuận trung bình rất nhỏ. Tuy nhiên, hằng năm trong giai đoạn 7 năm đó, cổ phiếu ưu

đãi đều được bán ở giá 66 hay cao hơn. Sức mạnh bền bỉ này chủ yếu dựa trên tâm lý đầu cơ vào khoản cổ tức cổ phiếu ưu đãi tích lũy lớn, tăng từ 120 đô-la lên 175 đô-la/cổ phiếu trong giai đoạn này.

Áp dụng nguyên tắc của chúng tôi, có thể xem cổ phiếu ưu đãi của American Hide & Leather như đại diện sở hữu cho toàn bộ doanh nghiệp. Chúng tôi sẽ có cổ phiếu phổ thông không trả cổ tức trong nhiều năm và có thu nhập trung bình tốt nhất (sử dụng giai đoạn 1922-1927) cũng chỉ ở mức 2 đô-la/cổ phiếu. Hiển nhiên mức trên 65 cho cổ phiếu phổ thông này là quá cao. Kết quả là, mức giá này quá cao cho cổ phiếu ưu đãi của American Hide & Leather, cổ tức tích lũy dù lớn đến đâu cũng không ảnh hưởng nhiều đến kết luận.

**Thay đổi trong cấu trúc vốn ảnh hưởng đến tổng giá trị thị trường của chứng khoán.** Từ thảo luận trước đó, có thể suy ra rằng, giá trị của một cổ phiếu vốn đơn lẻ phải luôn tương đương với giá trị kết hợp của bất kỳ cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông nào mà nó có thể chia tách thành. Trên lý thuyết, điều này hoàn toàn đúng, nhưng trong thực hành, nó có thể không đúng chút nào, vì phân chia cấu trúc vốn thành các chứng khoán ưu tiên cao và cổ phiếu phổ thông có lợi thế thực sự so với một cổ phiếu phổ thông đơn lẻ. Chủ đề này sẽ được thảo luận sâu hơn trong phần “Cấu trúc vốn hóa” ở Chương 40.

Khác biệt giữa ý tưởng vừa đề xuất và “nguyên tắc định giá tối đa” của chúng tôi có thể được làm rõ như sau:

1. Giả sử giá trị doanh nghiệp X = doanh nghiệp Y
2. Doanh nghiệp X có cổ phiếu ưu đãi (P) và cổ phiếu phổ thông (C).  
Doanh nghiệp Y chỉ có cổ phiếu phổ thông (C')
3. Vậy thì tình huống sẽ là:

$$\text{Giá trị của P} + \text{giá trị của C} = \text{Giá trị của C'}$$

Vì mỗi bên của công thức đại diện cho những giá trị bằng nhau, hay là tổng giá trị của từng doanh nghiệp.

Những quan hệ rõ ràng này có thể không đúng trong thực tiễn, vì

phương pháp cấu trúc vốn hóa bằng cổ phiếu ưu đãi và phổ thông có thể có lợi thế thực sự so với một chứng khoán cổ phiếu phổ thông đơn lẻ.

Mặt khác, “nguyên tắc định giá tối đa” của chúng tôi đơn thuần nói rằng, chỉ giá trị của P không thể cao hơn giá trị của C. Điều này sẽ phải đúng trong thực tế cũng như lý thuyết, ngoại trừ trường hợp hoạt động đầu cơ mang tính thao túng, hoặc đầu cơ thiếu cẩn trọng gạt qua bên lề tất cả những cân nhắc lý trí.

Nguyên tắc của chúng tôi được phát biểu ở thể phủ định, do đó về bản chất cũng mang tính phủ định trong cách ứng dụng. Nó sử dụng hiệu quả nhất để phát hiện ra các trường hợp cổ phiếu ưu đãi hay trái phiếu không có giá trị đúng như thị giá. Để ứng dụng nguyên tắc này, đầu tiên, cần phải tìm ra giá trị của cổ phiếu ưu đãi trên cơ sở “doanh nghiệp hóa” (nghĩa là chứng khoán đại diện cho việc sở hữu toàn bộ doanh nghiệp), sau đó xác định nên trừ bao nhiêu từ giá trị này để phản ánh chính xác phần sở hữu có thể gán cho các cổ phiếu phổ thông hiện hữu. Đôi lúc, cách tiếp cận này sẽ hữu ích khi giúp chúng ta khám phá ra thực tế rằng, một chứng khoán ưu tiên cao nào đó có giá trị cao hơn thị giá. Nhưng hoạt động đó dẫn chúng ta ra xa hơn phạm vi của các công thức toán học, đến vùng đất khó khăn và không rõ ràng của hoạt động định giá cổ phiếu phổ thông mà chúng ta sẽ thảo luận ở phần tiếp theo.

## Phần IV

# LÝ THUYẾT ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG - YẾU TỐ CỔ TỨC

---

## *Giới thiệu Phần IV*

# **ĐI THEO DÒNG CHẢY**

BRUCE BERKOWITZ

---

**T**rong khu thành thị “lẩu thập cẩm” nơi tôi trưởng thành, một trong những hoạt động kinh doanh bán lẻ phổ biến nhất là các cửa hàng tạp hóa vỉa hè. Cư dân của khu vực thường ghé đến để mua những món hàng lặt vặt đáp ứng nhu cầu hằng ngày như báo, tạp chí hay bình sữa... Những đứa trẻ như tôi thường ghé những cửa hàng này khi được đi chung với gia đình hay khi mẹ sai vặt ra ngoài. Chúng tôi hào hứng mua kẹo, kẹo cao su và nước ngọt.

Chủ cửa hàng có một máy tính tiền ở ngay quầy gần cửa ra vào. Tiền của khách được bỏ vào đó. Người chủ cửa hàng lấy ra số tiền cần thiết để nhập hàng, trả tiền thuê, duy trì hoạt động và trả khoản lương nhỏ cho bản thân mình. Nếu còn chút lời sót lại, người chủ có thể chọn sử dụng phần tiền đó để đầu tư phát triển kinh doanh, trả nợ, hay chi trả cho những chi phí sinh hoạt cá nhân.

Nhiều năm sau, khi tôi bắt đầu làm việc trong lĩnh vực kinh doanh đầu tư, tôi bắt đầu đọc các báo cáo thường niên của chủ tịch Warren Buffett của Berkshire Hathaway, thứ dẫn tôi đến với cuốn sách của Benjamin Graham và David Dodd. Tôi nhanh chóng nhận ra rằng, những hoạt động tài chính của cửa hàng tạp hóa này là ví dụ tốt về dòng tiền tự do. Graham và Dodd gọi tên số tiền dồi dào đó là “sức mạnh thu nhập” hay “thu nhập của người chủ”. Đó là số tiền mà người chủ có thể bỏ túi sau khi chi trả tất cả chi phí và thực hiện những đầu tư cần thiết để duy trì kinh doanh. Dòng

tiền tự do là nguồn chi trả tất cả các khoản lợi nhuận thu lại, bao gồm cổ tức, mua lại cổ phiếu, hay những khoản đầu tư có khả năng nâng cao thu nhập tương lai

Graham và Dodd là những người đầu tiên áp dụng phân tích tài chính cẩn trọng trong đầu tư cổ phiếu phổ thông. Cho đến thời điểm đó, hầu hết các phân tích đầu tư nghiêm túc nhất đều tập trung vào chứng khoán thu nhập cố định. Graham và Dodd tranh luận rằng, cổ phiếu cũng giống trái phiếu, có giá trị được xác định rõ ràng dựa trên dòng lợi nhuận tương lai. Với trái phiếu, lợi nhuận bao gồm các khoản chi trả cụ thể theo các giao kèo hợp đồng. Với cổ phiếu, lợi nhuận bao gồm cổ tức được trả từ thu nhập doanh nghiệp, hay tiền mặt có thể được sử dụng để chi trả cổ tức nhưng thay vào đó được sử dụng để tái đầu tư vào doanh nghiệp.

Bằng cách nghiên cứu tài sản và sức mạnh thu nhập (hay dòng tiền) của doanh nghiệp, Graham và Dodd cũng tranh luận rằng, giá trị của lợi nhuận tương lai có thể được tính toán với mức độ chính xác hợp lý. Một khi được xác định, giá trị này giúp bạn quyết định liệu có nên mua một cổ phiếu cụ thể hay không. Giá trị 20 đô-la được tính toán của cổ phiếu giao dịch ở giá 10 đô-la sẽ cho phép bạn có được lợi nhuận, thậm chí dù ước tính của bạn không chính xác trong phạm vi vài đô-la. Nhưng nếu giá ước tính là 12 đô-la cho mỗi cổ phiếu giao dịch ở giá 10 đô-la, cổ phiếu này không nên được đưa vào danh sách mua; thậm chí nếu cổ phiếu có phần bị định giá thấp, sẽ không có đủ biên độ để phòng ngừa các sai lầm.

## MÀI SẮC CÂY BÚT CHÌ CỦA BẠN

Vấn đề căn bản của đầu tư vốn cổ phần là làm cách nào để định giá doanh nghiệp. Trong thập niên 1930, doanh nghiệp được định giá bằng cách đo lường tài sản hữu hình. Lý do là: hầu hết giá trị vốn hóa thị trường của cổ phiếu trong giai đoạn đó dựa trên tài nguyên thô (chủ yếu trong trường hợp doanh nghiệp khai mỏ), hệ thống giao thông (doanh nghiệp đường sắt), hệ thống tiện ích và sản xuất. Tất cả những ngành này đều sở hữu lượng lớn nhà máy, trang thiết bị và hàng tồn kho. Ngày nay, doanh nghiệp dịch vụ thống lĩnh nền kinh tế, thậm chí trong sản xuất, hầu hết vốn doanh nghiệp được sử dụng để mua các tài sản vô hình – phần mềm, thương hiệu mà doanh nghiệp thuần túy, khách hàng, sản phẩm – chúng

không thể hiện rõ ràng trong bảng cân đối kế toán. Ví dụ, chỉ một phần rất nhỏ giá trị của những doanh nghiệp như Oracle và Microsoft hay những công ty dịch vụ như Automated Data Processing được ghi nhận bằng tài sản hữu hình.

Để định giá vốn cổ phần, chúng tôi ở Fairholme bắt đầu tính toán dòng tiền tự do. Chúng tôi bắt đầu với thu nhập ròng như được quy định theo Các nguyên tắc Kế toán được Chấp nhận phổ biến (GAAP). Sau đó, chúng tôi cộng thêm các chi phí phi tiền mặt như khấu hao (depreciation) hay chi phí hao mòn (amortization). Những chi phí này được tính toán bằng công thức dựa trên chi phí quá khứ (khấu hao tài sản hữu hình, hao mòn tài sản vô hình) và có thể không phản ánh giá trị tài sản sụt giảm thực.

Song dù vậy, hầu hết giá trị tài sản sẽ tiêu hao qua thời gian, chúng tôi phải tính đến điểm này. Do đó, chúng tôi trừ khoản chi phí ước tính mà doanh nghiệp phải chi trả để duy trì các tài sản hữu hình như văn phòng, nhà máy, hàng tồn kho, trang thiết bị; những tài sản vô hình như lượng khách hàng, truyền thông. Đầu tư ở mức độ này, nếu được thực hiện đúng, sẽ giữ lợi nhuận của doanh nghiệp ổn định.

Đó chỉ là bước khởi đầu. Ví dụ, doanh nghiệp thường xuyên khai báo sai chi phí của quỹ hưu trí và lợi ích y tế sau khi nhân viên nghỉ hưu. Doanh nghiệp cũng ước tính quá cao các lợi nhuận đầu tư từ các kế hoạch lợi ích hay đánh giá thấp chi phí y tế tương lai, do đó khi phân tích dòng tiền tự do, bạn cần điều chỉnh những con số để phản ánh các thực tế này.

Các doanh nghiệp thường ước tính thấp đi những gì họ trả cho ban quản trị. Ví dụ, cho đến vài năm gần đây, hầu hết doanh nghiệp không tính chi phí quyền chọn cổ phiếu như một khoản thù lao cho nhân viên, chi phí này cũng không thể hiện trong những khoản mục chi phí khác. Vài doanh nghiệp còn đi xa hơn, cố gắng che đậy các chi phí quyền chọn này bằng cách mua lại số lượng lớn cổ phiếu từ thị trường mở, để bù trừ cho những quyền chọn được các nhân viên sử dụng. Vấn đề là: các doanh nghiệp thường trả nhiều tiền hơn trên thị trường mở, so với số tiền nhận lại được từ việc nhân viên thực thi những quyền chọn mà họ nhận được vài năm

trước. Khoản chênh lệch này hiếm khi được báo cáo thành chi phí chính thức trong hoạt động kinh doanh.

Một nguồn lợi nhuận kế toán khác đến từ các hợp đồng cung cấp dài hạn. Ví dụ, khi Enron “quá cố” đã tham gia vào thỏa thuận giao dịch cung cấp dài hạn, doanh nghiệp này rất lạc quan khi ước tính giá trị lợi nhuận tương lai rộng ở hiện tại của thương vụ, ghi nhận vào thu nhập của năm hiện tại, dù chưa nhận được tiền mặt. Enron đã biến mất, nhưng cách làm này thì không. Các doanh nghiệp bảo hiểm và ngân hàng vẫn còn lay lắt sử dụng cách này khi ước tính các khoản thua lỗ tương lai xuất phát từ những trường hợp được bảo hiểm, hay các khoản vay bị vỡ nợ. Và với bất kỳ doanh nghiệp nào, các khoản lợi nhuận và thua lỗ từ các hợp đồng phái sinh đều khó ghi nhận chính xác, vì thị trường cho những công cụ này rất hạn hẹp.

Vài doanh nghiệp báo cáo dòng tiền tự do thấp hơn, vì không ghi nhận các khoản tiền thực sự được sử dụng cho hoạt động đầu tư phát triển vào chi phí. Ví dụ, kiểm thêm những khách hàng bảo hiểm xe hơi mới có thể tốn nhiều hơn 20-30% số tiền nhận được từ những người mua bảo hiểm mới trong năm đầu tiên. Một phần chi phí quá cao này được tính toán để thay thế các khách hàng không tái ký hợp đồng bảo hiểm. Nhưng nếu số người mua bảo hiểm gia tăng, một phần chi phí sẽ phải được đưa vào chi phí đầu tư phát triển. GEICO – công ty con của Berkshire Hathaway chính xác đã làm như vậy, kết quả là, thu nhập kế toán báo cáo dòng tiền tự do thấp hơn và cho thấy nó kinh doanh ổn định. Khi Microsoft bán chương trình Windows, doanh nghiệp này nhận ra rằng, chi phí dịch vụ tương lai là một phần của thương vụ. Microsoft ghi nhận những chi phí này, bằng cách phân bổ doanh thu và chi phí ra nhiều năm. Kết quả của hành động này là, lợi nhuận được hoãn lại cho các giai đoạn tương lai, và cho doanh nghiệp tấm đệm để phòng trước những diễn biến bất lợi trong tương lai.

Tất cả những ước lượng kế toán phi tiền mặt này, cho chúng ta thấy khó khăn trong việc xác định dòng tiền tự do hiện tại của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, mọi chuyên vấn chưa dừng lại ở đó. Tôi và cộng sự muốn biết: (a) dòng tiền hiện tại đại diện cho dòng tiền trung bình trong quá khứ thế nào, (b) nó tăng hay giảm – nghĩa là doanh nghiệp đang đi ngược hay xuôi gió?

## **DÒNG TIỀN KHI BẠN ÍT MONG CHỜ NÓ NHẤT**

Ví dụ về doanh nghiệp lội ngược gió trong năm 2008 là Mohawk Industries, chuyên sản xuất thảm và sàn nhà mà chúng tôi mua lần đầu vào năm 2006 ở mức giá thấp 60 đô-la. Vào lúc đó, doanh nghiệp này báo cáo mức thu nhập theo GAAP là 6,70 đô-la/cổ phiếu, nhưng phân tích của chúng tôi cho thấy dòng tiền tự do đến 9 đô-la/cổ phiếu. Tại sao dòng tiền tự do lại cao hơn thu nhập nhiều đến vậy? Đầu tiên, Mohawk phát triển bằng cách mua lại những đối thủ nhỏ hơn trên thị trường như một phần của chiến lược hợp nhất cả ngành công nghiệp, do đó, có được lợi thế kinh tế quy mô cho phép doanh nghiệp này giảm chi phí đầu tư vốn và giảm nhu cầu vốn lưu động. Quan trọng hơn, việc áp dụng GAAP buộc Mohawk phải trừ phần lớn chi phí trong thu nhập, để tính tiêu hao cho những tài sản vô hình có được từ quá trình mua sắm của mình. Chênh lệch giữa con số mà doanh nghiệp chi trả để mua lại doanh nghiệp khác và giá trị sổ sách của doanh nghiệp bị mua lại, sẽ được ghi nhận vào bảng cân đối kế toán như tài sản vô hình với tên gọi “lợi thế thương mại”. Những chi phí này làm giảm lợi nhuận ròng nhưng không thực sự tiêu hao tiền mặt. Như đã nói, chúng tôi đã tính toán và thấy rằng Mohawk được bán ở giá chưa đến 7 lần dòng tiền tự do của doanh nghiệp, một cái giá hấp dẫn. Nó sẽ giống với việc mua trái phiếu có lợi tức 14% với khả năng lãi suất gia tăng theo thời gian rất cao.

Trong năm 2008, giữa bối cảnh thị trường nhà ở xây mới bị khủng hoảng trầm trọng (hầu hết thảm và sàn nhà được bán cho những công trình xây dựng mới), Mohawk Industries vẫn có dòng tiền tự do từ 6-7 đô-la/cổ phiếu. Cổ phiếu ở giá 75 đô-la được bán ở mức khoảng 11-12 lần dòng tiền tự do, vẫn là hệ số hấp dẫn cho công ty đang trong chu kỳ suy giảm. Đáng là doanh thu bị sụt giảm, nhưng việc hợp nhất cả ngành công nghiệp đã hầu như loại bỏ được cạnh tranh về giá giữa những nhà sản xuất, thực trạng từng rất căng thẳng trước đây. Thực tế, các nhà sản xuất có khả năng

chuyển gánh nặng chi phí giá nguyên vật liệu đang gia tăng sang khách hàng. Điều này giúp duy trì biên độ lợi nhuận và dòng tiền. Trong khi ngành công nghiệp thảm và sàn nhà tiếp tục dao động theo nền kinh tế, ban quản trị của Mohawk có khả năng sinh ra dòng tiền tự do tương đối đều đặn.

Không có gì đáng ngạc nhiên nếu nhà đầu tư tìm thấy các doanh nghiệp với dòng tiền tự do tốt ở những ngành đã ổn định, như kinh doanh sàn nhà. Vốn yêu cầu cho tăng trưởng ít và nhu cầu huy động vốn khiêm tốn, do đó rất dễ dà tiền mặt. Điều này thường không đúng trong trường hợp các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh, nhưng đôi khi các phân tích tỉ mỉ sẽ giúp chúng ta tìm ra doanh nghiệp như vậy, ví dụ như trường hợp của EchoStar Corp., công ty mẹ của công ty kinh doanh truyền hình vệ tinh DISH.

Công ty này lên sàn vào tháng 6 năm 1995, trên cơ sở rằng vẫn còn chỗ trống cho nhà cung cấp dịch vụ truyền hình trả tiền. Tới năm 2000, ở đỉnh điểm cuồng tín của Phố Wall với những công ty công nghệ cao, EchoStar có 3.400.000 người đăng ký dịch vụ, giá trị doanh nghiệp (giá trị thị trường của vốn cổ phần, cộng nợ ròng) đạt khoảng 30 tỷ đô-la, con số thua lỗ theo báo cáo hằng năm gần 800.000.000 đô-la. Tôi tệ hơn, doanh nghiệp này tiêu tiền mặt như nước, khi đầu tư vào cơ sở hạ tầng và hoạt động tìm kiếm khách hàng – riêng thực tế này cũng sẽ loại bỏ nó ra khỏi tầm ngắm của rất nhiều nhà đầu tư giá trị.

5 năm sau, số người đăng ký dịch vụ đạt đến đỉnh 12.000.000. Với rất nhiều chi phí vận hành công ty mới khởi nghiệp, tiền mặt tự do đã bắt đầu chảy và phát triển – chi phí đăng ký dịch vụ hằng tháng là nguồn thu nhập khá đáng tin cậy. Nhưng vào thời điểm đó, năm 2005, giá trị doanh nghiệp của EchoStar chỉ là 17.000.000 đô-la. Rõ ràng, thị trường đã không đánh giá cao khả năng tạo ra tiền mặt của nó. Thực tế này cho phép Fairholme mua các cổ phiếu đặc quyền tuyệt vời với lợi tức tiền mặt tự do hai con số, trong khi các khoản đầu tư phi rủi ro đang trả mức lợi tức 5%.

Vài doanh nghiệp tạo ra rất nhiều dòng tiền, nhưng cấu trúc doanh nghiệp lại che giấu nó. Đó là trường hợp của Leucadia National, doanh nghiệp sở hữu vốn nhiều công ty trong những ngành khác nhau. Danh mục công ty con của Leucadia tương tự như Berkshire Hathaway của Buffett. Trong khi tất cả công ty con này kết hợp lại không nhất thiết phải tạo ra dòng tiền đều đặn cho công ty sở hữu vốn, dòng tiền có thể rất tốt,

công ty mẹ sẽ hưởng lợi từ giá trị đó. Dòng tiền tự do của Leucadia khá biến thiên và bất đoán, chủ yếu vì những người quản lý luôn mua bán kinh doanh trong danh mục. Nhưng những người quản lý này đã rất khéo léo trong việc triển khai tiền mặt. Giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp tăng theo tỷ lệ kép gần 25% một năm trong gần 3 thập kỷ. Nếu bạn đầu tư vào doanh nghiệp như Leucadia hay Berkshire Hathaway, bạn đang gửi tiền vào khả năng nhận diện các cơ hội đầu tư với dòng tiền tự do cao của những người quản lý.

Leucadia và Bershire Hathaway chỉ ra khía cạnh quan trọng khác trong việc định giá dòng tiền tự do: cách thức ban quản trị sử dụng tiền mặt và liệu những quyết định đó có gia tăng giá trị của cổ đông hay không. Như đã nhắc đến trước đó, dòng tiền tự do có thể được trả lại cho cổ đông dưới dạng cổ tức hay mua lại cổ phiếu, hoặc có thể được sử dụng để tái đầu tư vào doanh nghiệp. Graham và Dodd xem cổ tức là lợi nhuận tiền mặt dành cho cổ đông. Các lợi thế thuế của hoạt động mua lại cổ phiếu hầu như ít được xem xét trong các quyết định phân bổ vốn, và trong thực tế, chúng không được những định chế đầu tư, những người thống lĩnh thị trường ngày nay, quan tâm quá nhiều.

Ngày nay, mua lại cổ phiếu ở mức giá chiết khấu rõ ràng được yêu thích hơn cổ tức. Yếu tố quyết định ở đây là giá. Nếu doanh nghiệp mua lại cổ phiếu bị định giá thấp, các cổ đông bán sẽ chịu thiệt, trong khi những cổ đông giữ dài hạn sẽ có lợi. Nếu doanh nghiệp mua cổ phiếu ở giá bị thổi phồng, những người bán sẽ hưởng lợi, những người nắm giữ dài hạn thiệt thòi. Những nhà đầu tư giá trị, có định hướng dài hạn, nhìn chung tìm kiếm doanh nghiệp mua lại cổ phiếu trong các giai đoạn bị định giá thấp.

Ban quản trị phải quyết định khi nào sẽ trả lại tiền mặt cho cổ đông, khi nào sẽ đầu tư. Các thu nhập được đầu tư thông minh sẽ cho ra dòng tiền tự do cao hơn trong tương lai. Mặt khác, những khoản thu nhập được đầu tư tồi sẽ làm hỏng giá trị doanh nghiệp. Warren Buffett chắc chắn là thiên tài đầu tư vốn trong hơn 50 năm qua, chẳng ai quan tâm chuyện Berkshire Hathaway của ông không trả cổ tức. Mặt khác, vài nhà quản trị, đặc biệt là những người trong các ngành công nghiệp đang chất vặt, sẽ trao lợi ích cho nhà đầu tư bằng cách trả lại vốn đầu tư cho họ, thay vì tái đầu tư vào doanh nghiệp ở tỷ lệ lợi nhuận thấp.

## CỔ TỨC LÀ DẤU HIỆU

Theo truyền thống, hội đồng quản trị doanh nghiệp có xu hướng quy định chi trả cổ tức ở tỷ lệ mà thu nhập có thể bảo đảm thoải mái. Bằng cách đó, phần lớn hơn thu nhập sẽ được giữ lại vào những giai đoạn tốt. Trong những giai đoạn xấu, cổ tức thường được duy trì, thậm chí nếu nó cao hơn dòng tiền tự do. Hội đồng quản trị có thể làm điều này để thể hiện niềm tin vào triển vọng dài hạn của doanh nghiệp. Nếu thu nhập tăng, hội đồng sẽ tăng cổ tức, dù ở tốc độ chậm hơn so với thu nhập.

Ngày nay, các nhà đầu tư xem chính sách cổ tức của doanh nghiệp như cánh cửa để nhìn thấu suy nghĩ của ban quản trị về tính bền bỉ của dòng tiền tự do. Nếu các thay đổi trong dòng tiền chỉ là tạm thời, doanh nghiệp sẽ không điều chỉnh cổ tức. Nếu ban quản trị tin rằng, những thay đổi nhiều khả năng sẽ kéo dài, họ sẽ điều chỉnh cổ tức tương ứng. Nếu ban quản trị nghĩ rằng, các cơ hội đầu tư mới có rủi ro tương đối thấp, những cơ hội này sẽ được tài trợ bằng nợ để cho phép duy trì mức cổ tức như cũ. Nếu các cơ hội mới này được xem là tương đối rủi ro, chúng có thể được tài trợ thông qua hạ mức cổ tức. Nếu những chiến lược này được thực hiện trung thực, chúng sẽ giúp nhà đầu tư loại suy từ hiện tại ra những dòng tiền khả dĩ trong tương lai và kéo theo giá trị của vốn cổ phần. Trong bối cảnh này, tỷ lệ cổ tức cao sẽ là yếu tố tích cực trong định giá vốn cổ phần.

Rủi ro ở đây là, ban quản trị có thể bị cám dỗ để thao túng cổ tức, nhằm tạo ra bức tranh thuận lợi giả tạo về dòng tiền tương lai. Các doanh nghiệp chịu áp lực, như General Motors hay Citigroup, hầu như luôn chậm chạp trong việc cắt cổ tức. Trong những trường hợp như vậy, nhà đầu tư mua cổ phiếu với các tỷ lệ cổ tức cao bất thường, các yếu tố cơ sở xấu đi khiến họ tự chuốc phiền phức vào thân. Các mức cổ tức này nhiều khả năng sẽ bị cắt giảm. Tương tự, doanh nghiệp trả cổ tức bằng tiền từ vốn cổ phần phát hành mới, thay vì dòng tiền tự do, nhiều khả năng đang thao túng nhà đầu tư thông qua những dấu hiệu sai. Các quỹ ủy thác đầu tư bất động sản và ủy thác thu nhập, những định chế bị buộc phải chi trả hầu hết tất cả thu nhập cho cổ đông, cũng lưỡng lự tương tự khi phải hạ các khoản phân chia đã công bố xuống.

Mặt khác, doanh nghiệp có tiền mặt tự do để phân phối và có viễn cảnh đầu tư yếu kém, nên có tỷ lệ chi trả cổ tức cao hơn. Dù rằng những

doanh nghiệp như Dell Computer và Amazon.com vận hành với vốn lưu động âm trầm trọng (chúng thu tiền từ người mua trước khi phải trả cho nhà cung cấp) và tài sản cố định nhỏ, khiến nhu cầu tái đầu tư thu nhập là không cao. Tuy nhiên, những doanh nghiệp này vẫn ngoan cố không trả cổ tức và tích lũy lượng lớn tiền mặt.

## **TIỀN MẶT ĐÓ CUỐI CÙNG LÀ CỦA AI?**

Phát hiện ra doanh nghiệp cất giấu lượng lớn tiền mặt và có khả năng sinh ra nhiều tiền mặt hơn nữa, là một khởi đầu. Nhưng tiền mặt không giúp ích gì cho cổ đông trừ khi ban quản trị đầu tư nó thông minh, hay trả lại nó cho những người chủ sở hữu thông qua cổ tức hoặc mua lại cổ phiếu. Tài năng và quyết định của ban quản trị đóng vai trò sống còn.

Đôi khi, có quá nhiều tiền mặt để có thể bỏ qua, thậm chí nếu nó thuộc quyền kiểm soát của những “cáo già” – người sẽ không đầu tư cũng như không phân phối số tiền đó. Trong trường hợp này, các nhà đầu tư năng động (activist investor) thường tập trung lại và gây áp lực lên các quản lý để “mở khóa giá trị” của doanh nghiệp; nếu không làm được điều này, họ cố gắng thay thế những quản lý kia. Bằng cách này hay cách khác, nếu chiếc máy đếm tiền có đủ tiền mặt, ai đó sẽ phải tìm cách để lấy số tiền đó ra.

## *Chương 21*

# LÝ THUYẾT ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG

---

---

Trong phần thảo luận giới thiệu, chúng tôi đã nêu ra những khó khăn tồn đọng khi nỗ lực áp dụng các kỹ thuật phân tích vào tình huống đầu cơ. Vì các yếu tố đầu cơ đặc biệt tồn tại nhiều trong cổ phiếu phổ thông, kết quả là, phân tích những chứng khoán này nhiều khả năng sẽ không mang tính kết luận và thiếu thỏa đáng; thậm chí trong những tình huống có thể kết luận, vẫn tồn tại rủi ro kết luận sai lệch. Lúc này, cần thiết để cân nhắc chức năng của phân tích cổ phiếu phổ thông chi tiết. Chúng ta phải bắt đầu với 3 tiền đề thực tế. Đầu tiên là, cổ phiếu phổ thông đóng vai trò quan trọng cơ bản trong kế hoạch tài chính của chúng ta, được rất nhiều người quan tâm. Thứ hai, người sở hữu và người mua cổ phiếu phổ thông luôn ước ao có được cách nhìn thông minh về giá trị của chúng. Thứ ba là, thậm chí khi động lực mua chứng khoán đơn thuần chỉ là lòng tham mang tính đầu cơ, bản chất của con người cũng mong muốn che giấu quyết định ngẫu hứng này bằng vỏ bọc nhận định đầu tư và logic đúng. Theo cách ngôn của Voltaire, “nếu không có thứ gì để phân tích cổ phiếu phổ thông, thì cần làm giả điều này.”

**Giá trị rỗng của phân tích cổ phiếu phổ thông.** Chúng ta bị dẫn dắt đến câu hỏi: “Phân tích cổ phiếu phổ thông sẽ có giá trị và có thể thực thi đến mức độ nào? Ở mức độ nào nó là nghi thức rỗng tuếch nhưng không

thể thiếu, khi đặt cược tiền vào tương lai của doanh nghiệp và thị trường cổ phiếu?" Chúng ta cuối cùng sẽ tìm ra đáp áp đại khái như sau: "Với một cổ phiếu phổ thông điển hình – chứng khoán được lựa chọn ngẫu nhiên từ danh sách – phân tích dù chi tiết đến đâu, cũng không nhiều khả năng cho ra kết luận đáng tin cậy về tính hấp dẫn hay giá trị của chứng khoán kia. Nhưng trong những trường hợp cụ thể, số liệu thống kê có thể rút ra các kết luận tương đối đáng tin sau quá trình phân tích." Chỉ các kết quả phân tích những cổ phiếu phổ thông đặc biệt mới có giá trị khẳng định hay khoa học, nhìn chung với cổ phiếu phổ thông, nó phải được xem là sự giúp đỡ có phần đáng ngờ cho các đánh giá đầu cơ, hay phương pháp cực kỳ ảo tưởng hướng đến giá trị, yếu tố rất khó tính toán nhưng bằng cách nào đó, ít hay nhiều cũng phải được tính toán.

Cách hiệu quả nhất để làm rõ chủ đề là thông qua tiếp cận lịch sử. Một khảo sát như vậy không chỉ làm rõ vị thế đang thay đổi của phân tích cổ phiếu phổ thông, mà còn khai sáng chủ đề gần gũi có tầm quan trọng lớn – lý thuyết đầu tư cổ phiếu phổ thông. Chúng tôi sẽ đổi mặt trước tiên với nhóm nguyên tắc đã được thiết lập và dường như logic về đầu tư cổ phiếu phổ thông. Qua các điều kiện mới xuất hiện, chúng ta sẽ thấy giá trị của những nguyên tắc này đã bị phá hủy. Thiếu sót của chúng sẽ làm xuất hiện khái niệm hoàn toàn mới về lựa chọn cổ phiếu phổ thông, gọi là "lý thuyết thời kỳ mới". Ẩn sau tính hợp lý bề ngoài, lý thuyết này chứa đựng vô vàn nguy cơ gây họa. Trong bối cảnh lý thuyết trước thời chiến tranh đã cũ kỹ, khai phá lý thuyết thời kỳ mới, chúng ta phải nỗ lực để thiết lập bộ nguyên tắc mới lành mạnh, hợp lý và đủ tin cậy về đầu tư cổ phiếu phổ thông.

**Lịch sử của phân tích cổ phiếu phổ thông.** Bắt đầu bằng việc xem xét lịch sử của phân tích cổ phiếu phổ thông, chúng ta sẽ thấy rằng tồn tại hai yếu tố mâu thuẫn trong 30 năm qua. Một mặt, uy tín đầu tư của cổ phiếu phổ thông nhìn chung gia tăng đáng kể, chủ yếu đến từ số cổ phiếu phổ thông có thu nhập ổn định, liên tục trả cổ tức, có điều kiện tài chính vững mạnh. Kèm theo tiến bộ này là tốc độ gia tăng đáng kể

tần xuất và các báo cáo doanh nghiệp đầy đủ, theo đó cung cấp rất phong phú những dữ liệu thống kê cho các nhà phân tích chứng khoán và công chúng. Cuối cùng, một lý thuyết ấn tượng được xây dựng đã khẳng định tính ưu việt của cổ phiếu phổ thông như các khoản đầu tư dài hạn. Nhưng vào thời điểm lòng quan tâm cổ phiếu phổ thông của công chúng đạt tới đỉnh điểm, giai đoạn năm 1927 và 1929, cơ sở định giá được sử dụng bởi công chúng mua cổ phiếu đã ngày càng xa rời cách tiếp cận kiện tính và kỹ thuật phân tích chứng khoán, ngày càng gắn chặt hơn vào các yếu tố mang tính tiềm năng và tiên đoán. Hơn nữa, bất ổn gia tăng trong hoạt động của các công ty công nghiệp và nhóm doanh nghiệp, đã làm suy giảm chất lượng đầu tư của trái phiếu nói chung, tất nhiên vẫn có quan hệ thù địch hơn so với việc duy trì chất lượng đầu tư thực sự của cổ phiếu phổ thông.

**Phân tích bị vô hiệu lực bởi 2 loại yếu tố bất ổn.** Đó là: (1) bất ổn của tài sản hữu hình, (2) tầm quan trọng mang tính quyết định của tài sản vô hình, có thể được nhận ra tốt hơn bởi các cổ phiếu phổ thông bản chất mâu thuẫn nhau trước năm 1920 và gần đây. Hãy xem 4 ví dụ tiêu biểu: Pennsylvania Railroad; Atchison, Topeka & Santa Fe Railroad; National Biscuit; American Can.

#### PENNSYLVANIA RAILROAD COMPANY

Năm	Phạm vi giá cổ phiếu	Thu nhập trên cổ phiếu (đô-la)	Chi trả cổ tức trên cổ phiếu (đô-la)
1904	70–56	4,63	3,00
1905	74–66	4,98	3,00
1906	74–61	5,83	3,25
1907	71–52	5,32	3,50
1908	68–52	4,46	3,00
1909	76–63	4,37	3,00
1910	69–61	4,60	3,00
1911	65–59	4,14	3,00
1912	63–60	4,64	3,00
1913	62–53	4,20	3,00

1923	48-41	5,16	3,00
1924	50-42	3,82	3,00
1925	55-43	6,23	3,00
1926	57-49	6,77	3,125
1927	68-57	6,83	3,50
1928	77-62	7,34	3,50
1929	110-73	8,82	3,875
1930	87-53	5,28	4,00
1931	64-16	1,48	3,25
1932	23-7	1,03	0,50
1933	42-14	1,46	0,50
1934	38-20	1,43	1,00
1935	33-27	1,81	0,50
1936	45-28	2,94	2,00
1937	50-20	2,07	1,25
1938	25-14	0,84	0,50

**ATCHISON, TOPEKA & SANTA FE RAILWAY COMPANY**

Năm	Phạm vi giá cổ phiếu	Thu nhập/cổ phiếu (đô-la)	Cổ tức/cổ phiếu (đô-la)
1904	89-64	9,47*(đô-la)	4,00 (đô-la)
1905	93-78	5,92*	4,00
1906	111-85	12,31*	4,50
1907	108-66	15,02*	6,00
1908	101-66	7,74*	5,00
1909	125-98	12,10*	5,50
1910	124-91	8,89*	6,00
1911	117-100	9,30*	6,00
1912	112-103	8,19*	6,00
1913	106-90	8,62*	6,00
1923	105-94	15,48	6,00
1924	121-97	15,47	6,00
1925	141-116	17,19	7,00
1926	172-122	23,42	7,00-

1927	200-162	18,74	10,00
1928	204-183	18,09	10,00
1929	299-195	22,69	10,00
1930	243-168	12,86	10,00
1931	203-79	6,96	10,00
1932	94-18	0,55	2,50
1933	80-35	1,03(d)	-
1934	74-45	0,33	2,00
1935	60-36	1,38	2,00
1936	89-59	1,56	2,00
1937	95-33	0,60	2,00
1938	45-22	0,83	

\* Năm tài chính kết thúc vào ngày 30 tháng 6.

American Can là ví dụ tiêu biểu về cổ phiếu đầu cơ trước chiến tranh. Nó được đầu cơ vì 3 lý do đầy đủ và hợp lý: (1) nó không trả cổ tức; (2) thu nhập của nó nhỏ và thiếu ổn định; (3) chứng khoán được “no nước”, có nghĩa là phần lớn giá trị công bố của nó đại diện cho khoản đầu tư không thực trong doanh nghiệp. Ngược lại, Pennsylvania, Atchison, National Biscuit được đánh giá là 3 cổ phiếu đầu tư, cũng vì cả 3 lý do hợp lý và đầy đủ: (1) Chúng có lịch sử chi trả cổ tức liên tục thỏa đáng; (2) thu nhập ổn định hợp lý, tính trung bình cao hơn nhiều so với mức cổ tức chi trả; (3) mỗi đô-la cổ phiếu được bảo trợ bởi một hoặc vài đô-la đầu tư thực sự trong doanh nghiệp.

#### NATIONAL BISCUIT COMPANY

Năm	Phạm vi giá cổ phiếu	Thu nhập/cổ phiếu (đô-la)	Cổ tức/cổ phiếu (đô-la)
1909	120-97	7,67*	5,75
1910	120-100	9,86*	6,00
1911	144-117	10,05*	8,75
1912	161-114	9,59*	7,00
1913	130-104	11,73*	7,00

1914	139-120	9,52*	7,00
1915	132-116	8,20*	7,00
1916	131-118	9,72*	7,00
1917	123-80	9,87†	7,00
1918	111-90	11,63	7,00
	(cơ sở cũ)‡	(cơ sở cũ)‡	(cơ sở cũ)‡
1923	370-266	35,42	21,00
1924	541-352	38,15	28,00
1925	553-455	40,53	28,00
1926	714-518	44,24	35,00
1927	1.309-663	49,77	42,00
1928	1.367-1.117	51,17	49,00
1929	1.657-980	57,40	52,50
1930	1.628-1.148	59,68	56,00
1931	1.466-637	50,05	49,00
1932	820-354	42,70	49,00
1933	1.061-569	36,93	49,00
1934	866-453	27,48	42,00
1935	637-389	22,93	31,50
1936	678-503	30,28	35,00
1937	584-298	28,35	28,00
1938	490-271	30,80	28,00

\* Thu nhập của năm kết thúc vào ngày 31 tháng 1 năm tiếp theo.

† 11 tháng kết thúc vào ngày 31 tháng 12 năm 1917.

‡ Cổ phiếu được chia tách theo tỷ lệ 4:1 trong năm 1922 để chi trả cho mức cổ tức 75%. Năm 1930, nó lại được chia tách theo tỷ lệ 2½:1. Các con số công bố của cổ phiếu mới chỉ bằng 1/7 con số được trình bày ở trên trong giai đoạn 1923-1929. Tương tự, những con số thảo luận ở trên cho giai đoạn 1930-1938 cao hơn 17½ lần con số công bố trong những năm này.

Nếu nghiên cứu phạm vi giá thị trường của những chứng khoán này trong thập kỷ trước Thế chiến (giai đoạn 1909-1918 của National Biscuit), chúng ta có thể lưu ý rằng American Can dao động mạnh mẽ năm theo cách gắn liền với môi trường đầu cơ, nhưng cổ phiếu của Pennsylvania, Atchison và National Biscuit thể hiện mức dao động thấp hơn nhiều và rõ

ràng có xu hướng dao động xung quanh giá cơ sở (97 cho Atchison, 64 cho Pennsylvania, và 120 cho National Biscuit), đây là yếu tố đại diện cho quan điểm phải xác định rõ ràng về giá trị đầu tư hay giá trị nội tại của chúng.

#### AMERICAN CAN COMPANY

Năm	Phạm vi giá cổ phiếu	Thu nhập/cổ phiếu (đô-la)	Cổ tức/cổ phiếu (đô- la)
1904	.....	0,51*	0
1905	.....	1,39(d)†	0
1906	.....	1,30(d)‡	0
1907	8-3	0,57(d)	0
1908	10-4	0,44(d)	0
1909	15-8	0,32(d)	0
1910	14-7	0,15(d)	0
1911	13-9	0,07	0
1912	47-11	8,86	0
1913	47-21	5,21	0
1923	108-74	19,64	5,00
1924	164-96	20,51	6,00
1925	297-158	32,75	7,00
	(cơ sở cũ)§	(cơ sở cũ)§	(cơ sở cũ)§
1926	379-233	26,34	13,25
1927	466-262	24,66	12,00
1928	705-423	41,16	12,00
1929	1.107-516	48,12	30,00
1930	940-628	48,48	30,00
1931	779-349	30,66	30,00
1932	443-178	19,56	24,00
1933	603-297	30,24	24,00
1934	689-542	50,32	24,00
1935	898-660	34,98	30,00
1936	825-660	34,80	36,00
1937	726-414	36,48	24,00
1938	631-425	26,10	24,00

\* Năm tài chính kết thúc vào ngày 31 tháng 3 năm 1905.

† 9 tháng kết thúc vào ngày 31 tháng 12 năm 1905.

‡ Loại bỏ khoản lỗ từ hỏa hoạn 58 xu mỗi cổ phiếu.

§ Cổ phiếu được tách theo tỷ lệ 6:1 năm 1926. Các con số công bố của cổ phiếu mới chỉ bằng 1/6 so với con số được trình bày trong giai đoạn 1926-1938.

**Quan niệm về đầu tư cổ phiếu phổ thông trước thời chiến.** Do đó, quan hệ trước thời chiến giữa phân tích và đầu tư với thay đổi giá và đầu cơ, có thể được nêu ra như sau: Đầu tư vào cổ phiếu phổ thông chỉ giới hạn trong những chứng khoán thể hiện cổ tức và thu nhập tương đối ổn định; những chứng khoán như vậy được kỳ vọng duy trì mức giá thị trường tương đối ổn định. Chức năng của phân tích chủ yếu là tìm các yếu tố yếu kém của bức tranh tổng thể. Nếu thu nhập không được công bố đúng; nếu bảng cân đối kế toán thể hiện vị thế hiện tại yếu kém, hay nợ dài hạn phát triển quá nhanh; nếu nhà máy không được duy trì tu sửa đúng cách; nếu những đối thủ nguy hiểm mới đang đe dọa doanh nghiệp, hay doanh nghiệp đang mất đi cơ sở cạnh tranh trong ngành; nếu ban quản trị đang kém đi hay nhiều khả năng quản lý theo hướng tồi tệ hơn; nếu có lý do để lo lắng cho tương lai chung của ngành, thì bất kỳ yếu kém nào cũng có thể đủ để dẫn đến các kết luận xấu cho chứng khoán, từ góc nhìn của nhà đầu tư cẩn thận.

Từ góc nhìn tích cực, phân tích quan tâm đến việc tìm ra những chứng khoán đáp ứng tất cả tiêu chuẩn đầu tư và bên cạnh đó mang đến cơ hội tăng giá tốt nhất trong tương lai. Quá trình này chủ yếu là so sánh những chứng khoán tương tự trong cùng nhóm đầu tư, ví dụ nhóm doanh nghiệp đường sắt trả cổ tức Northwestern. Tầm quan trọng chủ yếu được đặt trên các số liệu thống kê có liên quan trong quá khứ, đặc biệt ở con số thu nhập trung bình trong quan hệ với giá, tính ổn định và xu hướng của thu nhập. Ở mức độ thấp hơn, nhà phân tích nhìn vào tương lai và tìm các ngành công nghiệp, hay những công ty nhiều khả năng có mức độ tăng trưởng nhanh nhất.

*Đầu cơ được mô tả rõ khi đặt trọng tâm vào viễn cảnh tương lai.* Trong giai đoạn trước chiến tranh, tồn tại cách suy nghĩ cẩn thận, đặt trọng tâm

chính vào những kỳ vọng trong tương lai, thay vì những gì đã đạt được trong quá khứ, đó là thái độ mang tính đầu cơ. Đầu cơ, theo từ nguyên học, nghĩa là nhìn về phía trước; đầu tư đồng nghĩa với “lợi ích bất di bất dịch”, các quyền sử dụng tài sản và những giá trị đã bén rễ trong quá khứ. Tương lai không chắc chắn, do đó mang tính đầu cơ; quá khứ đã được biết đến, do đó là cơ sở an toàn. Hãy cân nhắc ví dụ người mua cổ phiếu phổ thông American Can năm 1910. Người này có thể mua vì tin rằng giá sẽ tăng hay “đẩy lên”, hoặc thu nhập sẽ tăng, doanh nghiệp sẽ nhanh chóng trả cổ tức, phát triển thành một trong những ngành mạnh nhất quốc gia. Từ góc nhìn trước chiến tranh, dù bất kỳ lý do nào có thể cũng thông minh hay đáng khen, song mỗi lý do đều cấu thành nên động cơ mang tính đầu cơ, khi thực hiện hành động mua.

*Kỹ thuật đầu tư vào cổ phiếu phổ thông tương tự như với trái phiếu.* Rõ ràng có sự tương đồng cao giữa kỹ thuật đầu tư vào cổ phiếu phổ thông và đầu tư vào trái phiếu. Nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông cũng muốn kinh doanh ổn định, muốn doanh nghiệp thể hiện những chỉ số biên độ thu nhập đầy đủ để trả cổ tức. Tất nhiên, người này phải hài lòng với biên độ an toàn nhỏ hơn so với biên độ yêu cầu cho trái phiếu, bất lợi này được bù đắp bằng lợi nhuận thu nhập lớn hơn (6% là tiêu chuẩn của một cổ phiếu phổ thông tốt khi so sánh với con số 4½% của trái phiếu xếp hạng cao) đến từ khả năng gia tăng mức cổ tức; nếu doanh nghiệp tiếp tục làm ăn phát đạt. Nhìn chung, khả năng lợi nhuận ít quan trọng nhất trong mắt người mua. Nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông nhiều khả năng thấy bản thân mình trong vị thế không khác nhiều so với người mua trái phiếu xếp hạng ưu tiên 2; về bản chất, hành động mua của người này sẽ hy sinh mức độ an toàn nhất định để đánh đổi mức lợi nhuận thu nhập cao hơn. Các ví dụ về Pennsylvania và Atchison trong giai đoạn thập kỷ 1904-1913 sẽ xác nhận mô tả ở trên.

*Mua cổ phiếu phổ thông được xem là chia sẻ một phần với doanh nghiệp.* Cách tiếp cận hữu ích cho thái độ của nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông trước chiến tranh, là từ góc nhìn nhà đầu tư nhận quyền lợi trong doanh nghiệp

tư nhân. Nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông điển hình là doanh nhân, dường như cách làm đúng đắn của người này là định giá bất kỳ doanh nghiệp cổ phần nào theo cách giống như khi định giá doanh nghiệp của chính mình. Điều này có nghĩa là, người này sẽ dành nhiều sự chú ý cho giá trị tài sản đằng sau cổ phiếu, như cách anh ta làm với các số liệu thu nhập. Cần nhớ rằng, doanh nghiệp tư nhân luôn được định giá chủ yếu trên cơ sở “giá trị tài sản ròng” được thể hiện trong báo cáo. Một người đang cân nhắc mua góp vốn hợp danh, hay mua một phần quyền lợi cổ phần trong doanh nghiệp tư nhân, sẽ luôn bắt đầu với giá trị của quyền lợi đó theo thể hiện trên “sổ sách”, tức là bảng cân đối kế toán, sau đó sẽ cân nhắc liệu con số hay các viễn cảnh có đủ tốt để khiến cổ phiếu đó hấp dẫn hay không. Quyền sở hữu trong doanh nghiệp tư nhân có thể được bán với giá cao hơn hay thấp hơn tỷ lệ giá trị tài sản của nó; nhưng giá trị sổ sách luôn là xuất phát điểm cho việc tính toán, thương vụ cuối cùng sẽ được thực hiện và cân nhắc từ góc nhìn khoản tiền trả cao hay thấp hơn so với giá trị sổ sách.

Rộng hơn mà nói, cách tiếp cận này cũng được sử dụng khi mua khoản đầu tư cổ phiếu phổ thông khả bán. Điểm khác biệt thứ nhất là giá trị mệnh giá, đại diện cho giá trị tiền mặt hay tài sản ban đầu trả cho doanh nghiệp; con số cơ sở thứ hai là giá trị sổ sách, đại diện cho giá trị mệnh giá cộng với lợi ích theo tỷ lệ trong thặng dư tích lũy. Do đó, khi cân nhắc một cổ phiếu phổ thông, nhà đầu tư tự hỏi bản thân: “Liệu chứng khoán này đáng mua ở giá cao hơn giá trị sổ sách, hay mua ở giá chiết khấu dưới giá trị sổ sách đang được phản ánh theo thị giá?” “Cổ phiếu no nước” liên tục bị lèn án lừa dối công chúng, những người bị dẫn dụ bởi các báo cáo hư cấu về giá trị tài sản đằng sau cổ phiếu. Do đó, một trong những chức năng bảo vệ của phân tích chứng khoán là phát hiện ra, liệu giá trị của tài sản cố định như được công bố trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp, có trình bày đúng những chi phí thực hay giá trị hợp lý của tài sản hay không.

*Đầu tư vào cổ phiếu phổ thông dựa trên 3 khái niệm.* Chúng ta thấy rằng đầu tư cổ phiếu phổ thông trước đây dựa trên 3 khái niệm: (1) lợi nhuận cổ tức phù hợp và vững chắc, (2) số liệu thu nhập ổn định và đầy đủ, (3) các tài

sản hữu hình bảo đảm đầy đủ. Bất kỳ yếu tố nào trong này có thể trở thành chủ đề của nghiên cứu phân tích cẩn trọng, từ góc độ cá nhân chứng khoán cũng như so sánh với chứng khoán khác cùng loại. Mua bán cổ phiếu phổ thông được thúc đẩy từ bất kỳ góc nhìn nào khác đều mang tính đầu cơ, không thể kỳ vọng chúng sẽ được lý giải bằng các phân tích nghiêm túc.

## LÝ THUYẾT THỜI ĐẠI MỚI

Trong giai đoạn hậu chiến, đặc biệt trong giai đoạn sau của thị trường bò với đỉnh điểm vào năm 1929, công chúng đầu tư có thái độ hoàn toàn khác với giá trị đầu tư của cổ phiếu phổ thông. 2 trong 3 yếu tố đã nói đến ở trên đã hoàn toàn mất đi tầm quan trọng. Yếu tố thứ ba, số liệu thu nhập, mang trên mình bộ mặt hoàn toàn mới lạ. Lý thuyết hay nguyên tắc mới có thể được tóm tắt trong phát biểu: “Giá trị của cổ phiếu phổ thông hoàn toàn phụ thuộc vào thu nhập tương lai của nó”.

Từ câu nói này, các hệ quả sau đây được rút ra:

1. Tỷ lệ cổ tức có ít ảnh hưởng lên giá trị.
2. Vì không tồn tại quan hệ rõ ràng giữa tài sản và sức mạnh thu nhập, giá trị tài sản hoàn toàn không quan trọng.
3. Thu nhập trong quá khứ chỉ quan trọng khi chỉ ra được *các thay đổi* nào trong thu nhập sẽ nhiều khả năng xảy ra trong tương lai.

Cuộc cách mạng triệt để trong triết lý đầu tư cổ phiếu phổ thông xảy ra khi công chúng đầu tư hầu như không nhận ra nó, còn những nhà quan sát tài chính chỉ nhận ra cuộc cách mạng này một cách rất nồng cạn. Cần phải nỗ lực mới hiểu được tường tận tầm quan trọng thực sự của những quan điểm thay đổi này. Để hiểu được chúng, chúng ta cần phải nhắc nó từ 3 góc nhìn: nguyên nhân, hệ quả và tính hợp lý.

**Các nguyên nhân dẫn đến góc nhìn thay đổi này.** Tại sao công chúng đầu tư thay đổi mối quan tâm từ cổ tức, giá trị tài sản và thu nhập trung bình sang chỉ xu hướng thu nhập, nghĩa là các thay đổi trong thu nhập được kỳ vọng trong tương lai? Đáp án đầu tiên là, các chỉ số trong quá khứ

mang đến định hướng không đáng tin cậy về khoản đầu tư; thứ hai, những phần thưởng tương lai trở nên quyền rũ đến không thể cưỡng lại.

Các khái niệm thời đại mới bắt nguồn lần đầu từ sự lỗi thời của các tiêu chuẩn thiết lập từ lâu. Trong thế hệ gần đây nhất, nhịp độ thay đổi kinh tế đã tiến triển đến mức các thực tế đã thiết lập từ lâu giờ chẳng còn nữa. Những thực tế này từng đóng vai trò bảo đảm cho sự ổn định. Các doanh nghiệp thịnh vượng cả thập kỷ đã vỡ nợ chỉ trong vài năm. Những doanh nghiệp khác, nhỏ, không thành công hoặc có danh tiếng đáng ngờ, lại nhanh chóng có được quy mô thống lĩnh, thu nhập ấn tượng và nhận được đánh giá cao. Nhóm doanh nghiệp được quan tâm đầu tư chủ yếu, ví dụ đường sắt, không thể tham gia tích cực vào việc nâng tầm thịnh vượng và thu nhập quốc gia, mà ngược lại tiếp tục đi lùi. Các doanh nghiệp đường xe điện – nhóm đầu tư quan trọng trước năm 1914, nhanh chóng mất đi phần lớn giá trị của chúng do các doanh nghiệp giao thông vận tải mới chen chân phát triển. Các doanh nghiệp điện và ga tăng giảm khá bất thường trong giai đoạn này, vì bị ảnh hưởng thay vì hưởng lợi từ lạm phát trong chiến tranh và sau chiến tranh, gần đây thì chúng tăng trưởng khá ấn tượng. Lịch sử của các công ty công nghiệp rất lộn xộn nhưng thay đổi dữ dội, các lợi ích trong thời kỳ thịnh vượng được phân phối không công bằng và quá sớm, dẫn đến các thất bại không ngờ của những doanh nghiệp thành công chói lọi nhất.

Trước bất ổn này, 3 cơ sở của đầu tư cổ phiếu phổ thông chắc chắn không đủ. Tự thân thu nhập và cổ tức trong quá khứ không còn được xem như chỉ số cho thu nhập và cổ tức tương lai. Hơn nữa, những thu nhập tương lai này không cho thấy bất kỳ xu hướng nào được kiểm soát bởi các khoản đầu tư thực vào doanh nghiệp (giá trị tài sản), mà thay vào đó phụ thuộc hoàn toàn vào vị thế công nghiệp thuận lợi và các chính sách quản lý hiệu quả, hoặc mang tính may mắn. Trong nhiều trường hợp thuế lý, tài sản ngắn hạn chỉ còn lại rất nhỏ, tài sản cố định hầu như không có giá trị. Vì không tồn tại mối quan hệ nào giữa tài sản và thu nhập, với tài sản và giá trị có thể hiện thực hóa trong tình huống phá sản, những cây bút tài chính hay giới công chúng nhìn chung ngày càng ít quan tâm đến vấn đề từng quan

trọng trước đó: “giá trị tài sản ròng” hay “giá trị sổ sách”. Có thể nói rằng, tới năm 1929, giá trị sổ sách thực tế đã mất vai trò quyết định sức hấp dẫn của chứng khoán. Đó là xác nhận quan trọng cho thực tế rằng “cổ phiếu no nước”, cổ phiếu từng rất đắt hàng, giờ đây đã bị quên lãng.

**Mỗi quan tâm chuyển sang xu hướng thu nhập.** Cách tiếp cận đầu tư trước chiến tranh, dựa trên số liệu quá khứ và dữ kiện hữu hình, đã trở nên lỗi thời và bị loại bỏ. Liệu có yếu tố nào đó thay thế nó không? Khái niệm mới – xu hướng thu nhập – đã trở thành trọng tâm. Quá khứ chỉ quan trọng khi nó thể hiện xu hướng di chuyển kỳ vọng của tương lai. Tốc độ gia tăng liên tục lợi nhuận chứng tỏ rằng, doanh nghiệp đang tăng trưởng và hứa hẹn những kết quả vẫn còn tốt hơn trong tương lai so với những gì đã đạt đến ngày hôm nay. Ngược lại, nếu thu nhập suy giảm và thậm chí vẫn đi ngang trong giai đoạn kinh tế phát triển tốt, chúng ta phải nhìn nhận rằng tương lai không có nhiều hứa hẹn, chắc chắn không nên mua chứng khoán đó.

**Học thuyết cổ phiếu phổ thông như các khoản đầu tư dài hạn.** Song hành cùng cơ sở chọn lựa cổ phiếu phổ thông là lý thuyết cho rằng, cổ phiếu phổ thông đại diện cho lựa chọn sinh lợi cao nhất và do đó đáng ao ước nhất để đầu tư dài hạn. Niềm tin này dựa trên số lượng các nghiên cứu nhất định, cho thấy rằng các danh sách cổ phiếu phổ thông đa dạng hóa thường sẽ gia tăng giá trị qua các thời đoạn đã định trong rất nhiều năm trong quá khứ. Các con số cho thấy, những danh mục cổ phiếu phổ thông được đa dạng hóa như vậy, cho ra lợi tức lợi nhuận thu nhập cao hơn và lợi nhuận tiền gốc cao hơn so với trái phiếu tiêu chuẩn.

Kết hợp hai ý tưởng này đã hình thành nên “lý thuyết đầu tư” mà thị trường chứng khoán năm 1927-1929 áp dụng. Lý thuyết này như sau:

1. “Giá trị của cổ phiếu phổ thông phụ thuộc vào thu nhập tương lai của nó.”
2. “Các cổ phiếu phổ thông tốt là các cổ phiếu có xu hướng thu nhập gia tăng.”
3. “Các cổ phiếu phổ thông tốt sẽ chứng minh bản thân chúng là các khoản đầu tư lành mạnh và sinh lợi.”

Những phát biểu này nghe có vẻ vô hại và hợp lý. Nhưng chúng che giấu hai nhược điểm có thể gây ra những nguy cơ tiềm ẩn. Nhược điểm đầu tiên là chúng đã phá bỏ các khác biệt căn bản giữa đầu tư và đầu cơ. Thứ hai là chúng bỏ qua giá cổ phiếu trong việc xác định: liệu cổ phiếu kia có phải là lựa chọn đáng ao ước hay không.

**Đầu tư thời đại mới tương đương với đầu cơ trước chiến tranh.** Thoạt trông, phương pháp “đầu tư thời đại mới” đang được công chúng và những quỹ ủy thác đầu tư thực hành, gần giống với định nghĩa đầu cơ rất thịnh hành trong khoảng thời gian trước thời kỳ bùng nổ. “Đầu tư” như vậy có nghĩa là mua cổ phiếu phổ thông thay vì trái phiếu, nhấn mạnh vào gia tăng giá trị vốn thay vì thu nhập, tập trung vào các thay đổi trong tương lai thay vì các dữ kiện đã xác lập trong quá khứ. Chính xác hơn, đầu tư thời đại mới đơn thuần chỉ là đầu cơ theo kiểu tập trung cũ vào những cổ phiếu phổ thông có xu hướng thu nhập thỏa đáng. Khái niệm mới rất ấn tượng, đóng vai trò cơ sở cho cơn sốt thị trường chứng khoán lớn nhất trong lịch sử, phản ánh câu nói trào phúng: “Đầu tư là đầu cơ thành công.”

**Cổ phiếu hấp dẫn bất chấp giá.** Quan niệm cho rằng, tính hấp dẫn của cổ phiếu phổ thông hoàn toàn độc lập với giá đường như cực kỳ ngắn. Tuy nhiên, lý thuyết thời đại mới trực tiếp dẫn chúng ta đến luận đê này. Nếu cổ phiếu doanh nghiệp tiện ích được bán ở mức 35 so với thu nhập tối đa được ghi nhận của nó, thay vì 10 lần thu nhập trung bình theo tiêu chuẩn trước thời kỳ bùng nổ, thì rút ra kết luận, không phải là giá cổ phiếu đó quá cao, mà là tiêu chuẩn giá trị đã được nâng lên. Thay vì đánh giá thị giá bằng các tiêu chuẩn giá trị đã được thiết lập, lý thuyết thời đại mới dựa trên những tiêu chuẩn giá trị của thị giá. Do đó, tất cả các ngưỡng trên đều biến mất, không chỉ ngưỡng giá mà cổ phiếu có thể được bán, mà thậm chí ngưỡng giá mà cổ phiếu xứng đáng được bán. Cách lý luận kỳ quái này thực sự dẫn đến việc mua cổ phiếu phổ thông có thu nhập 2,5 đô-la/cổ phiếu ở giá 100 đô-la. Lý luận tương tự sẽ ủng hộ việc mua cùng cổ phiếu ở giá 200 đô-la, 1.000 đô-la, hay bất kỳ mức giá nào có thể hình dung ra được.

Hệ quả ngọt ngào của nguyên tắc này là, kiếm tiền trên thị trường cổ phiếu giờ là thứ dễ dàng nhất thế giới. Chỉ cần mua cổ phiếu “tốt” bất chấp giá bao nhiêu, sau đó cổ phiếu đó tự nhiên sẽ đi lên. Kết quả của học thuyết như vậy chắc chắn dẫn đến thảm họa. Không biết bao nhiêu người đã tự hỏi: “Tại sao phải lao động trong khi có thể làm giàu ở Phố Wall chứ?” Sự di cư liên tiếp từ kinh doanh sang quận tài chính giống với làn sóng đổ xô đi tìm vàng nổi tiếng ở Klondike, ngoại trừ khác biệt rằng vàng được mang đến Phố Wall thay vì từ đó lấy ra.

**Quỹ ủy thác đầu tư áp dụng học thuyết mới này.** Hiện tượng đi ngược lại các lý thuyết trong giai đoạn 1928-1929 đến từ hoạt động của quỹ ủy thác đầu tư. Những quỹ này được hình thành với mục đích, mang đến ý tưởng hợp lý và từng rất hiệu quả ở Anh cho công chúng không có kỹ năng dịch vụ quản lý quỹ chuyên nghiệp. Quỹ ủy thác đầu tư ra đời sớm nhất ở Mỹ quan tâm nhiều đến những nguyên tắc đầu tư thành công đã được thử thách qua thời gian nhất định. Những nguyên tắc quan trọng nhất là:

1. Mua vào thời điểm khủng hoảng ở giá thấp, bán ra ở những thời điểm thị trường vượng ở giá cao.
2. Đa dạng hóa danh mục trong nhiều lĩnh vực và có khả năng ở nhiều nước.
3. Phát hiện ra và mua những chứng khoán đơn lẻ bị định giá thấp, thông qua nghiên cứu số liệu thống kê ở mức độ chuyên nghiệp và toàn diện.

Các nguyên tắc truyền thống biến mất nhanh chóng và hoàn toàn ra khỏi kỹ thuật đầu tư của quỹ ủy thác đầu tư, là một trong những hiện tượng kỳ lạ của giai đoạn này. Ý tưởng mua vào những thời điểm khủng hoảng rõ ràng là không thể áp dụng được. Nó chịu yếu điểm chết người là, các quỹ ủy thác đầu tư chỉ có thể được tổ chức trong những khoảng thời gian tốt, do đó, chúng buộc phải thực hiện những khoản đầu tư đầu tiên của mình ở thị trường bò. Ý tưởng phân bổ theo địa lý quốc tế chưa bao giờ gây ấn tượng mạnh lên những người Mỹ có tâm lý địa phương, và vì bối cảnh kinh

tế ở Mỹ đang phát triển tốt hơn các vùng lãnh thổ khác, nên mọi người đều nhất quán bô qua nguyên tắc này.

*Quỹ ủy thác đầu tư bô qua phân tích.* Điều nghịch lý nhất là việc quỹ ủy thác sớm từ bỏ hoạt động nghiên cứu và phân tích trong định hướng chính sách đầu tư. Tuy nhiên, vì các định chế tài chính này biết ơn lý thuyết đầu tư thời đại mới tạo điều kiện cho chúng tồn tại, theo lẽ tự nhiên, các quỹ phải bám chặt với lý thuyết này, có lẽ đây cũng là cơ hội sống sót duy nhất. Theo thực hành mới, đầu tư giờ đây trở nên đơn giản đến nỗi nghiên cứu không cần thiết và dữ liệu thống kê chi tiết là trở ngại. Quá trình đầu tư chỉ bao gồm tìm ra những doanh nghiệp sáng giá với xu hướng thu nhập gia tăng, sau đó mua cổ phiếu của chúng bất kể với giá nào. Do đó, chính sách lành mạnh là mua khi tất cả mọi người đều mua – danh sách các chứng khoán cực kỳ phổ biến và rất đắt giá, còn gọi là cổ phiếu “blue chip”. Ý tưởng ban đầu về việc tìm kiếm các chứng khoán bị định giá thấp và bị bỏ rơi, đã hoàn toàn nằm ngoài tầm ngắm. Các quỹ ủy thác đầu tư khoác lác rằng, danh mục của họ chỉ bao gồm những cổ phiếu phổ thông tích cực và tiêu chuẩn (các cổ phiếu phổ biến và có giá cao nhất). Chẳng nói quá khi khẳng định rằng, theo kỹ thuật đầu tư tiện lợi này, mọi phi vụ của quỹ đầu tư trị giá 10.000.000 đô-la có thể được quản lý bởi trí thông minh, năng lực và công sức của chỉ một nhân viên lương 30 đô-la mỗi tuần.

Nếu người bình thường bị thôi thúc ủy thác tiền cá nhân cho những chuyên gia đầu tư với kỹ năng ưu việt, đổi lại khoản thù lao đáng kể, sẽ nhanh chóng được quỹ ủy thác đầu tư bảo đảm rằng, quỹ hành động cẩn thận để không mua bất cứ chứng khoán gì ngoài những thứ người này tự mình mua.

*Những lý lẽ biện minh.* Sự phi lý trí không thể đi xa hơn nữa, song phải lưu ý rằng, hoạt động đầu cơ tập thể này chỉ có thể hưng thịnh trong bối cảnh phi logic và thiếu thực tế. Tuy nhiên, có lý do để giải thích cho hành động tự lừa dối bản thân của đầu cơ tập thể. Lý do thường là những lời lẽ biện minh khái quát hóa nào đó, đủ hợp lý nhưng bị bóp méo để phù hợp với lối đầu cơ điên khùng. Trong cơn sốt bất động sản, “lý lẽ” thường

dựa trên yếu tố dài hạn và phát triển vốn có của giá trị đất đai. Trong thị trường bò thời đại mới, cơ sở “lý luận” là số liệu gia tăng dài hạn trong những danh mục cổ phiếu phổ thông được đa dạng hóa.

**Tiền đề hợp lý dùng để hỗ trợ kết luận không hợp lý.** Tồn tại những nguy biện căn bản trong việc ứng dụng dữ kiện quá khứ. Ngụy biện này đáng ra quá dễ thấy, dù chỉ nghiên cứu sơ bộ khối lượng dữ liệu nhỏ và khá sơ sài làm cơ sở cho lý thuyết thời đại mới. Cổ phiếu phổ thông được chứng minh có xu hướng gia tăng giá trị theo thời gian, lý do đơn giản là chúng có thu nhập cao hơn cổ tức trả ra, do đó thu nhập được tái đầu tư sẽ được cộng thêm vào. Trong trường hợp tiêu biểu, doanh nghiệp có thu nhập trung bình 9% và trả 6% cổ tức, theo đó thêm 3% vào thặng dư. Nếu được quản trị tốt với may mắn phù hợp, giá trị đúng của cổ phiếu sẽ gia tăng cùng giá trị sổ sách, ở mức thường niên kép 3%. Tất nhiên, đây là mô hình lý thuyết chứ không mang tính tiêu chuẩn, nhưng rất nhiều ví dụ với các kết quả kém hơn so với “thông thường” có thể bù đắp bằng ví dụ của các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh hơn.

Yếu tố hấp dẫn của cổ phiếu phổ thông trong dài hạn cơ bản đến từ thực tế rằng, chúng có thu nhập cao hơn tỷ lệ lãi suất trên chi phí mua. Điều này đúng, điển hình với những cổ phiếu có thu nhập 10 đô-la và bán ở giá 100. Nhưng ngay khi giá tăng lên đến mức cao hơn so với thu nhập, lợi thế này biến mất, khi đó toàn bộ cơ sở lý thuyết của việc mua cổ phiếu phổ thông đầu tư cũng biến mất. Khi nhà đầu tư năm 1929 trả 200 đô-la cho cổ phiếu phổ thông có thu nhập 8 đô-la, họ đang mua một sức mạnh thu nhập không cao hơn lãi suất trái phiếu, mà không có được sự bảo vệ phụ trội đến từ các trái quyền ưu tiên cao. Do đó, sử dụng số liệu thu nhập quá khứ của cổ phiếu phổ thông như lý do để trả cao hơn 20 đến 40 lần thu nhập của chúng, những người giải thích lý thuyết đầu tư thời đại mới bắt đầu bằng một tiền đề hợp lý và bóp méo nó thành kết luận hết sức bất hợp lý.

Thực tế, gấp gáp khai thác tính hấp dẫn vốn có của cổ phiếu phổ thông đã tạo ra những điều kiện hoàn toàn khác so với tiền đề sinh ra cho tính hấp dẫn này, đó là, thu nhập trung bình nằm khoảng mức 10% thị

giá. Như chúng ta đã thấy, Edgar Lawrence Smith giải thích hợp lý rằng, sự tăng trưởng giá trị cổ phiếu phổ thông đến từ việc xây dựng giá trị tài sản thông qua tái đầu tư thu nhập thặng dư. Nghịch lý thay, lý thuyết đầu tư thời đại mới khai thác ý tưởng này lại từ chối chấp nhận bất kỳ tầm quan trọng nào của giá trị tài sản đăng sau cổ phiếu. Hơn nữa, giá trị trong kết luận của Smith nhất thiết nằm ở giả định rằng, cổ phiếu phổ thông sẽ hành động trong tương lai giống những gì nó đã làm ở quá khứ. Tuy nhiên, lý thuyết thời đại mới lại bỏ qua việc tính đến thu nhập quá khứ của doanh nghiệp, trừ trường hợp xem xét chúng như chỉ báo cho xu hướng tương lai.

*Các ví dụ cho thấy trọng tâm đặt ở xu hướng thu nhập. Hãy lấy 3 công ty với các số liệu thống kê sau làm ví dụ:*

#### THU NHẬP TRÊN CỔ PHIẾU

Năm	Công ty A (Electric Power & Light)	Công ty B (Bangor & Aroostook R. R.)	Công ty C (Chicago Yellow Cab)
1925	1,01 đô-la	6,22 đô-la	5,52 đô-la
1926	1,45	8,69	5,60
1927	2,09	8,41	4,54
1928	2,37	6,94	4,58
1929	2,98	8,30	4,47
Trung bình 5 năm	1,98 đô-la	7,71 đô-la	4,94 đô-la
Giá cao năm 1929	86%	90%	35

Các mức giá cao vào năm 1929 của 3 công ty này cho thấy thái độ đầu tư thời đại mới nhiệt tình ủng hộ công ty A, thờ ơ với công ty B và chắc chắn chống đối lại công ty C. Thị trường cho rằng cổ phiếu công ty A đáng giá hơn gấp đôi so với công ty C, dù rằng công ty C có thu nhập trên cổ phiếu cao hơn 50% so với công ty A vào năm 1929 và thu nhập trung bình cao hơn 150%.

**Phân biệt thu nhập trung bình và xu hướng thu nhập.** Quan hệ giữa giá và thu nhập năm 1929 cho thấy rõ ràng rằng, số liệu quá khứ không còn

là thước đo sức mạnh thu nhập thông thường nữa, mà chỉ là chiếc chong chóng quay theo hướng thổi của cơn gió lợi nhuận. Thực tế thu nhập trung bình không còn là thước đo đáng tin cậy về thu nhập tương lai phải được thừa nhận, vì bất ổn cao hơn trong hoạt động kinh doanh điển hình mà chúng tôi từng nhắc đến trước đây. Song điều đó sẽ không thể dẫn đến kết luận rằng, xu hướng thu nhập là định hướng đáng tin cậy hơn so với thu nhập trung bình; thậm chí nếu nó đáng tin cậy hơn, cũng không thể hoàn toàn tự thân mang đến cơ sở đầu tư an toàn.

Giả định được chấp nhận, vì thu nhập đang di chuyển theo hướng nhất định trong vài năm quá khứ và sẽ tiếp tục di chuyển theo hướng đó; về cơ bản chẳng khác gì so với giả định (đã dẹp bỏ) rằng, vì thu nhập đạt con số trung bình trong quá khứ và sẽ tiếp tục đạt con số trung bình đó trong tương lai. Có thể đúng là xu hướng thu nhập cho chúng ta mạnh mẽ đáng tin cậy hơn về tương lai, so với thu nhập trung bình. Nhưng chỉ báo về kết quả tương lai này cao lắm cũng không chắc chắn, quan trọng hơn, không tồn tại phương pháp xác lập quan hệ logic nào giữa xu hướng và giá.<sup>1</sup> Điều này có nghĩa, giá trị được đặt lên một xu hướng thỏa đáng hoàn toàn mang tính tùy ý, do đó mang tính đầu cơ và chắc chắn bị thổi phồng và sụp đổ sau đó.

*Rủi ro trong phỏng chiếu xu hướng tương lai.* Có nhiều lý do khiến chúng ta không thể chắc chắn rằng, xu hướng lợi nhuận trong quá khứ sẽ

1. Lý thuyết đầu tư thời đại mới lùm khùm cạnh tính toán đi một cách đáng ngờ. Quan hệ giữa giá và thu nhập, hay giá và xu hướng thu nhập có thể là bất cứ quan hệ nào mà thị trường mong muốn. Nếu có ai đó nỗ lực thuyết phục rằng, định giá có dựa trên cơ sở tính toán, có thể nói rằng nó bắt nguồn từ thu nhập, được công bố theo thời gian. Những năm gần đây, đã có thêm nhiều nỗ lực nghiêm túc để thiết lập cơ sở toán học tính toán chiết khấu thu nhập hay cổ tức kỳ vọng trong tương lai. Hãy xem Gabriel Preinreich, *The Theory of Dividends* (tạm dịch: Lý thuyết Cổ tức), New York, 1935; và J. B. Williams, *The Theory of Investment Value* (tạm dịch: Lý thuyết Giá trị Đầu tư), Cambridge, Mass., 1938. Cuốn sách thứ hai được xây dựng trên tiền đề rằng, giá trị của cổ phiếu phổ thông tương đương với giá trị hiện tại của tất cả cổ tức trong tương lai. Nguyên tắc này sinh ra chuỗi những công thức toán học chi tiết, được thiết kế để tính toán chính xác giá trị của một cổ phiếu phổ thông với giả định vài dữ kiện chủ chốt nhất định về thu nhập tương lai, chính sách phân phối thu nhập, tỷ lệ lãi suất.

tiếp tục trong tương lai. Theo góc nhìn tổng quan về kinh tế, tồn tại quy luật lợi tức suy giảm và cạnh tranh gia tăng chắc chắn sẽ san phẳng bất kỳ đường tăng trưởng thẳng đứng nào. Cũng tồn tại những giai đoạn tăng và giảm trong chu kỳ kinh doanh, từ đó xuất hiện đường cong thu nhập ấn tượng nhất trước các đợt sụt giảm nghiêm trọng. Nghiên cứu giai đoạn 1927-1929, chúng tôi thấy rằng, vì lý thuyết xu hướng thu nhập cuối cùng chỉ là lý do biện minh cho việc đầu cơ dưới vỏ bọc “đầu tư”, công chúng cuồng lợi nhuận săn sành nǎm lấy bất kỳ bằng chứng nhỏ nhất nào về sự tồn tại của xu hướng thuận lợi. Thu nhập gia tăng trong giai đoạn 5, 4, hay thậm chí chỉ 3 năm, được đánh giá như cơ sở bảo đảm cho tốc độ tăng trưởng không thể gián đoạn trong tương lai và phỏng chiếu đường cong lợi nhuận tăng trưởng không giới hạn.

*Ví dụ:* Đầu tư thiếu thận trọng thể hiện rõ ràng ở nhiều cổ phiếu phổ thông lưu hành trong giai đoạn này. Cơn điên cuồng thể hiện lợi nhuận tăng trưởng dẫn đến hàng loạt hoạt động quảng bá của nhiều công ty công nghiệp, dù rằng lợi nhuận mang yếu tố nhất thời và các doanh nghiệp nói trên đang tiến gần hoặc đã vươn đến đỉnh thịnh vượng. Ví dụ tiêu biểu là đợt chào bán cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông của Schletter và Zander, Inc., chuyên sản xuất hàng dệt kim (doanh nghiệp này sau đó đổi tên thành Signature Hosiery Company). Doanh nghiệp được thành lập năm 1929, kế thừa một doanh nghiệp khởi nghiệp năm 1922; huy động vốn thực hiện thông qua bán 44.810 cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi 3,5 đô-la ở giá 50 đô-la và 261/349 chứng chỉ ủy quyền bỏ phiếu cho cổ phiếu phổ thông ở giá 26 đô-la mỗi chứng chỉ. Thông tin công bố chào bán cho thấy con số thống kê thu nhập từ các tài sản như sau:

Năm	Thu nhập ròng sau thuế liên bang	Thu nhập trên cổ phiếu ưu đãi	Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông
1925	172.058 đô-la	3,84 đô-la	0,06 đô-la
1926	339.920	7,58	0,70
1927	563.856	12,58	1,56
1928	1.021.308	22,79	3,31

Con số sau đó như sau:

1929	812.136	18,13	2,51
1930	179.875 (d)	4,01 (d)	1,81 (d)

Trong năm 1931, doanh nghiệp bắt đầu thanh lý tài sản, tổng số 17 đô-la cổ tức trên cổ phiếu ưu đãi nhận được từ tiền thanh lý được trả hết vào cuối năm 1933. (Tài sản còn lại sau vụ thanh lý không đáng kể.) Cổ phiếu phổ thông bị xóa sổ.

Ví dụ này minh họa một trong những nghịch lý trong lịch sử ngành tài chính. Đúng thời điểm khi các doanh nghiệp đơn lẻ đang gia tăng bất ổn, việc mua cổ phiếu phổ thông trở nên bấp bênh hơn lúc trước, niềm tin cổ phiếu phổ thông là những khoản đầu tư an toàn, thỏa đáng được thuyết giảng và say sưa chấp nhận bởi công chúng Mỹ.

## *Chương* 22

# CÁC TIÊU CHUẨN MỚI TRONG ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU

---

P

hân thảo luận mở rộng của chúng tôi về lý thuyết đầu tư cổ phiếu phổ thông từ đó tới giờ chỉ dẫn đến các kết luận tiêu cực. Cách tiếp cận cũ hơn, đặt trọng tâm vào khái niệm sức mạnh thu nhập trung bình ổn định, dường như đã bị phá hủy bởi bất ổn đang gia tăng trong những doanh nghiệp tiêu biểu. Còn về cách nhìn thời đại mới dựa vào xu hướng thu nhập như tiêu chuẩn giá trị duy nhất, bất chấp sự thật nào đang ẩn nấp đằng sau cách nhìn khái quát hóa này, mù quáng áp dụng lý thuyết này như cơ sở để mua cổ phiếu phổ thông mà không tính toán hay dè dặt, chắc chắn sẽ kết thúc bằng thảm họa sụp đổ kinh khủng. Liệu khi đó còn ý tưởng đầu tư cổ phiếu phổ thông lành mạnh nào còn sót lại không?

Đánh giá cẩn thận về các chỉ trích đã trước sẽ cho thấy, không cần phải tiêu cực như vậy với khái niệm đầu tư cổ phiếu phổ thông như ẩn tượng ban đầu. Sự bất ổn của những doanh nghiệp đơn lẻ có thể được bù đắp từ hoạt động đa dạng hóa toàn diện. Hơn nữa, xu hướng thu nhập dù nguy hiểm trong vai trò cơ sở lựa chọn duy nhất, có thể là một chỉ báo hữu ích cho giá trị đầu tư. Nếu cách tiếp cận này hợp lý, sẽ có quy tắc có thể chấp nhận được về công thức đầu tư cổ phiếu phổ thông, chứa đựng những yếu tố sau đây:

1. Đầu tư được nhìn nhận như hoạt động nhóm, trong đó, cần phải đa dạng hóa rủi ro để cho ra kết quả lợi tức hứa hẹn.
2. Các chứng khoán đơn lẻ được chọn bằng các bài kiểm tra định lượng và định tính tương ứng với những bài kiểm tra được sử dụng để chọn các khoản đầu tư giá trị cố định.
3. Cần nỗ lực nhiều hơn, so với khi chọn lựa trái phiếu, để xác định viễn cảnh tương lai của chứng khoán đang được xem xét.

Chính sách mua cổ phiếu phổ thông dựa trên các nguyên tắc vừa đề cập có xứng đáng với tên gọi đầu tư hay không, chắc chắn vẫn còn phải tranh luận. Tầm quan trọng của vấn đề và thiếu vắng những cách nhìn được xác định rõ, buộc chúng tôi phải đem ra cân đong đo đếm những lập luận ủng hộ và phản đối đề xuất này.

### **BA CÁCH TIẾP CẬN TỔNG QUÁT**

**Tăng trưởng dài hạn là cơ sở.** Liệu việc sở hữu nhóm cổ phiếu phổ thông đa dạng hóa, chọn lựa cẩn thận và mua ở giá hợp lý, có thể mô tả là chính sách đầu tư lành mạnh hay không? Đáp án chắc chắn có thể được phát triển từ một trong 3 giả định dưới đây, liên quan đến tương lai doanh nghiệp Mỹ và chính sách lựa chọn chứng khoán theo sau đó. Giả định thứ nhất khẳng định rằng, vẫn còn có thể đặt niềm tin vào các yếu tố cơ bản và được thiết lập dài hạn nhất định trong diễn biến nền kinh tế Hoa Kỳ. Đó là (1) sự giàu có và sức mạnh thu nhập của Mỹ sẽ gia tăng, (2) tốc độ gia tăng đó sẽ phản ánh thành gia tăng nguồn lực và lợi nhuận của các doanh nghiệp lớn, (3) gia tăng chủ yếu diễn ra xuyên suốt trong quá trình đầu tư vốn mới thông thường và tái đầu tư thu nhập chưa được phân phối. Phần 3 của giả định này báo hiệu quan hệ nhân quả rộng tồn tại giữa thặng dư tích lũy và sức mạnh thu nhập tương lai. Do đó, việc lựa chọn cổ phiếu phổ thông không đơn thuần là vấn đề xác suất hay suy đoán, mà nên được điều chỉnh bởi phân tích số liệu trong quan hệ với thị giá hiện tại.

Nếu những điều kiện cơ sở này vẫn tồn tại, cổ phiếu phổ thông với số liệu thống kê phù hợp nhìn chung đại diện cho những cơ hội hứa hẹn

trong tương lai, giống như chúng đã tạo ra trong quá khứ. Sự bất ổn có thể không phải là mối họa cho quá trình phát triển dài hạn của cổ phiếu phổ thông. Nó thực sự có hiệu ứng mãnh liệt nhất thời lên tất cả doanh nghiệp thông qua các biến đổi trong chu kỳ kinh tế, đồng thời gây hiệu ứng bất lợi dài hạn lên các doanh nghiệp và ngành đơn lẻ. Trong hai nguy cơ này, nguy cơ thứ hai có thể được bù đắp phần nào bằng việc chọn lựa cẩn thận từ danh mục đa dạng hóa rộng. Nguy cơ đầu tiên có thể được bảo vệ bằng việc cương quyết tìm ra mức giá hợp lý phải trả cho từng chứng khoán.

Sẽ có những tác giả vội vàng trình bày quan điểm đồng tình hay phản đối giả định cơ bản, rằng doanh nghiệp Hoa Kỳ sẽ phát triển trong tương lai tương đối giống như thời quá khứ. Trong phần Giới thiệu, chúng tôi đã chỉ ra rằng, kinh nghiệm trong 15 năm quá khứ đi ngược lại với quan niệm này. Chẳng phải dự đoán tương lai, liệu có đủ lý do để kết luận rằng, nhà đầu tư không thể dựa dẫm vào tăng trưởng thu nhập chung để bảo đảm cả an toàn lẫn lợi nhuận trong dài hạn hay không? Từ khía cạnh này, dường như chúng ta đang quay trở lại thái độ của nhà đầu tư năm 1913, chỉ khác biệt là nhà đầu tư lúc đó mù quáng vô ích trước những bằng chứng về nền kinh tế phát triển mạnh mẽ của Hoa Kỳ. Đức tính cẩn trọng ngày nay của chúng tôi dựa trên những kinh nghiệm cay đắng và tầm nhìn nhận ra những yếu tố mới, ít hứa hẹn hơn trong bức tranh kinh doanh chung.

**Tăng trưởng của từng doanh nghiệp như là cơ sở để lựa chọn.** Những người từ chối đề xuất rằng đầu tư cổ phiếu phổ thông có thể an toàn dựa trên cơ sở tăng trưởng dài hạn chung, có thể bị thu hút bởi cách tiếp cận thứ hai. Cách tiếp cận này nhấn mạnh yếu tố chọn lựa và dựa trên tiền đề: có thể tin rằng những doanh nghiệp được yêu thích nhất định sẽ tăng trưởng vững vàng. Do đó, khi tìm thấy những công ty như vậy, người mua có thể mua chúng để tự tin đầu tư dài hạn. Triết lý đầu tư này được đề cập tương đối dài trong báo cáo năm 1938 của quỹ ủy thác đầu tư National Investors Corporation. Chúng tôi trích dẫn đoạn báo cáo như sau:

Các nghiên cứu bởi tổ chức này hướng đến quá trình lựa chọn có cải

tiến, chứng minh rằng cổ phiếu phổ thông của những doanh nghiệp tăng trưởng (doanh nghiệp có thu nhập gia tăng từ chu kỳ này sang chu kỳ khác, chỉ bị gián đoạn tạm thời bởi những đợt khủng hoảng kinh doanh mang tính định kỳ) là lựa chọn đầu tư hiệu quả nhất trong nhóm cổ phiếu phổ thông, nhìn từ góc độ lợi nhuận cổ tức hay tăng giá vốn đầu tư trong dài hạn. Chúng tôi tin rằng, kết luận tổng quát này có thể được chứng minh bằng con số thống kê và được hỗ trợ bởi các phân tích kinh tế hay lý luận thực tiễn.

Khi xem xét phát biểu này từ góc nhìn phê bình, chúng tôi nhấn mạnh rằng, nhà đầu tư có thể thấy được các “doanh nghiệp tăng trưởng” như vậy khi cổ phiếu của chúng ở mức giá hợp lý, chắc chắn anh ta sẽ đầu tư vốn hiệu quả tốt nhất. Cũng không thể phủ nhận rằng, có những nhà đầu tư có khả năng lựa chọn với mức độ chính xác cao và hưởng lợi rất lớn từ tầm nhìn xa, khả năng đánh giá tốt của mình. Nhưng câu hỏi thực sự là, liệu tất cả những nhà đầu tư cẩn thận và thông minh có thể tuân theo chính sách này mà tương đối thành công hay không.

*Ba khía cạnh của vấn đề.* Thực sự có 3 vấn đề ở đây. Đầu tiên, thế nào là “doanh nghiệp tăng trưởng”? Thứ hai, liệu nhà đầu tư có thể nhận ra các doanh nghiệp như vậy với mức độ chính xác hay không? Thứ ba, giá mua các cổ phiếu như vậy ảnh hưởng đến thành công ở mức độ nào?

1. *Thế nào là doanh nghiệp tăng trưởng?* Thảo luận của National Investors Corporation định nghĩa, doanh nghiệp tăng trưởng là những doanh nghiệp “có thu nhập gia tăng từ chu kỳ này sang chu kỳ khác”. Cần xem xét bao nhiêu chu kỳ để đáp ứng được định nghĩa này? Thực tế là trước năm 1930, phần lớn các doanh nghiệp sở hữu đại chúng của Mỹ tăng trưởng từ chu kỳ này sang chu kỳ khác. Đặc điểm khác biệt của các doanh nghiệp tăng trưởng chỉ được phát triển trong giai đoạn giữa 1929 và 1936-1937. Trong chu kỳ này, chúng tôi thấy rằng hầu hết doanh nghiệp không thể khôi phục lại đầy đủ các thua lỗ từ khủng hoảng. Nhóm thiểu số tách biệt khỏi nhóm còn lại, được trao danh hiệu “doanh nghiệp tăng trưởng”. Trong thực tế, khác biệt này dựa trên hiệu quả của một chu kỳ đơn lẻ, nhà

đầu tư có thể chắc chắn đến mức nào, rằng hiệu quả này sẽ được duy trì trong tương lai dài hơn?

Như chúng tôi đã nói trước đó, đúng là rất nhiều doanh nghiệp tăng trưởng từ năm 1929 đến 1937 đã tham gia vào đợt tăng trưởng chung của cả nền kinh tế trước năm 1929, do đó, chúng kết hợp các lợi thế của một giai đoạn tăng trưởng dài và năng lực xuất sắc để tăng trưởng trong thập kỷ vừa qua. Sau đây là các ví dụ về những doanh nghiệp lớn và nổi tiếng thuộc nhóm này:

Air Reduction	Monsanto Chemical
Allis Chalmers	Owens-Illinois Glass
Coca-Cola	J. C. Penney
Commercial Credit	Procter & Gamble
Dow Chemical	Sherwin-Williams Paint
Du Pont	Standard Oil of New Jersey
International Business Machines	Scott Paper
International Nickel	Union Carbide and Carbon
Libbey-Owens-Ford	

2. *Liệu nhà đầu tư có thể nhận ra chúng không?* Thái độ hào hứng tự nhiên của chúng ta dành cho các con số thống kê xuất sắc bị những suy nghĩ cân nhắc đúng đắn hâm lại đôi chút. Thực tế, từ góc nhìn lịch sử, các doanh nghiệp thành công nhất trong quá khứ đều đi theo chu kỳ rõ ràng, đầu tiên là giai đoạn chật vật và nhiều khó khăn; thứ hai là giai đoạn thịnh vượng và tăng trưởng ổn định bình yên; sau đó chuyển thành giai đoạn chín muồi với tốc độ tăng trưởng chậm lại và có thể mất vị thế thống lĩnh hay thậm chí tính sinh lợi.<sup>1</sup> Kết quả là doanh nghiệp đã tận hưởng giai đoạn gia tăng thu nhập rất dài và tự thân nó đang tiến gần đến “điểm bão hòa”. Do đó người tìm kiếm các cổ phiếu tăng trưởng thực sự đang đối mặt với tình thế tiến thoái lưỡng nan; vì nếu chọn những doanh nghiệp non trẻ hơn với giai đoạn tăng trưởng ngắn, người này gặp rủi ro bị lừa dối bởi giai

1. Mô hình đặc điểm của doanh nghiệp thành công này được thảo luận đầy đủ hơn trong báo cáo năm 1938 của National Investors Corporation, trang 4-6.

đoạn hưng thịnh ngắn hạn. Nếu chọn những doanh nghiệp đã tăng trưởng qua nhiều chu kỳ kinh doanh, sức mạnh rõ ràng này có thể là dấu hiệu nhẫn tiền cho những yếu kém sắp tới.

Do đó, chúng tôi thấy rằng việc tìm ra doanh nghiệp tăng trưởng không đơn giản như bề ngoài ban đầu. Quá trình này không thể được thực hiện chỉ bằng cách nghiên cứu số liệu và các con số thống kê, mà đòi hỏi phải thực hiện thêm các nghiên cứu đặc biệt và thực hiện đánh giá doanh nghiệp. Những người đề nghị nguyên tắc doanh nghiệp tăng trưởng trong đầu tư hiện tại có thói quen đặt trọng tâm vào yếu tố nghiên cứu công nghiệp. Khi không có tăng trưởng kinh doanh tổng quát, lợi nhuận nhiều khả năng đến từ các doanh nghiệp cung cấp sản phẩm hay quy trình mới. Những sản phẩm hay quy trình mới này nhiều khả năng lại đến từ các phòng nghiên cứu. Lợi nhuận được hiện thực hóa từ giấy bóng kính, khí ethyl và nhiều loại nhựa; từ tăng trưởng vô tuyến, chụp ảnh, đông lạnh, hàng không... đã khiến các doanh nghiệp hào hứng xem nghiên cứu là tài sản kinh doanh, tạo ra xu hướng coi các cơ sở nghiên cứu như điều kiện tuyệt đối cần thiết để phát triển công ty công nghiệp.

Tuy vậy, vẫn cần phải cẩn thận. Nếu sở hữu phòng nghiên cứu có thể bảo đảm thành công tương lai, mọi công ty trong lĩnh vực này đều sẽ có một cái. Do đó, nhà đầu tư phải chú ý đến loại cơ sở vật chất, năng lực của những nhà nghiên cứu và tiềm năng của lĩnh vực được nghiên cứu. Nghiên cứu những điểm này không phải là bất khả thi, song không hề đơn giản và nguy cơ mắc lỗi rất cao.

### *3. Liệu chiết khấu giá có đồng nghĩa với tiềm năng tăng trưởng không?*

Vấn đề thứ ba có lẽ là vấn đề quan trọng nhất. Giả sử nhà đầu tư có niềm tin tương đối về tương lai phát triển của doanh nghiệp, người này sẽ có lý do để trả mức giá nào? Rõ ràng là nếu có thể mua tương lai tươi sáng với giá 0 đồng, nghĩa là giá chỉ phản ánh số liệu quá khứ, người này đang đầu tư hợp lý. Song tất nhiên thực tế không phải vậy, bản thân thị trường cũng tính đến yếu tố tăng trưởng tương lai. Theo cách đặc trưng, cổ phiếu được cho là có viễn cảnh tốt sẽ bán ở giá tương đối cao. Làm thế nào nhà đầu tư có thể biết khi

nào giá quá cao? Chúng tôi nghĩ rằng không có đáp án chính xác cho câu hỏi này, thực tế chúng tôi nghiêng về suy nghĩ rằng, thậm chí nếu ai đó biết chính xác doanh nghiệp sẽ có thu nhập bao nhiêu trong thời đoạn dài ở tương lai, vẫn bất khả thi để xác định giá đúng cho cổ phiếu vào thời điểm hiện tại. Kết quả là một khi nhà đầu tư trả số tiền đáng kể cho yếu tố tăng trưởng, người này luôn chấp nhận những loại rủi ro nhất định; đó là tăng trưởng sẽ thấp hơn những gì người này tiên đoán, rằng trong dài hạn, người này sẽ trả quá nhiều cho những gì nhận được, và trong giai đoạn tương đối dài, thị trường sẽ định giá cổ phiếu ít lạc quan hơn giá trị người này nhìn nhận.

4. Một khác, giả sử rằng nhà đầu tư cố gắng tránh trả khoản tiền cao hơn cho viễn cảnh tương lai bằng cách chọn những doanh nghiệp mà cá nhân anh ta cảm thấy lạc quan, dù rằng chúng không phải là những cổ phiếu được thị trường yêu thích. Chắc chắn cách đánh giá này, nếu hợp lý sẽ mang về những món lợi nhuận hậu hĩnh nhất. Nhưng, theo bản chất của tình huống, hoạt động này phải được thực hiện bởi những cá nhân có tư duy vững vàng và táo bạo, hơn là đầu tư theo những nguyên tắc và tiêu chuẩn đã được chấp nhận.<sup>1</sup>

*Liệu mua chứng khoán như vậy có thể được mô tả như các hoạt động đầu tư hay không?* Đây là một thảo luận dài hơi, vì chủ đề này quan trọng và không được hiểu rõ ràng ở Phố Wall. Chúng tôi đặt trọng tâm vào các cạm bẫy trong đầu tư tăng trưởng tương lai hơn là các lợi thế của nó. Nhưng chúng tôi nhắc lại rằng, phương pháp này có thể được áp dụng thành công nếu người theo đuổi có kỹ năng, thông minh và nghiên cứu cẩn thận. Nếu vậy, liệu có phù hợp để gọi hành động mua các chứng khoán như vậy bằng tên gọi “đầu tư” không? Đáp án là “có” với hai điều kiện sau: Đầu tiên, những yếu tố ảnh hưởng đến tương lai được nghiên cứu thực sự cẩn thận và nghi ngờ nhiều hơn là chấp nhận nhanh chóng; thứ hai, giá mua không

---

1. Tiêu chuẩn “ngành tăng trưởng” trong đầu tư cổ phiếu phổ thông được bảo vệ hùng hồn trong cuốn sách rất hấp dẫn có tựa đề *The Ebb and Flow of Investment Value* (tạm dịch: Các thăng trầm của giá trị đầu tư), New York, 1939, bởi Edward S. Mead và J. Grodinsky.

khác biệt quá nhiều, so với giá mà người kinh doanh cẩn trọng săn sàng trả cho cơ hội tương tự để đầu tư vào doanh nghiệp tư nhân mà người này sẽ nắm quyền kiểm soát.

Chúng tôi tin rằng tiêu chuẩn thứ hai hữu ích để xác định liệu người mua có cân nhắc đầy cẩn trọng và hợp lý khi mua cổ phiếu của doanh nghiệp với tương lai đầy hứa hẹn hay không, hay thay vào đó, dưới lớp vỏ “đầu tư”, người này thực sự đang may rủi vào cổ phiếu hay đang để thái độ hào hứng ảnh hưởng đến đánh giá của bản thân.

Có thể lý luận rằng, đầu tư cổ phiếu phổ thông như chúng tôi đã thảo luận, được thực hiện đúng đắn ở mức giá cao hơn nhiều so với mua vốn trong doanh nghiệp tư nhân. Đầu tiên, vì lợi thế có thể chuyển nhượng dễ dàng gắn liền với cổ phiếu niêm yết. Thứ hai, vì quy mô và sức mạnh tài chính lớn của các doanh nghiệp nhà nước, khiến chúng luôn hấp dẫn hơn bất kỳ doanh nghiệp tư nhân nào. Với điểm thứ hai, giá mua phản ánh đúng bất kỳ lợi thế nào đến từ quy mô và sức mạnh tài chính, nhưng tiêu chuẩn này không thực sự phụ thuộc vào loại hình doanh nghiệp nhà nước hay tư nhân. Ở điểm thứ nhất, có khe hở cho những quan điểm khác nhau về việc liệu năng lực kiểm soát doanh nghiệp tư nhân có trở thành đối trọng đầy đủ (trong phân tích giá trị) cho lợi thế dễ dàng chuyển nhượng cổ phiếu niêm yết. Với những người tin tính khả bán có giá trị cao hơn quyền kiểm soát, chúng tôi có thể đề nghị rằng, trong bất kỳ trường hợp nào, khoản tiền trả cho lợi thế này không cao hơn, ví dụ, 20% giá trị sẽ trả cho viễn cảnh không xuất hiện yếu tố đầu cơ.

**Chọn lựa dựa trên nguyên tắc biên độ an toàn.** Cách tiếp cận thứ ba về đầu tư cổ phiếu phổ thông dựa trên nguyên tắc biên độ an toàn. Nếu nhà phân tích tin rằng cổ phiếu cao giá hơn số tiền người này phải trả và tương đối lạc quan về tương lai doanh nghiệp, người này sẽ xem chứng khoán đó như thành phần của nhóm cổ phiếu phổ thông mua để đầu tư. Việc công kích vấn đề này sẽ dẫn đến hai kỹ thuật khả dĩ. Kỹ thuật đầu tiên là mua vào ở những thời điểm cả thị trường nhìn chung đang ở mức thấp theo đường bằng các tiêu chuẩn giá trị định tính. Có lẽ, hành động mua sẽ giới

hạn ở những chứng khoán mang tính đại diện và tương đối năng động. Kỹ thuật còn lại là phát hiện ra các cổ phiếu phổ thông đơn lẻ bị định giá thấp, tồn tại thậm chí khi thị trường không thấp. Trong cả hai trường hợp, “biên độ an toàn” đều tồn tại trong mức chiết khấu thấp hơn giá trị nội tại tối thiểu của cổ phiếu, như nhà phân tích đo lường. Song với các rủi ro và yếu tố tâm lý liên quan, hai cách tiếp cận khác nhau rất nhiều. Hãy thảo luận chúng theo thứ tự.

Các yếu tố làm phức tạp nỗi lực khai thác mức tăng giảm chung của thị trường. Xem nhanh về mức dao động giá cổ phiếu từ năm 1900, sẽ thấy rằng giá luôn có xu hướng quá cao hoặc quá thấp, hệ quả là luôn có những cơ hội lặp lại để mua cổ phiếu ở giá thấp hơn giá trị và bán chúng ở giá đúng hay cao hơn. Phương pháp thô sơ để thực hiện việc này là dựa trên biểu đồ, đơn thuần vẽ một đường thẳng xuyên qua các điểm tương đối nằm giữa các đợt tăng giảm thị trường trong quá khứ, sau đó lên kế hoạch mua ở đâu đó giữa đường này và bán ở điểm trên đường này.

“Hệ thống” trên cũng thực tế như bất kỳ hệ thống nào khác, nhưng nhà phân tích thường nhất quyết sử dụng phương pháp mang tính khoa học cao hơn. Cách làm tinh tế hơn sẽ như sau:

1. Chọn danh sách đa dạng hóa những cổ phiếu phổ thông công nghiệp hàng đầu.
2. Xác định giá trị cơ sở hay giá trị “thông thường” cho nhóm cổ phiếu bằng cách vốn hóa thu nhập trung bình của chúng ở con số phù hợp, trong quan hệ với lãi suất dài hạn hiện tại.
3. Xác định điểm mua ở tỷ lệ phần trăm thấp hơn giá trị thông thường này và điểm bán cao hơn giá trị đó. (Hay mua và bán có thể được thực hiện “khi thị trường đi lên” và “khi thị trường đi xuống”.)

Phương pháp này có logic hợp lý, nó cũng được yêu thích lâu đời bởi thành công ở thị trường cổ phiếu đến từ việc mua ở mức giá khùng hoảng và bán ra khi thị trường lạc quan. Nhưng độc giả sẽ nghi ngờ ngay lập tức rằng có cái bẫy nào đó. Đâu là những hạn chế của phương pháp này?

Chúng tôi nhìn nhận, cách làm này có 3 khó khăn: Đầu tiên, dù mô hình tổng quát về hành vi thị trường có thể được dự đoán chính xác, song thời điểm mua và bán cụ thể có thể chọn lựa sai, người thực hành có thể bỏ qua cơ hội thu lời ở một hay nhiều điểm giá cao thấp của thị trường. Thứ hai, luôn tồn tại khả năng đặc tính hành vi thị trường sẽ thay đổi lớn, do đó kế hoạch hành động đã thành công trong quá khứ nay có thể không ứng dụng được nữa. Thứ ba, tự thân phương pháp này đòi hỏi người thực hiện phải rất ngoan cường. Nó liên quan đến việc mua và bán khi tâm lý ủng hộ cho xu hướng ngược lại, mua cổ phiếu khi giảm thấp hơn, bán khi giá cao hơn và thường đứng ngoài thị trường trong các giai đoạn dài (ví dụ 1927-1930) khi hầu hết mọi người đang đổ dồn vào cổ phiếu. Bất chấp bất lợi, chúng tôi đánh giá phương pháp này có nhiều ưu điểm đáng ca ngợi với những người có đủ dũng khí theo đuổi nó.

*Cách tiếp cận chứng khoán đơn lẻ bị định giá thấp.* Cách tiếp cận khác của nguyên tắc đầu tư vào cổ phiếu phổ thông bị định giá thấp là hướng đến những chứng khoán đơn lẻ, có giá trị cao hơn nhiều so với giá bán sau khi phân tích. Hiếm có trường hợp một cổ phiếu phổ thông thỏa đáng mọi góc cạnh định tính, cùng lúc đó lại được bán ở giá thấp theo các tiêu chuẩn định lượng như thu nhập, cổ tức và tài sản. Các chứng khoán loại này chắc chắn đủ điều kiện để mua theo nhóm, đáp ứng các tiêu chuẩn bổ sung của chúng tôi về “đầu tư” đã nêu trong Chương 4. (Hoạt động đầu tư có thể được lý giải dựa trên cơ sở định tính lẫn định lượng.)

Câu hỏi quan trọng hơn là liệu đầu tư có thể thành công với cổ phiếu phổ thông trông có vẻ rẻ tiền từ góc nhìn định lượng và nghiên cứu cho thấy nó có viễn cảnh tương lai trung bình. Có thể tìm thấy tương đối nhiều những chứng khoán như vậy, đến từ niềm tin mê muội của thị trường dành cho các doanh nghiệp có viễn cảnh tăng trưởng tương lai đặc biệt tốt. Do nhấn mạnh vào yếu tố tăng trưởng, rất nhiều doanh nghiệp có lịch sử lâu đời, được tài trợ vốn tốt, có vai trò quan trọng trong ngành, có lẽ sẽ vẫn kinh doanh và kiếm lời không giới hạn trong tương lai, nhưng chúng không hấp dẫn đầu cơ hay tăng trưởng và có xu hướng bị kỳ thị bởi

thị trường cổ phiếu, đặc biệt trong những năm báo cáo lợi nhuận dưới trung bình và bán ở giá thấp hơn nhiều so với mức giá đúng với chủ doanh nghiệp tư nhân.<sup>1</sup>

Chúng tôi nghiêng mạnh về cách nhìn rằng, tiêu chuẩn cuối cùng – giá thấp hơn giá trị với chủ doanh nghiệp tư nhân – sẽ hình thành một tiêu chuẩn thử hợp lý để khám phá ra các cơ hội đầu tư thực sự trong cổ phiếu phổ thông. Quan điểm này đi ngược với niềm tin và thực hành của hầu hết những người đầu tư vào vốn cổ phần, bao gồm tất cả những quỹ ủy thác đầu tư. Trọng tâm của chúng đặt vào tăng trưởng dài hạn, viễn cảnh cho năm sau, hay xu hướng được chỉ báo của thị trường cổ phiếu. Chắc chắn bất kỳ quan điểm nào trong 3 quan điểm trên đều có thể được áp dụng thành công bởi những người giàu kinh nghiệm và tài năng thiên bẩm. Nhưng chúng tôi không chắc rằng, bất kỳ cách tiếp cận nào ở đây có thể được phát triển thành hệ thống hay kỹ thuật, có thể được áp dụng đầy tự tin bởi tất cả những người có trí tuệ quan tâm nghiên cứu nó. Do đó, chúng tôi đơn độc lên tiếng phản đối sử dụng thuật ngữ đầu tư để mô tả những phương pháp này trong việc mua bán cổ phiếu phổ thông, dù chúng có thể rất sinh lợi với những người thạo nghề. Giao dịch trên thị trường, dự báo kết quả năm sau của nhiều doanh nghiệp khác nhau, chọn ra chứng khoán tốt nhất có khả năng tăng trưởng dài hạn – tất cả những hành động này đều có vai trò hữu ích trên Phố Wall. Nhưng chúng tôi nghĩ rằng lợi ích của nhà đầu tư và lợi ích của Phố Wall trong vai trò định chế sẽ được phục vụ tốt hơn, nếu các hoạt động chủ yếu dựa trên các yếu tố này được gọi bằng cái tên khác, chứ không phải là đầu tư.

Khái niệm của chúng tôi về đầu tư cổ phiếu phổ thông có giá trị hay không sẽ được xem xét thông minh hơn, sau khi chúng tôi xử lý kỹ càng

1. Lưu ý rằng chúng tôi đã áp dụng tiêu chuẩn thử “giá trị với nhà đầu tư vào doanh nghiệp tư nhân” để lý giải hai loại hình khác biệt trong đầu tư cổ phiếu phổ thông này: (1) mua cổ phiếu được cho là có viễn cảnh đặc biệt tốt ở giá không cao hơn giá sẽ trả cho quyền lợi tương ứng trong doanh nghiệp tư nhân, (2) mua cổ phiếu có kết quả tốt và viễn cảnh trung bình ở giá thấp hơn nhiều so với mức giá đúng với chủ doanh nghiệp tư nhân.

các yếu tố chính tham gia vào phân tích số liệu của cổ phiếu. Nhu cầu của phân tích này khá độc lập với triết lý đầu tư của chúng tôi. Rốt cuộc, cổ phiếu phổ thông tồn tại và được mua bán tích cực bởi công chúng. Những người mua và bán sẽ tìm cách trang bị cho bản thân khói kiến thức đầy đủ về thực hành tài chính, cũng như các công cụ và kỹ thuật cần thiết để phân tích thông minh các báo cáo doanh nghiệp.

Thông tin và công cụ cho nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông là chủ đề trong những chương tiếp theo.

## *Chương 23*

# **YẾU TỐ CỔ TỨC TRONG PHÂN TÍCH CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG**

---

---

**C**ác yếu tố tham gia vào quá trình định giá cổ phiếu phổ thông gồm:

1. Tỷ lệ cổ tức và lịch sử trả cổ tức.
2. Các yếu tố tài khoản thu nhập (sức mạnh thu nhập).
3. Các yếu tố bảng cân đối kế toán (giá trị tài sản).

Tỷ lệ cổ tức là dữ kiện đơn giản và không yêu cầu phải phân tích, nhưng cực kỳ khó để đánh giá chính xác tầm quan trọng của nó. Góc nhìn này xem tỷ lệ cổ tức quan trọng nhất, song ở góc nhìn khác có giá trị tương đương, xem nó là yếu tố ngẫu nhiên không quan trọng. Ban quản trị và cổ đông đều bị rối trí khi phải xác định đâu là yếu tố hình thành nên chính sách cổ tức hợp lý. Kết quả là, xuất hiện mâu thuẫn giữa hai góc nhìn khi sở hữu cổ phiếu phổ thông: một là sở hữu chứng khoán có thể dễ dàng được mua bán, hai là có quan hệ cổ đông tham gia vào doanh nghiệp. Hãy cân nhắc vấn đề này chi tiết từ cách tiếp cận hai góc nhìn này.

**Lợi nhuận cổ tức như là yếu tố trong đầu tư cổ phiếu phổ thông.** Cho đến những năm gần đây, lợi nhuận cổ tức là yếu tố bao trùm trong đầu tư cổ phiếu phổ thông. Quan điểm này dựa trên một logic đơn giản.

Mục đích chính của một doanh nghiệp cổ phần là trả cổ tức cho những người chủ sở hữu. Doanh nghiệp thành công nếu trả cổ tức thường xuyên và được kỳ vọng gia tăng tỷ lệ trả cổ tức qua thời gian. Vì khái niệm đầu tư gắn bó chặt chẽ với con số thu nhập đáng tin cậy, kết quả là đầu tư vào cổ phiếu phổ thông thường giới hạn trong những cổ phiếu có lịch sử trả cổ tức được thiết lập vững vàng. Theo đó, giá trả cho cổ phiếu phổ thông đầu tư sẽ được xác định chủ yếu theo số lượng cổ tức.

Chúng tôi từng thấy nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông truyền thống tìm cách đặt bản thân mình vào vị trí của nhà đầu tư trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi. Người này chủ yếu hướng đến lợi nhuận thu nhập đều đặn, nhìn chung sẽ lớn hơn và ít chắc chắn hơn đôi chút so với những lợi nhuận thu nhập đến từ các chứng khoán ưu tiên cao tốt. Những ví dụ minh họa tiêu biểu về hệ quả của thái độ này trên giá cổ phiếu phổ thông có thể thấy rõ ở lịch sử thu nhập, cổ tức và dao động giá hằng năm của American Sugar Refining (Công ty Đường Tinh luyện Mỹ) năm 1907–1913; Atchison, Topeka & Santa Fe Railway năm 1916–1925 được trình bày dưới đây.

#### AMERICAN SUGAR REFINING

Năm	Thu nhập ròng sau thuế liên bang	Thu nhập trên cổ phiếu	Chi trả cổ tức trên cổ phiếu
1907	138-93	10,22 đô-la	7,00 đô-la
1908	138-99	7,45	7,00
1909	136-115	14,20	7,00
1910	128-112	5,38	7,00
1911	123-113	18,92	7,00
1912	134-114	5,34	7,00
1913	118-100	0,02 (d)	

## ATCHISON, TOPEKA &amp; SANTA FE RAILWAY

Năm	Thu nhập ròng sau thuế liên bang	Thu nhập trên cổ phiếu	Chi trả cổ tức trên cổ phiếu
1916	109-100	14,74 đô-la	6 đô-la
1917	108-75	14,50	6
1918	100-81	10,59*	6
1919	104-81	15,41*	6
1920	90-76	12,54*	6
1921	94-76	14,69†	6
1922	109-92	12,41	6
1923	105-94	15,48	6
1924	121-97	15,47	6
1925	141-116	17,19	7

\* Các kết quả của những năm này dựa trên hoạt động thực. Các kết quả hoạt động liên bang là: năm 1918 - 9,98 đô-la; năm 1919 - 16,55 đô-la; năm 1920 - 13,98 đô-la.

† Những kết quả này bao gồm doanh thu bất thường. Không bao gồm những con số sau đó của năm 1921 đáng lẽ ra là 11,29 đô-la.

Phạm vi giá của của cả hai cổ phiếu hép đến ngạc nhiên, khi xem xét đến thị trường cổ phiếu xoay chuyển liên tục trong những giai đoạn này. Đặc điểm đáng ngạc nhiên nhất trong con số thống kê này là thu nhập bất thường của American Sugar Refining, sức mạnh thu nhập được duy trì đặc biệt tốt và tiếp tục tăng trưởng của Atchison có ảnh hưởng rất nhỏ. Rõ ràng là giá của American Sugar Refining được giữ xuyên thời gian theo tỷ lệ cổ tức 7 đô-la và của Atchison theo tỷ lệ 6 đô-la, dù con số thu nhập có thể mang đến đủ lý do lý giải cho phạm vi giá trị thị trường khác hoàn toàn.

**Nguyên tắc cổ tức giữ lại.** Một mặt, chúng tôi ăn sâu vào tâm trí phải quan tâm chủ yếu đến tỷ lệ cổ tức hiện tại và trong quá khứ. Nhưng mặt khác, chúng tôi có một nguyên tắc quản trị doanh nghiệp xác lập vững vàng, tương tự xem cổ tức hiện tại ít quan trọng hơn lợi ích tương lai của doanh nghiệp và cổ đông. Chính sách quản trị đúng nên giữ thu nhập hiện tại từ cổ đông xuất phát từ những lợi ích sau:

1. Gia tăng vị thế tài chính (vốn lưu động).
2. Gia tăng năng suất.
3. Loại bỏ một khoản đầu tư quá cao ban đầu.

Khi giữ và tái đầu tư lợi nhuận, xây dựng khoản thặng dư tích lũy, ban quản trị tuyên bố đầy tự tin rằng họ đang hành động vì lợi ích tốt nhất của cổ đông. Với chính sách này, việc tiếp tục duy trì tỷ lệ cổ tức vững vàng chắc chắn sẽ được bảo đảm tốt hơn, hơn nữa, doanh nghiệp có thể gia tăng dân số chi trả cổ tức. Đa số cổ đông sẽ ủng hộ chính sách này, hoặc do tin rằng chính sách này sẽ đóng góp vào lợi ích của họ, hoặc do dễ dàng chấp nhận năng lực của ban quản trị và các chuyên viên ngân hàng đã khuyến nghị chính sách này.

Tuy nhiên, việc nhà đầu tư chấp thuận “chính sách cổ tức cẩn trọng” có phần hời hợt và thậm chí lưỡng lự. Một nhà đầu tư điển hình thường thích nhận cổ tức ngay hôm nay và mặc kệ ngày mai. Trong quá khứ chưa tồn tại trường hợp nào hào hứng giữ lại cổ tức cho lợi nhuận tương lai và thể hiện bằng mức giá cổ phiếu gia tăng. Cách nhìn ngược lại luôn đúng. *Với hai công ty có cùng vị thế tổng quát như nhau, cùng sức mạnh thu nhập, công ty trả cổ tức cao hơn luôn được bán ở giá cao hơn.*

*Chính sách giữ lại cổ tức đặt dấu hỏi.* Đây là thực tế hấp dẫn và nó nên đặt nghi vấn cho lý thuyết truyền thống về tài chính doanh nghiệp, rằng tỷ lệ trả cổ tức từ thu nhập càng nhỏ thì càng tốt cho doanh nghiệp và cổ đông. Dù nhà đầu tư đã được dạy cách tôn trọng lý thuyết này, song bản năng của họ đi ngược lại với lý thuyết này. Nếu cố gắng mang đến cách nhìn mới mẻ và phản biện về chủ đề này, chúng ta sẽ thấy rằng tồn tại những lập luận phản đối có trọng lượng đi ngược lại chính sách cổ tức của các doanh nghiệp Hoa Kỳ.

Nghiên cứu chính sách này kỹ lưỡng hơn, chúng tôi thấy rằng nó dựa trên hai giả định khá riêng biệt. Đầu tiên là cổ đông sẽ có lợi khi giữ lại phần lớn thu nhập thường niên trong doanh nghiệp; thứ hai là cổ đông muốn duy trì tỷ lệ trả cổ tức đều đặn trong bối cảnh lợi nhuận biến động. Với điểm thứ hai, chắc chắn sẽ không vấn đề gì, nếu ổn định cổ tức có thể

đạt được mà không cần hy sinh quá nhiều cổ tức. Giả sử rằng thu nhập dao động giữa con số 5 đô-la và 15 đô-la mỗi năm trong một giai đoạn, trung bình là 10 đô-la. Chắc chắn cổ đông sẽ có lợi nhất nếu tỷ lệ cổ tức ổn định 8 đô-la được duy trì, đôi khi rút ra từ thặng dư để duy trì nó, nhưng trung bình tăng trưởng thặng dư ở mức 2 đô-la/cổ phiếu theo năm.

Đây sẽ là cách làm lý tưởng. Nhưng trong thực tế, ít khi nào chính sách này được thực hiện. Chúng tôi thấy rằng cổ tức thường ổn định bằng thủ đoạn khá đơn giản: chi trả phần nhỏ thu nhập trung bình. Bằng phương pháp bác bỏ luận đế, rõ ràng rằng bất kỳ doanh nghiệp nào có thu nhập trung bình 10 đô-la/cổ phiếu sẽ dễ dàng ổn định hóa cổ tức của nó ở mức 1 đô-la. Câu hỏi xuất hiện ở đây là, liệu cổ đông có thích con số cổ tức tổng cao hơn hay không, thậm chí với tần suất có phần không thường xuyên. Điểm này được minh họa rất rõ bằng trường hợp Atchison.

*Trường hợp Atchison.* Atchison duy trì mức cổ tức ở tỷ lệ thường niên 6 đô-la trong 15 năm giữa năm 1910–1924. Trong khoảng thời gian này, thu nhập trung bình cao hơn 12 đô-la/cổ phiếu, do đó trạng thái ổn định có thể đạt được bằng cách giữ lại hơn phân nửa thu nhập từ cổ phiếu phổ thông. Cuối cùng, chính sách này mang đến quả ngọt khi cổ tức tăng lên mức 10 đô-la, tỷ lệ được chi trả giữa năm 1927–1931, thị giá cổ phiếu tăng lên gần 300 đô-la vào năm 1929. Trong vòng 6 tháng kể từ lần chi trả cuối cùng ở tỷ lệ 10 đô-la (tháng 12 năm 1931), cổ tức hoàn toàn không được chi trả. Khi nhìn theo cách phản biện, cổ tức ổn định của Atchison giữa năm 1910–1924 phải được xem như lợi ích đáng ngờ với cổ đông. Trong giai đoạn này, cổ đông nhận được khoản lợi nhuận quá nhỏ so với thu nhập. Khi tỷ lệ cổ tức cũng gia tăng, mức tăng này đã thúc đẩy các hoạt động đầu cơ giá cổ phiếu quá mức; cuối cùng, việc tái đầu tư lượng lớn thu nhập không thể bảo vệ nhà đầu tư khỏi rủi ro mất thu nhập hoàn toàn trong năm 1932. Tất nhiên, chúng ta phải cân nhắc đến yếu tố vô tiền khoáng hậu của cuộc khủng hoảng năm 1932. Nhưng thực tế vẫn là các thua lỗ thực từ hoạt động đồng đô-la, dẫn đến việc không chi trả cổ tức đủ lớn khi so sánh với thặng dư tích lũy được từ lợi nhuận những năm trước.

*Ví dụ khác, United States Steel.* Trường hợp Atchison minh họa hai lập luận phản bác quan trọng và nhìn chung được chấp thuận như “chính sách cổ tức cần trọng”. Lập luận phản bác đầu tiên là cổ đông nhận mức lợi nhuận hiện tại và cuối cùng quá thấp so với thu nhập từ tài sản của họ. Thứ hai là việc “để dành lợi nhuận cho ngày mưa” thường không thể bảo vệ nhà đầu tư, thậm chí là tỷ lệ cổ tức khiêm tốn khi “những ngày mưa” thực sự đến. Công ty công nghiệp hàng đầu United States Steel là ví dụ đáng kinh ngạc tương tự về sự thiếu hiệu quả của tài khoản thặng dư tích lũy lớn.

Các con số sau kể một câu chuyện đáng ngạc nhiên:

Lợi nhuận có thể chi trả cổ tức cổ phiếu phổ thông, 1901-1930: 2.344.000.000 đô-la  
Cổ tức chi trả:

Tiền mặt.....	891.000.000	đô-la
Cổ phiếu .....	203.000.000	đô-la
Thu nhập chưa phân phổi .....	1.250.000	đô-la
Thua lỗ sau chi trả cổ tức từ 1/1/1931 đến 30/6/1932 .....	59.000.000	đô-la
Cổ tức cổ phiếu phổ thông không được chi trả vào ngày 30/6/1932.		

Một năm rưỡi sụt giảm hoạt động kinh doanh có ảnh hưởng nhiều hơn cả lợi ích của 30 năm tái đầu tư liên tiếp thực tế các khoản lợi nhuận.

**Giá trị của thu nhập tái đầu tư.** Ba ví dụ trên hướng mối quan tâm mang tính phê phán của chúng ta sang một giả định cơ sở khác của chính sách cổ tức Hoa Kỳ, đó là cổ đông sẽ có lợi nếu phần lớn thu nhập thường niên được giữ lại trong doanh nghiệp. Điều này có thể đúng, nhưng để xác định tính đúng đắn của nó, chúng ta phải cân nhắc nhiều yếu tố thường xuyên không được tính tới. Lý lẽ thông thường này có thể được phát biểu theo hình thái tam đoạn luận sau:

*Tiền đề chính – Thứ gì mang lại lợi ích cho công ty thì sẽ mang lại lợi ích cho cổ đông.*

*Tiền đề phụ – Công ty có lợi nếu thu nhập được giữ lại thay vì trả cổ tức.*

*Kết luận – Cổ đông có lợi khi doanh nghiệp giữ lại thu nhập.*

Yếu điểm của lập luận trên tất nhiên nằm ở tiền đề chính. Thứ gì mang lại lợi ích cho doanh nghiệp thì sẽ mang lại lợi ích cho những người chủ sở hữu, với điều kiện lợi ích đó không được trao cho doanh nghiệp ở mức giá mà cổ đông phải trả. Lấy tiền của cổ đông và trao cho doanh nghiệp chắc chắn sẽ tăng cường sức mạnh của doanh nghiệp này, nhưng hành động này có mang lại lợi ích cho chủ sở hữu hay không là vấn đề hoàn toàn khác. Thường thì ban quản trị sẽ được khen ngợi khi “giữ thu nhập lại tái đầu tư vào tài sản”; nhưng, khi đo lường lợi ích của chính sách như vậy, yếu tố thời gian thường không được tính tới. Luận điểm đúng là, nếu doanh nghiệp chỉ chi trả phần nhỏ thu nhập của nó bằng cổ tức, giá trị của cổ phiếu sẽ tăng qua thời gian, nhưng không cách nào chắc chắn được rằng tăng giá đủ bù đắp thiệt thòi cho các khoản cổ tức bị giữ lại, đặc biệt nếu *lãi suất trên những khoản cổ tức này được tính theo lãi kép*.

Một nghiên cứu quy nạp chắc chắn sẽ cho thấy rằng sức mạnh thu nhập của các doanh nghiệp, nhìn chung không mở rộng theo tỷ lệ tương ứng với mức gia tăng thặng dư tích lũy. Giả sử rằng thực sự có báo cáo theo thu nhập có thể phân phối, cổ đông nhìn chung chắc chắn sẽ có lợi ích về tiền bạc hơn nếu rút hết toàn bộ số tiền thu nhập này ra bằng cổ tức. Nhìn nhận vô thức về thực tế có quan hệ chặt chẽ đến việc các cổ phiếu phổ thông có chính sách cổ tức hào phóng thường được bán với giá cao hơn những cổ phiếu khác có cùng sức mạnh thu nhập nhưng trả ít cổ tức.

**Chính sách cổ tức mang tính chuyên quyền và đôi khi được quyết định theo cách ích kỷ.** Một trong những rào cản trên con đường tiến đến nhận thức đầy đủ của cổ đông về vấn đề cổ tức là quan niệm: chính sách cổ tức hoàn toàn là trách nhiệm của các quản lý, tương tự như trách nhiệm vận hành doanh nghiệp nói chung. Điều này đúng về mặt pháp lý, tòa án sẽ không can thiệp vào việc chi trả hay không chi trả cổ tức trừ khi có bằng chứng cực kỳ thuyết phục về bất công. Nhưng nếu ý kiến của các cổ đông cổ phiếu phổ thông thực sự đầy đủ, lẽ ra họ nên yêu cầu cắt giảm các quyền quyết định chính sách cổ tức của ban quản trị. Kinh nghiệm cho thấy rằng, những quyền lực không hạn chế này nhiều khả năng bị lạm dụng vì nhiều

lý do khác nhau. Hội đồng quản trị chủ yếu bao gồm các giám đốc và bạn bè của họ. Những nhà quản lý này theo lẽ tự nhiên, mong muốn giữ lại càng nhiều tiền mặt trong ngân quỹ càng tốt, để có thể đơn giản hóa những vấn đề tài chính của họ. Họ cũng có xu hướng mở rộng kinh doanh liên tục để phục vụ cho việc nâng cao vị thế cá nhân và bảo đảm mức lương cao hơn. Đây là nguyên nhân hàng đầu dẫn đến quyết định mở rộng các cơ sở sản xuất thiếu khôn ngoan, thứ luôn trở thành yếu tố bất ổn chủ yếu trong tình hình kinh tế Mỹ.

Quyền quyết định chính sách cổ tức cũng có thể bị lạm dụng theo hướng xấu xa hơn, đôi khi cho phép mua lại cổ phiếu ở mức giá quá thấp, vào những lúc khác thì cho phép bán những cổ phiếu này ra ở giá cao. Mức thuế cao áp lên những món thu nhập lớn thường khiến việc trả cổ tức từ các khoản thu nhập trở nên ít ưa thích từ góc nhìn của những cổ đông lớn. Do đó, chính sách cổ tức đôi khi được quyết định từ góc nhìn vị thế có thể bị đánh thuế của những cổ đông lớn – người kiểm soát ban giám đốc. Điều này đặc biệt đúng trong nhiều trường hợp, khi những cổ đông lớn nhận được món tiền lương hậu hĩnh trong vai trò các quản lý. Trong trường hợp như vậy, họ hoàn toàn sẵn sàng giữ các khoản thu nhập của bản thân trong ngân quỹ doanh nghiệp, vì khoản thu nhập đó nằm trong quyền kiểm soát của họ và bằng cách này, họ cũng duy trì được quyền kiểm soát khoản thu nhập của những cổ đông khác.

**Cách kiểm soát chuyên quyền chính sách cổ tức làm phức tạp hóa phân tích cổ phiếu phổ thông.** Khi nhìn tổng thể bức tranh chính sách cổ tức doanh nghiệp Mỹ, không thể nói rằng quyền lực vô giới hạn của ban quản trị đã mang lại lợi ích cho các cổ đông. Trong quá nhiều trường hợp, quyền trả hay giữ thu nhập theo ý muốn được thực hiện thiếu khôn ngoan hay không công bằng. Các chính sách cổ tức cũng thường được quản lý rất chuyên quyền, dẫn đến sự bất định phụ trội trong phân tích cổ phiếu phổ thông. Bên cạnh khó khăn trong đánh giá sức mạnh thu nhập, xuất hiện khó khăn thứ hai là phải dự đoán các giám đốc sẽ quyết định phân phối bao nhiêu cổ tức từ thu nhập.

Cần phải lưu ý rằng, đây là đặc thù trong tài chính doanh nghiệp Hoa Kỳ và không tồn tại trường hợp tương đồng ở các quốc gia lớn khác. Điển hình, các doanh nghiệp Anh, Pháp hay Đức đều trả hầu như tất cả thu nhập mỗi năm, ngoại trừ những doanh nghiệp phải giữ lại làm các khoản dự phòng. Do đó, chúng không xây dựng những khoản thặng dư lãi lỗ lớn phổ biến như ở Hoa Kỳ. Vốn phục vụ cho việc mở rộng kinh doanh đến bán thêm cổ phiếu, chứ không phải từ thu nhập chưa phân phối. Ở mức độ nhất định, có lẽ, các tài khoản dự phòng thể hiện trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp nước ngoài cũng đóng vai trò tương tự như tài khoản thặng dư của doanh nghiệp Hoa Kỳ, những tài khoản dự phòng này hiếm khi có quy mô so sánh tương tự.

**Tái đầu tư vì cổ phiếu no nước.** Lý thuyết Hoa Kỳ về “tái đầu tư” thu nhập có vẻ phát triển từ kỹ thuật “tưới nước” cổ phiếu vào những ngày trước chiến tranh. Rất nhiều doanh nghiệp công nghiệp lớn xuất hiện mà không có tài sản hữu hình nào đằng sau những cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu ưu đãi của chúng không được bảo vệ đầy đủ. Do đó, theo lẽ tự nhiên, ban quản trị sẽ tìm cách bù đắp cho các nhược điểm này bằng những khoản thu nhập có được phía sau. Điều này đặc biệt đúng vì cổ phiếu bổ sung không thể được bán ở mệnh giá, do đó sẽ rất khó để thu hút vốn mới cho tăng trưởng, ngoại trừ thông qua các khoản lợi nhuận chưa phân phối.

Các ví dụ cụ thể về mối quan hệ giữa việc huy động vốn quá mức và chính sách cổ tức là trường hợp nổi bật của Woolworth và United States Steel Corporation.

Trong lần phát hành cổ phiếu F. W. Woolworth đầu tiên ra công chúng năm 1911, doanh nghiệp này phát hành cổ phiếu ưu đãi đại diện cho tất cả tài sản hữu hình, cổ phiếu phổ thông đại diện cho lợi thế thương mại. Bảng cân đối kế toán theo đó mang theo hạng mục lợi thế thương mại 50.000.000 đô-la trong phần tài sản, tương ứng với khoản vốn của 500.000 cổ phiếu phổ thông có mệnh giá 100 đô-la. Khi Woolworth kinh doanh phát đạt, một khoản thặng dư lớn được xây dựng từ thu nhập, tài khoản

lợi thế thương mại được trừ dần từ khoản thặng dư này cho đến khi nó chỉ còn 1 đô-la.<sup>1</sup>

Trong trường hợp United States Steel Corporation, lần phát hành vốn đầu tiên đăng ký tài sản hữu hình không ít hơn 768.000.000 đô-la, đại diện cho tất cả cổ phiếu phổ thông và hơn phân nửa số cổ phiếu ưu đãi. Hành động “tươi nước” bằng cân đối kế toán này không được thể hiện trong hạng mục lợi thế thương mại, như trong trường hợp của Woolworth, mà được che giấu bằng việc định giá cao tài sản cố định (nghĩa là “tài khoản đầu tư tài sản”). Tuy nhiên, thông qua nhiều phương pháp kế toán khác nhau, ban quản trị đã sử dụng thu nhập từ hoạt động kinh doanh để xóa hết những tài sản vô hình hay hư cấu này. Tới cuối năm 1929, tổng số 508.000.000 đô-la tương đương với toàn bộ cổ phiếu phổ thông ban đầu, đã được thay thế bằng thu nhập hay thặng dư và được trừ ra khỏi tài khoản tài sản. Khoản 260.000.000 đô-la được thiết kế tách biệt như một tài sản vô hình trong báo cáo năm 1937 và sau đó được xóa bỏ hoàn toàn trong năm 1938 bằng cách giảm giá trị theo báo cáo của cổ phiếu phổ thông.

Vài chính sách kế toán đã nhắc ở trên sẽ được thảo luận lại, từ góc nhìn ảnh hưởng của chúng lên giá trị đầu tư, trong chương Phân tích Báo cáo Doanh thu và Phân tích Bảng cân đối Kế toán. Từ góc nhìn cổ tức, rõ ràng trong cả hai ví dụ này, quyết định giữ phần lớn thu nhập thay vì trả cho cổ đông, xuất phát một phần từ mong muốn loại bỏ những hạng mục phi hữu hình khỏi các tài khoản tài sản.

**Kết luận từ các thảo luận ở trên.** Từ thảo luận trên, chúng tôi có thể rút ra vài kết luận nhất định. Những kết luận này trả lời câu hỏi rất thực tế về tầm quan trọng của tỷ lệ cổ tức so với thu nhập theo báo cáo, và câu hỏi lý thuyết hơn nhưng cực kỳ quan trọng, rằng chính sách cổ tức nào sẽ được xem là đáng ao ước nhất từ góc nhìn lợi ích của cổ đông.

---

1. Cần phải lưu ý rằng khi lợi thế thương mại của Woolworth ban đầu được niêm yết trong bảng cân đối kế toán ở mức 50.000.000 đô-la, giá trị thực (được đo lường bằng thị giá cổ phiếu) chỉ khoảng 20.000.000 đô-la. Nhưng khi lợi thế thương mại được bút toán giảm xuống còn 1 đô-la vào năm 1925, giá trị thực của chúng rõ ràng cao hơn nhiều mức 50.000.000 đô-la.

Thực tế sẽ xác nhận phán quyết của thị trường cổ phiếu, rằng 1 đô-la thu nhập sẽ có giá hơn với cổ đông nếu được chi trả dưới dạng cổ tức, thay vì được đưa vào thặng dư. Nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông nên đòi hỏi sức mạnh thu nhập và những khoản trả cổ tức đầy đủ. Nếu cổ tức tương đối nhỏ, chỉ hợp lý mua cổ phiếu khi nó thể hiện chỉ số thu nhập đặc biệt ấn tượng (hoặc trong tình huống rất đặc biệt liên quan đến tài sản thanh khoản cao). Mặt khác, chính sách cổ tức quá hào phóng không thể bù đắp cho con số thu nhập không thỏa đáng, vì với những con số như vậy, cổ tức tất yếu không đáng tin cậy.

Để hỗ trợ phát triển các ý tưởng này theo cách định lượng, chúng tôi đề xuất các định nghĩa sau:

*Tỷ lệ cổ tức* là con số cổ tức thường niên được trả trên cổ phiếu, thể hiện bằng đồng đô-la hay tỷ lệ phần trăm trên 100 đô-la mệnh giá. (Nếu mệnh giá thấp hơn 100 đô-la, sẽ không khôn ngoan để sử dụng tỷ lệ phần trăm, vì cách dùng này có thể dẫn đến kết quả mập mờ.)

*Tỷ lệ thu nhập* là số tiền thu nhập thường niên trên cổ phiếu, thể hiện bằng đồng đô-la hay tỷ lệ phần trăm trên 100 đô-la mệnh giá.

*Hệ số cổ tức, lợi nhuận cổ tức* hay *lợi tức cổ tức*, là hệ số cổ tức chi trả trên thị giá (ví dụ một cổ phiếu trả 6 đô-la hằng năm và bán ở giá 120 có hệ số cổ tức là 5%).

*Hệ số thu nhập, lợi nhuận thu nhập* hay *lợi tức thu nhập* là hệ số thu nhập thường niên trên thị giá (ví dụ một cổ phiếu có thu nhập 6 đô-la và bán ở giá 50 có lợi tức thu nhập là 12%).<sup>1</sup>

Hãy giả sử rằng cổ phiếu phổ thông A với viễn cảnh trung bình, thu nhập 7 đô-la và trả 5 đô-la nên bán ở giá 100. Cổ phiếu này có hệ số thu nhập 7% và lợi nhuận cổ tức 5%. Một cổ phiếu B tương tự, có thu nhập 7 đô-la nhưng chỉ trả cổ tức 4 đô-la, nên được bán thấp hơn 100. Giá của nó

---

1. Thuật ngữ cơ sở thu nhập có cùng nghĩa với hệ số thu nhập. Tuy nhiên, thuật ngữ cơ sở cổ tức tối nghĩa vì nó đôi khi được sử dụng để biểu thị tỷ lệ và đôi khi biểu thị hệ số.

tất nhiên nên nằm đâu đó giữa 80 (đại diện cho lợi tức cổ tức 5%) và 100 (đại diện cho lợi tức thu nhập 7%). Nhìn chung, giá nên có xu hướng xác lập gần hơn giới hạn dưới so với giới hạn trên. Mức giá tương đối chính xác nên vào khoảng 90, mức giá mà lợi tức cổ tức là 4,44% và hệ số thu nhập là 7,78%. Nếu nhà đầu tư chấp nhận lợi tức cổ tức dưới tiêu chuẩn đôi chút, người này có quyền đòi hỏi mức tăng tương ứng trong sức mạnh thu nhập trên tiêu chuẩn.

Trong trường hợp ngược lại, cổ phiếu phổ thông C có thể cho thu nhập 7 đô-la nhưng trả cổ tức 6 đô-la. Ở đây, nhà đầu tư có lý do để trả khoản tiền cao hơn 100 vì cổ tức cao hơn. Tất nhiên, giới hạn trên nên là 120, mức giá mà hệ số cổ tức sẽ nằm ở mức 5% tiêu chuẩn, nhưng hệ số thu nhập chỉ là 5,83%. Một lần nữa, giá phù hợp nên gần hơn với giới hạn dưới so với giới hạn trên, ví dụ 108, con số mà lợi tức cổ tức sẽ là 5,56% và hệ số thu nhập là 6,48%.

**Nguyên tắc đề xuất cho chi trả cổ tức.** Dù rằng những con số này được lựa chọn chủ quan, song chúng khá tương ứng với các thực tế của giá trị đầu tư. Những thực tế này giờ đây trở thành điều kiện hợp lý thông thường của thị trường cổ phiếu. Tỷ lệ cổ tức được xem là quan trọng, bên cạnh thu nhập, dĩ nhiên không chỉ vì nhà đầu tư muốn nhận thu nhập tiền mặt từ vốn đầu tư, mà còn vì với cổ đông, thu nhập không được chi trả dưới dạng cổ tức có xu hướng mất đi một phần giá trị thực tế. Thực tế này khiến cổ đông các doanh nghiệp Mỹ sẽ cố gắng hết mình để tiếp nhận thái độ khác, so với suy nghĩ từ trước đến nay liên quan đến các chính sách cổ tức doanh nghiệp. Chúng tôi đề xuất nguyên tắc sau như sự điều chỉnh đáng mong muốn cho quan điểm truyền thống:

*Nguyên tắc:* Cổ đông có quyền nhận thu nhập từ vốn đầu tư, trừ khi họ quyết định tái đầu tư chúng vào doanh nghiệp. Ban quản trị sẽ giữ lại hay tái đầu tư thu nhập chỉ khi nào được cổ đông chấp thuận cụ thể. Những “thu nhập” buộc phải được giữ lại để bảo vệ vị thế của doanh nghiệp không phải là thu nhập thực sự. Chúng không được báo cáo thành lợi nhuận, mà phải được trừ ra khỏi báo cáo kết quả kinh doanh như các khoản dự phòng

cần thiết, kèm theo chú giải đầy đủ. Một khoản thặng dư bắt buộc là khoản thặng dư tương tự. <sup>1</sup>

Nếu nguyên tắc trên được chấp nhận rộng rãi, việc giữ lại thu nhập sẽ không được nhìn nhận như chuyện tất yếu xảy ra và được quyết định tùy ý bởi ban quản trị, mà sẽ cần lời giải thích tương ứng trong trường hợp thay đổi cơ cấu vốn và bán thêm cổ phiếu. Kết quả là các chính sách cổ tức phải được soi xét kỹ lưỡng hơn và phản biện thông minh hơn so với hiện tại, kiểm tra hướng mở rộng kinh doanh thiếu khôn ngoan và tích lũy vốn lưu động quá dư thừa của ban quản trị.<sup>2</sup>

Nếu nguyên tắc này trở thành chính sách tiêu chuẩn để phân phối phần lớn thu nhập hằng năm (như ở nước ngoài), thì tỷ lệ cổ tức sẽ thay đổi theo các điều kiện kinh doanh. Điều này rõ ràng sẽ thêm một yếu tố bất định vào giá trị cổ phiếu. Tuy nhiên, lập luận phản bác thực hành hiện tại thất bại trong việc duy trì tỷ lệ cổ tức ổn định. Do đó, thay vì có tỷ lệ cổ tức đáng tin cậy để giảm thiểu tính bất định của thu nhập, chúng ta lại có chính sách cổ tức mang tính tùy ý và kỳ quặc, làm rủi ro thu nhập trở nên trầm trọng hơn. Giải pháp hợp lý sẽ là: chuyển nhiệm vụ trung bình hóa lợi nhuận thu nhập thường niên sang cho cổ đông. Vì nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông chắc hẳn phải có tầm nhìn tương đối thỏa đáng về sức mạnh thu nhập trung bình, vượt ra ngoài những biến động thường niên, người này có thể có sẵn ý tưởng tương đồng về thu nhập trung bình. Nếu như hai cách nhìn giống nhau, biến động cổ tức loại này sẽ không khiến vấn đề trở nên

1. Ở đây chúng tôi chỉ nói đến khoản thặng dư được tích lũy để duy trì vị thế hoạt động của công ty, chứ không nói đến khoản thặng dư được tích lũy từ việc quản trị doanh nghiệp hiệu quả.

2. Quy trình đề xuất theo Đạo luật Doanh nghiệp Anh Quốc năm 1929 yêu cầu chi trả cổ tức phải được cổ đông chấp thuận trong họp đại hội cổ đông thường niên, nhưng không cho cổ đông chấp thuận tỷ lệ cao hơn mức ban giám đốc khuyến nghị. Chính sách cổ tức được đệ trình lên cổ đông để được phê duyệt hay phê bình là thông báo nhắc nhở đầy giá trị đến trách nhiệm của ban quản trị, đến quyền lợi của chủ sở hữu.

Dù rằng quy trình này không được quy định trong mọi tình huống của Đạo luật Doanh nghiệp, song doanh nghiệp ở Anh vẫn thường tuân thủ nó. Hãy tham khảo Đạo luật Doanh nghiệp năm 1929, Phần 6-10; Bảng A Đạo luật Doanh nghiệp 1929.

khó khăn hơn với nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông. Rốt cuộc, những biến động này sẽ mang lại nhiều lợi ích cho nhà đầu tư hơn so với nỗ lực ổn định hóa cổ tức ít khi thành công ở hiện tại, bằng cách tích lũy những khoản tiền lớn trong tài khoản thặng dư.<sup>1</sup> Trên cơ sở đó, thu nhập trung bình của cổ đông có thể lớn hơn rất nhiều.

*Nghịch lý.* Dù đã kết luận rằng chi trả hào phóng hơn thu nhập dưới hình thức cổ tức chắc chắn khiến cổ phiếu phổ thông hấp dẫn hơn, song phải nhìn nhận rằng kết luận này sẽ dẫn đến một nghịch lý lạ lùng. Giá trị gia tăng bằng cách mang giá trị đi. Cổ đông càng trừ nhiều cổ tức ra khỏi vốn cổ phần và quỹ thặng dư thì giá trị còn lại của người này càng lớn. Nó giống như huyền thoại về Sibylline Books, ngoại trừ giá của phần còn lại tăng nhờ phần đã bị lấy đi.

Điểm này được minh họa bằng cách so sánh giữa Atchison và Union Pacific – hai công ty đường sắt có số liệu giống nhau trong giai đoạn 10 năm, từ ngày 1 tháng 1 năm 1915 đến 31 tháng 12 năm 1924.

Hạng mục	Trên cổ phiếu phổ thông	
	Union Pacific	Atchison
Thu nhập, 10 năm 1915-1924 (đô-la)	142,00	137
Điều chỉnh ròng trong tài khoản thặng dư	1,50*	13
<i>Tổng số tiền sẵn có để trả cổ tức (đô-la)</i>	<u>140,50</u>	<u>150</u>
Cổ tức chi trả (đô-la)	97,50	60
Tăng giá cổ phiếu	33,00	25
<i>Tổng số giá trị cổ đông nhận được (đô-la)</i>	<u>130,50</u>	<u>85</u>

1. Để tham khảo nghiên cứu đầy đủ về hiệu ứng của việc giữ lại thu nhập trên cơ sở chi trả cổ tức đều đặn, hãy xem O. J. Curry, *Utilization of Corporate Profits in Prosperity and Depression* (tạm dịch: Tận dụng Lợi nhuận Doanh nghiệp trong giai đoạn Thịnh vượng và Khủng hoảng), Ann Arbor, 1941.

Gia tăng thu nhập, 1924 so với 1914	9%†	109%†
Gia tăng giá trị sổ sách, 1924 so với 1914	25%	70%
Gia tăng tỷ lệ trả cổ tức, 1924 so với 1914	25%	-
Gia tăng thị giá, 1924 so với 1914	28%	27%
Thị giá, 31 tháng 12 năm 1914	116	93
Thị giá, 31 tháng 12 năm 1925	149	118
Thu nhập, kết thúc vào 30 tháng 6 năm 1914 (đô-la)	13,10	7,40
Thu nhập, năm 1924	14,30	15,45

\* Chưa bao gồm 7 đô-la/cổ phiếu chuyển đổi từ dự phòng sang thặng dư.

† Năm 1924 so sánh với kết thúc ngày 30 tháng 6 năm 1914.

Cần phải lưu ý rằng, vì Atchison không thể tăng cổ tức, thị giá của cổ phiếu không thể phản ánh đầy đủ mức tăng trưởng lớn trong cả thu nhập lẫn giá trị sổ sách. Chính sách cổ tức hào phóng hơn của Union Pacific tạo ra kết quả đối lập.

Bất thường này của thị trường cổ phiếu chủ yếu được lý giải bằng mẫu thuẫn cơ sở giữa hai ý tưởng chủ đạo liên quan đến cổ tức đã thảo luận trong chương này. Trong phần tóm tắt ngắn gọn phía sau, chúng tôi sẽ cố gắng chỉ ra mối quan hệ giữa các khía cạnh lý thuyết và thực tế của vấn đề cổ tức.

### Tóm tắt

- Trong vài trường hợp, cổ đông hưởng lợi tích cực từ chính sách cổ tức cực kỳ cẩn trọng, nghĩa là, nhận được các khoản thu nhập và cổ tức cao hơn rất nhiều ở cuối thời kỳ. Trong trường hợp này, đánh giá của thị trường được chứng minh là sai khi trừng phạt cổ phiếu vì mức cổ tức nhỏ. Giá của những cổ phiếu này nên cao thay vì thấp hơn, bởi lợi nhuận đã được thêm vào thặng dư thay vì trả dưới dạng cổ tức.
- Tuy nhiên, thông thường cổ đông có lợi hơn từ các khoản chi trả cổ tức so với gia tăng thặng dư. Điều này xảy ra vì: (a) lợi nhuận tái

đầu tư không thể gia tăng sức mạnh thu nhập tương ứng hoặc (b) chúng không phải là “lợi nhuận” thực mà là các khoản dự phòng phải được giữ lại đơn thuần chỉ để bảo vệ doanh nghiệp. Trong hầu hết trường hợp, việc thị trường đặt trọng tâm vào cổ tức và bỏ qua các khoản bổ sung thặng dư hóa ra lại hợp lý.

3. Suy nghĩ rỗi rắm xuất phát từ thực tế nhà đầu tư bỏ phiếu cho tiền đề đầu tiên, nhưng lại đầu tư trên cơ sở thứ hai. Nếu nhà đầu tư quyết đoán đầy thông minh, nghịch lý này có xu hướng biến mất. Vì trong trường hợp đó, giữ lại tỷ lệ lớn thu nhập sẽ trở thành hành động đặc biệt, được các cổ đông giám sát kỹ lưỡng và phải được cổ đông chấp thuận nếu họ tin rằng hành động giữ lại đó sẽ có lợi cho những người sở hữu cổ phiếu phổ thông. Việc tán thành tỷ lệ cổ tức thấp nhiều khả năng sẽ xua tan được nghi ngờ của thị trường cổ phiếu ở điểm này và cho phép giá phản ánh những khoản thu nhập tích lũy được chi trả.

Thảo luận trên có thể mâu thuẫn với đề xuất trong chương trước, rằng gia tăng giá trị cổ phiếu trong dài hạn thường đến từ tái đầu tư lợi nhuận chưa được phân phối. Chúng ta phải phân biệt hai dòng lập luận. Hãy lấy ví dụ tiêu chuẩn về công ty có thu nhập 10 đô-la mỗi cổ phiếu và trả cổ tức 7 đô-la, chúng tôi đã chỉ ra rằng các khoản bổ sung đều đặn 3 đô-la hằng năm trên cổ phiếu vào tài khoản thặng dư sẽ gia tăng giá trị của cổ phiếu qua thời gian. Điều này có thể rất đúng, cùng lúc đó tỷ lệ gia tăng giá trị có thể thấp hơn rất nhiều mức 3 đô-la kép hằng năm. Nếu chúng ta nhìn tình huống ngược lại, nghĩa là 3 đô-la được trả bằng cổ tức và 7 đô-la thêm vào phần thặng dư, khác biệt sẽ rõ ràng hơn. Chắc chắn khoản bổ sung lớn vào tài khoản thặng dư sẽ gia tăng giá trị cổ phiếu, nhưng cũng có nhiều khả năng giá trị này sẽ không tăng ở mức 7 đô-la kép mỗi năm. Do đó, lập luận không tán thành tái đầu tư tỷ lệ lớn thu nhập hằng năm vẫn hoàn toàn có giá trị. Chúng tôi phản đối loại hình chính sách thứ hai, nghĩa là giữ lại 70% thu nhập và không phản đối việc tái đầu tư thông thường khoảng 30% lợi nhuận.

**Chính sách cổ tức từ năm 1934.** Nếu vấn đề cổ tức của các doanh nghiệp Hoa Kỳ chỉ được đánh giá bằng số liệu trong giai đoạn 1934-1939, thì các lý lẽ phê bình được trình bày trong chương này sẽ bị yếu đi đáng kể. Vài năm gần đây, xuất hiện xu hướng chi trả cổ tức thoả mái hơn, đặc biệt từ những doanh nghiệp không có nhiều cơ hội gia tăng lợi nhuận. Việc giữ lại thu nhập của các doanh nghiệp đang tăng trưởng nhanh, như doanh nghiệp sản xuất máy bay, khó có thể phản đối. Mặt khác, từ cuối năm 1932, General Motors Corporation đã phân phối khoảng 80% thu nhập cho cổ đông cổ phiếu phổ thông, không có nhiều thay đổi lớn hằng năm cho đến 1939. Năm 1939, Phòng Ngân quỹ của doanh nghiệp này thông báo sẽ sử dụng con số 70% như bài kiểm tra sơ bộ, để quyết định liệu doanh nghiệp có phải chịu các khoản thuế phạt cho việc tích lũy không hợp lý thặng dư hay không.

Về giá cổ phiếu, khó có thể nói rằng giá đã bị ảnh hưởng quá mức bởi chính sách cổ tức chuyên quyền trong nhưng năm gần đây. Vì tự thân các chính sách không chỉ ít chuyên quyền hơn so với thời gian trước, thị trường cổ phiếu còn xuất hiện một xu hướng coi trọng yếu tố thu nhập theo báo cáo và thu nhập tương lai hơn yếu tố cổ tức.

**Thuế lợi nhuận không phân phối.** Con số cổ tức hào phóng hơn trong những năm gần đây một phần đến từ mức thuế gây nhiều tranh cãi, đánh vào lợi nhuận không phân phối. Mức thuế này được áp bởi Quốc hội năm 1936, theo tỷ lệ tăng tiến từ 7 đến 27%. Sau khi nhận nhiều chỉ trích gay gắt, mức thuế giảm xuống tỷ lệ 2½% vào năm 1938 và bị bãi bỏ hoàn toàn vào năm tiếp theo. Mục tiêu chính của mức thuế này là buộc các doanh nghiệp phân phối thu nhập của mình, theo đó cổ đông phải chịu thuế thu nhập cá nhân cho các khoản phân phối. Mục tiêu thứ hai nhằm giới hạn tích lũy thặng dư doanh nghiệp, yếu tố được nhiều người đánh giá gây hại, làm giảm sức mạnh mua sắm cá nhân hoặc dẫn đến việc mở rộng kinh doanh thiếu khôn ngoan của doanh nghiệp. Nhưng mức thuế bị chỉ trích rộng rãi và gay gắt, chủ yếu dựa trên cơ sở rằng nó ngăn cấm tạo ra các khoản thặng dư hay các quỹ dự phòng cần thiết nhằm đối phó với những

thua lỗ, tình huống khẩn cấp hay nhu cầu mở rộng kinh doanh trong tương lai. Loại thuế này được cho là hình phạt quá nặng nề lên khoản tiền tiết kiệm và đức tính cẩn trọng của doanh nghiệp, đặc biệt quá nghiêm khắc với những doanh nghiệp nhỏ hay mới, những doanh nghiệp phụ thuộc lớn vào lợi nhuận giữ lại để phát triển.

*Đạo luật đáng chê trách nhưng bị chỉ trích trên cơ sở chưa đúng.* Theo ý kiến của chúng tôi, đó là đạo luật tồi, nhưng bị chỉ trích trên cơ sở sai. Mục đích của nó như thông báo ban đầu, là đánh thuế doanh nghiệp và công bằng hóa mức thuế của các doanh nghiệp cổ phần và doanh nghiệp tư nhân. Rất nhiều ý kiến có thể đồng ý với mục tiêu này. Nhưng khi đạo luật này được thông qua, nó thực sự đã chống chất thuế doanh nghiệp tư nhân lên thuế doanh nghiệp cổ phần, do đó phân biệt đối xử nặng nề lên hình thái doanh nghiệp cổ phần và đặc biệt những cổ đông nhỏ. Nó không phải là khoản thuế thực tế mà những người giữ chứng khoán giàu có phải lo ngại, vì tỷ lệ thuế thu nhập cực kỳ cao cùng với mức thuế doanh nghiệp (chính phủ và liên bang) đã tạo ra gánh nặng chung đi ngược lại với động lực cá nhân. tệ hơn nữa là các chi tiết kỹ thuật của đạo luật thuế buộc doanh nghiệp phải phân phối nhiều hơn lợi nhuận kế toán thực tế, bất chấp thua lỗ vốn đầu tư thực và không cho phép bất kỳ sự linh động nào trong việc xử lý giá trị hàng tồn kho.

Mặc dù ý kiến chung đi theo hướng ngược lại, chúng tôi không tin rằng thuế lợi nhuận chưa phân phối thực sự ngăn chặn hành động tái đầu tư thu nhập, trừ việc các khoản tái đầu tư này sẽ bị thu nhỏ lại bởi thuế thu nhập cá nhân như tình trạng diễn ra trong doanh nghiệp tư nhân. Các doanh nghiệp cổ phần có sẵn nhiều phương pháp để giữ lại hay khôi phục những thu nhập này, mà không bị đưa vào diện phải nộp phạt thuế. Những phương pháp này bao gồm (1) khai báo cổ tức cổ phiếu phải chịu thuế (ví dụ cổ tức cổ phiếu ưu đãi); (2) trả cổ tức “theo lựa chọn”, sau đó bắt cổ đông phải nhận cổ phiếu thay vì tiền mặt; (3) phát hành cổ phiếu bổ sung với các điều kiện hấp dẫn vào thời điểm chi trả cổ tức bằng tiền mặt. Những người phê bình luật thuế cho rằng, các phương pháp này bất tiện

hay thiếu thực tế. Quan sát riêng của chúng tôi lại thấy chúng khá thực tế và được nhiều doanh nghiệp sử dụng trong năm 1936 và 1937, nhưng hầu hết doanh nghiệp không sử dụng phương pháp này, hoặc vì không cảm thấy quen thuộc hoặc mong muốn phản ứng mạnh mẽ nhất với đạo luật.

Chính sách cổ tức đúng đắn. Từ cách nhìn đây hoài nghi của chúng tôi khi thảo luận về việc liệu cổ đông có thực sự hưởng lợi từ chính sách giữ lại cổ tức hay không, độc giả có thể cho rằng chúng tôi đồng tình với ý tưởng ngăn chặn tái đầu tư lợi nhuận bằng cách áp những mức thuế phạt. Điều này không đúng. Chính sách cổ tức và tái đầu tư nên được kiểm soát không phải bởi pháp luật, mà bởi quyết định thông minh của các cổ đông. Có những trường hợp đơn lẻ mà chúng ta có lý do để giữ lại nhiều thu nhập hơn so với mong muốn thông thường. Thực hành này nên thay đổi theo tình huống; ban quản trị nên là người đầu tiên quyết định và đề ra chính sách này; nhưng các cổ đông nên là người cân nhắc và đánh giá chính sách này độc lập vì lợi ích của họ, khác với lợi ích của doanh nghiệp như thực thể riêng biệt hay ban quản trị như nhóm đặc biệt.

**Phần I**

**KHẢO SÁT**

**VÀ CÁCH TIẾP CẬN**

---

## *Giới thiệu Phần V*

# **CUỘC HÀNH TRÌNH TÌM KIẾM ĐẦU TƯ LÝ TRÍ**

**GLENN H. GREENBERG**

---

Lời thú tội: Tôi chưa bao giờ đọc *Phân tích Chứng khoán* khi còn học ở Trường Kinh doanh Columbia. Tôi chưa bao giờ tham gia khóa học phân tích chứng khoán nào. Thay vào đó, có bàn tay vô hình đã hướng dẫn tôi cách nghiên cứu cổ phiếu và sau đó là quản lý tiền bạc, lĩnh vực mà tôi làm việc trong suốt 33 năm qua. Chỉ đến giữa sự nghiệp đầu tư của mình, tôi mới quyết định đây là thời điểm đọc thử tác phẩm của Graham và Dodd và xem tại sao cuốn sách này lại gây nhiều tiếng vang đến thế. 300 trang đầu tiên thảo luận về chứng khoán thu nhập cố định mà tôi hiếm khi sở hữu và chẳng khiến tôi quan tâm nhiều. Phần thảo luận vốn cổ phần dường như đã lỗi thời: các chủ đề như xác định sức mạnh thu nhập theo các chu kỳ công nghiệp, khấu hao đúng nhà máy và trang thiết bị gợi lên tông màu cũ về thời đại đã qua. Tôi quản lý kinh doanh danh mục đầu tư của mình và cần những ý tưởng đầu tư ngay lập tức. Liệu cuốn sách này có giúp tôi tìm ra khoản đầu tư thăng lợi tiếp theo hay không? Không nhiều khả năng, tôi quả quyết. Do đó, hãy hình dung phản ứng của tôi nhiều năm sau khi biên tập viên McGraw-Hill gọi tôi đề nghị viết phần giới thiệu này. Sau khoảng thời gian dài im lặng, tôi đã hỏi liệu anh ta có thể gửi cho tôi cuốn sách được không.

Đọc lại Graham và Dodd có cảm giác hơi giống như đọc lại huấn thị của Polonius cho người con trai Hamlet khi anh này lên đường ra nước

ngoài học tập (“thật khó để làm bạn với người bạn nợ tiền hay người nợ tiền bạn”). Những lời khuyên trong cuốn sách rất hợp lý, nhưng dường như quá hiển nhiên. Trong Phần V, chúng ta sẽ xử lý vấn đề đặt quá nhiều trọng tâm vào thu nhập ngắn hạn và được cảnh báo không nên tin tưởng vào ban quản trị vô lương tâm. Chúng ta phải cẩn thận trước hoạt động thao túng báo cáo tài chính và được thúc giục phải đánh giá đúng các khía cạnh định tính của doanh nghiệp. Một lần ranh rõ ràng được vẽ ra để phân biệt giữa đầu cơ và đầu tư. Mức độ nợ phù hợp trong cấu trúc vốn, cách suy nghĩ về đầu tư dựa trên hàng hóa cơ bản, bản chất vui buồn thất thường của thị trường đều được nhắc đến. Tất nhiên, những ý tưởng này đều rất quen vì chúng đã được lồng ghép trong rất nhiều lá thư ngỏ hằng năm của Warren Buffett và được trích dẫn bởi những nhà đầu tư vĩ đại khác – những người ghi nhận công trạng của Graham và Dodd cho các khoản đầu tư thành công của mình. Như được hàm ý trong tiêu đề của phần này, Graham và Dodd trình bày thảo luận và phân tích chi tiết về các tài khoản báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, song tôi và những người khác trân trọng các nguyên tắc đầu tư tổng quát của phần này hơn. Phần này cũng đáng chú ý vì nó được viết trong giai đoạn khủng hoảng đặc biệt của năm 1934, với 25% người dân thất nghiệp và hầu hết doanh nghiệp đang chật vật để tồn tại. Tuy vậy, Graham và Dodd đã có thể hệ thống hóa kiến thức thành những nguyên tắc truyền cảm hứng cho những nhà đầu tư vĩ đại suốt 75 năm thịnh vượng. Cách nhìn của họ mang tính ứng dụng, bây giờ và mãi mãi.

Mục đích của Phần V là khám phá phân tích tài khoản thu nhập để ước tính sức mạnh thu nhập doanh nghiệp và theo đó xác định liệu cổ phiếu có bị đánh giá thấp hay không. Không tồn tại công thức thần kỳ nào cho nhiệm vụ này: tương lai có thể lặp lại quá khứ hoặc không! Hầu như tất cả các trang trong phần này đều chứa đầy những phân tích tài chính và giải thích hữu ích về nhiều ngành đa dạng khác nhau. Phân tích tài chính, chứ không phải thư ngỏ của CEO, là chìa khóa để đánh giá doanh nghiệp. Hoàn toàn không xuất hiện những thuật ngữ như “câu chuyện”, “khái niệm”, “hệ biến hóa”, hay “xu hướng” để lý giải cho khoản đầu tư. Tất cả chúng ta đều muốn mua thấp bán cao, nhưng đầu tiên chúng ta phải tự tin rằng doanh nghiệp sẽ trường tồn để có thể đi đến đánh giá hợp lý về “thấp” và “cao”.

Ước tính thu nhập trung bình tương lai không dễ. Trong thập niên 1930, thu nhập biến động lớn vì hệ số đòn bẩy vốn hoạt động trong các doanh nghiệp sản xuất và tài nguyên. Thách thức xác định sức mạnh thu nhập trong bối cảnh kinh tế ổn định hơn ngày nay khác biệt nhưng không kém phần vất vả. Có những đối thủ cạnh tranh toàn cầu và những công nghệ mới mang tính đột phá. Các doanh nghiệp tài chính đã phát triển những sản phẩm mới lạ, cho tới lúc này vẫn sinh lãi nhưng phải chịu thử thách. Doanh nghiệp công nghệ thì phải liên tục tái đầu tư. Thậm chí các doanh nghiệp ổn định nhất cũng có thể mang đến bất ngờ. Tôi nhớ lại lần đi thăm Coca-Cola vào cuối năm 1993. Doanh nghiệp này nhìn chung được ca ngợi như kinh doanh tốt nhất thế giới vì sức mạnh định giá sản phẩm và cơ hội tăng trưởng quốc tế không giới hạn. Được định giá ở mức 18 lần so với thu nhập, nó là món hời nếu thu nhập có thể tăng cao hơn mức 15% mỗi năm trong giai đoạn kéo dài. Chưa ai từng nghĩ mô hình kinh doanh nhượng quyền tuyệt vời này sẽ có thu nhập đi ngang trong giai đoạn từ 1996 đến 2002.

## CÁCH CHÚNG TÔI ĐẦU TƯ

Ở công ty chúng tôi, Chieftain Capital Management, chúng tôi đánh giá cơ hội đầu tư dựa trên tính khả đoán của kinh doanh và tính toán công tâm về tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng. Chúng tôi đọc tất cả những thông tin doanh nghiệp công bố ra công chúng, chúng tôi phân tích ngành và đối thủ cạnh tranh (lý tưởng nhất là không nên có quá nhiều), chúng tôi nói chuyện với ban quản trị và các chuyên gia trong ngành, thu thập dữ liệu liên quan khác có thể tìm thấy, cô đọng lại tất cả vào phân tích lịch sử kết quả hoạt động kinh doanh. Tất nhiên sẽ xuất hiện câu hỏi: Liệu biên độ có thể tiếp tục tăng hay không? Liệu kinh doanh có trở nên nặng vốn hay không? Tại sao doanh số bán tăng chậm?... Phân tích này trở thành cơ sở cho những thảo luận xa hơn về ban quản trị và cuối cùng là cơ sở cho những phỏng chiểu về kết quả tương lai của chúng tôi.

Chúng tôi và những nhà đầu tư ngày nay có xu hướng tập trung vào dòng tiền sau chi phí vốn (dòng tiền tự do), thay vì thu nhập, để đánh giá giá trị đầu tư của kinh doanh. Lợi thế của cách tiếp cận này là, nó rút gọn rất nhiều chiêu trò mà ban quản trị có thể thực hiện khi báo cáo lợi nhuận.

Hơn nữa, thu nhập hiếm khi đồng nghĩa với tiền mặt sẵn có cho nhà đầu tư, trong khi tiền mặt chính là cái quan trọng với họ. Tôi luôn tò mò với câu hỏi đầu tiên mà một nhà đầu tư cá nhân luôn hỏi, là tôi phải bỏ vào bao nhiêu tiền và sẽ nhận được bao nhiêu, nhanh đến thế nào? Tại sao nhà đầu tư mua cổ phiếu giao dịch trên sàn nên đặt câu hỏi khác?

Cuối cùng, chúng tôi tính toán tỷ lệ lợi nhuận từ dòng tiền tự do mà chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tạo ra vĩnh viễn, tính toán các khoản đầu tư mà doanh nghiệp cần để tiếp tục tăng trưởng. Nhìn chung, chúng tôi sẽ không mua cổ phiếu trừ khi giá mua mang lại tỷ lệ lợi nhuận ít nhất 15%. Tất nhiên, cần phải đánh giá rất nhiều thứ để xác định tỷ lệ lợi tức như vậy, con số này phải được sàng lọc để phản ánh chất lượng của doanh nghiệp và lợi nhuận kỳ vọng từ các cơ hội đầu tư thay thế. Trong năm 1974, con số lợi tức đầu tư của chúng tôi lẽ ra phải cao hơn, có lẽ là 25%, vì có quá nhiều cổ phiếu bị định giá thấp để chọn và tỷ lệ lãi suất cao hơn. Bằng cách khăng khăng sử dụng tỷ lệ lợi nhuận rất cao được chào mời bởi thị trường chung, so với lợi nhuận một con số mà chúng tôi tính toán, chúng tôi trao cho bản thân mức biên sai rất lớn. Mục tiêu của chúng tôi là ngưỡng trên mức rất cao, dù biết rằng chỉ có vài doanh nghiệp được bán ở mức giá mang lại tỷ lệ lợi nhuận cao. Chúng tôi hiếm khi tìm thấy một cổ phiếu đáp ứng những tiêu chuẩn này, do đó khi tìm ra, chúng tôi mua rất nhiều: không bao giờ ít hơn 5% tài sản và thường đến 25%. Chúng tôi bán cổ phiếu khi lợi nhuận trong mô hình của chúng tôi giảm xuống mức 10%, thậm chí dù các khoản đầu tư thay thế đang có thu nhập tiền mặt ít hơn 5%. Lúc nào chúng tôi cũng ghi nhớ rằng, cách tiếp cận của mình chỉ tốt khi các giả định tương lai tốt, một thay đổi nhỏ trong giả định của chúng tôi, như tỷ lệ tăng trưởng dòng tiền trong dài hạn, cũng có thể tạo ra những biến đổi lớn trong lợi nhuận triển vọng.

Lời nhắc nhở gần đây về tầm quan trọng của các giả định là vào đầu năm 2007, chúng tôi mua Ryanair, hãng hàng không lớn nhất tính theo con số hành khách. Doanh nghiệp Ailen này có mức giá bay thấp nhất trong số tất cả hãng hàng không tuyến ngắn ở thị trường châu Âu. Trong 10 năm, nó đã tăng số lượng khách lên 10 lần, nhưng chỉ tăng thị phần lên 7%. Năm ngoái, giá vé trung bình của hãng là 44 euro, so với 66 euro của EasyJet, 91 euro của Aer Lingus và con số hơn 100 euro của tất cả hãng

hàng không quốc gia. Tuy nhiên, biên độ ròng của Ryanair trong thập kỷ vừa qua vẫn là 20%, so với biên độ chỉ một con số của các đối thủ. Chúng tôi trả mức giá cao hơn 16 lần thu nhập được ước tính hiện tại và cảm thấy có đầy đủ lý do để trả mức giá này, xét từ lợi thế chi phí to lớn và viễn cảnh tăng trưởng của Ryanair. Sau đó giá dầu tăng gấp đôi lần nữa. Cổ phiếu giảm 30% so với khoản đầu tư ban đầu của chúng tôi và viễn cảnh lợi nhuận rất mờ mịt.

Dù vậy, lợi thế kinh doanh vẫn không sút mẻ. Không thứ gì diễn ra khiến chúng tôi tin rằng giá trị dài hạn của khoản đầu tư bị sụt giảm. Thực tế, trong giai đoạn diễn biến xấu này, những hàng hàng không giá rẻ khác có thể ngừng hoạt động. Các đơn vị cho vay nhiều khả năng cẩn trọng khi trao tiền cho những công ty mới vào thị trường, người tiêu dùng có thể sẽ lựa chọn lợi thế giá thấp của Ryanair. Qua thời gian, một công ty với lợi thế chi phí như vậy phải giành được thị phần và có được lợi nhuận hấp dẫn.

Quá trình vừa mô tả là nỗ lực của chúng tôi trong việc bao quát các cơ sở được vạch ra bởi các tác giả cuốn *Phân tích chứng khoán*. Với Graham và Dodd, bước một là phân tích định lượng cẩn thận, chú ý nhận diện những thu nhập thực chứ không phải thu nhập trên sổ sách kế toán. Kế toán luôn mang đến cho ban quản trị những cơ hội diễn dịch sai kết quả. Năm 1934, các doanh nghiệp thu được những khoản lợi nhuận bất thường từ báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và dàn trải thời gian khấu hao dài hơn, khiến lợi nhuận trông hấp dẫn hơn thực tế. Các quản lý sẽ trừ thẳng khoản lỗ nhất định vào vốn cổ phần của cổ đông, bỏ qua (và thổi phồng) thu nhập ròng trong quá trình này. Giống với cách Graham và Dodd đã đặt hai góc nhìn của doanh nhân tư nhân và nhà đầu tư doanh nghiệp cổ phần cạnh nhau, các cộng sự và tôi thường tự hỏi: Nếu đây là công ty tư nhân, chúng tôi sẽ đo lường giá trị của nó thế nào?

## CÁC THÁCH THỨC KẾ TOÁN

Ngày nay, các thách thức kế toán với nhà đầu tư trở nên khó khăn hơn rất nhiều. Hội đồng Chuẩn mực Kế toán Tài chính (The Financial Accounting Standards Board – FASB) đã phát hành nhiều huấn thị kế toán khiến tình hình trở nên rối mù hơn. Ví dụ, trong khi tôi phản đối việc trao quá nhiều quyền chọn cổ phiếu cho ban quản trị và nhân viên, có

nhiều khó khăn kế toán để ghi nhận chúng thành chi phí hiện tại như quy định 123R của FASB. Đầu tiên, quyền chọn cổ phiếu là những nghĩa vụ phi tiền mặt và có thể không khiến cổ đông phải tốn một xu, nhưng theo hướng dẫn 123R, thậm chí một quyền chọn hoàn toàn miễn phí vẫn phải ghi nhận thành chi phí nhiều năm sau khi được thưởng cho nhân viên. Thứ hai, quyền chọn đã phản ánh trong cơ sở cổ phiếu bị pha loãng được sử dụng để tính toán các con số thu nhập trên cổ phiếu (EPS) mà hầu hết nhà đầu tư tập trung vào; bằng cách khiến doanh thu ròng chịu gánh nặng bằng chi phí quyền chọn. EPS pha loãng theo hệ thống kế toán ngày này rõ ràng là phép tính toán kép. Cuối cùng, định giá các quyền chọn đòi hỏi nhiều giả định và do đó tạo ra nguy cơ bị thao túng. Nhân tiện, cách tiếp cận kế toán trước đây đến quyền chọn cổ phiếu thậm chí còn kỳ lạ hơn: các quyền chọn có mức giá ngang với thị giá không bị ghi nhận vào chi phí, nhưng những quyền chọn có giá thấp hơn thị giá, trong vài trường hợp được ghi nhận vào chi phí của năm khi cổ phiếu cơ sở tăng giá. Cách tiếp cận của FASB cũng rối rắm tương tự khi hạch toán các chứng khoán phái sinh, phòng hộ, quỹ lương hưu, hợp đồng thuê và ghi nhận lợi nhuận cho lãi suất kép. Giờ đây các doanh nghiệp thậm chí có thể ghi nhận thu nhập nếu nợ hạ điểm. Đôi khi, các nguyên tắc kế toán dường như được thiết kế để mang chúng ta đi rất xa so với thực tế kinh doanh, vài quản lý khá săn sàng mang nhà đầu tư đi trên chuyến du lịch như vậy.

Sau khi phân tích số liệu lịch sử, thử thách thứ hai và to lớn hơn nhiều là xác định “tính khả dụng của số liệu quá khứ như chỉ báo cho các thu nhập tương lai”. Graham và Dodd gọi đây là “khảo sát định tính doanh nghiệp”. Liệu tương lai của doanh nghiệp có đủ khả đoán để cho phép đầu tư dài hạn hay không? Liệu doanh nghiệp có tăng trưởng nhanh hơn nhiều đối thủ hay không? Liệu doanh nghiệp có đứng trước rủi ro bị ảnh hưởng xấu bởi công nghệ mới hay thay đổi thị hiếu người tiêu dùng không? Liệu doanh nghiệp có bị nghiền nát bởi hàng nhập khẩu, Wal-Mart hay mô hình kinh doanh từ Internet nào không? Nói cách khác, dòng tiền tương lai khả đoán đến mức độ nào? Chúng ta cảm nhận gì về văn hóa doanh nghiệp và khả năng lãnh đạo của ban quản trị? Liệu họ có thể được xem là khôn ngoan, lý trí và có động lực tối ưu hóa giá trị khoản đầu tư của chúng ta không? Hay họ có kế hoạch khác? Liệu bản thân ban quản trị có tuân theo những nguyên tắc của Graham và Dodd trong đầu tư tiền của cổ đông không?

## CÔNG TY CỦA AI?

Điểm cuối cùng đặc biệt quan trọng. Nhà quản lý thường bị nhầm lẫn và tin rằng đây là công ty của họ, họ có thể vận hành để thỏa mãn những nhu cầu cá nhân. Chỉ vài quản lý sẽ công nhận thực tế này. Chúng tôi đã tốn nhiều thời gian để tìm hiểu các nhà quản lý doanh nghiệp mình đầu tư để biết chính xác mối ưu tiên của họ. Những quan sát nhỏ đôi khi mang đến manh mối lớn. Nếu CEO không thể trả lời trực tiếp những câu hỏi khó, đó là dấu hiệu cảnh báo. Một CEO có làn da rám nắng đeo trên mình rất nhiều trang sức bằng vàng, cũng khó có thể tin tưởng.

Tệ hơn nữa là vị CEO tự làm giảm giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp, bằng cách đổi nó lấy cổ phiếu của một công ty có viễn cảnh kinh doanh kém hấp dẫn hơn. Trường hợp này xảy ra năm 2004, khi CEO của Comcast là Brian Roberts bất ngờ đề nghị mua Disney, thương vụ bằng cổ phiếu sẽ pha loãng dòng tiền nghiêm trọng và thay đổi mạnh mẽ bản chất của doanh nghiệp. Rõ ràng động lực của ban quản trị là xây dựng một đế chế hùng mạnh làm biểu tượng cho Hoa Kỳ, hơn là xây dựng giá trị doanh nghiệp trên cơ sở từng cổ phiếu cho nhà đầu tư. Chúng tôi bán phần lớn cổ phần của Comcast sau khi nghe tin về đề nghị này. Lo lắng về việc giá trị doanh nghiệp bị pha loãng, những người khác cũng làm vậy, khiến giá cổ phiếu rớt 20%. Sau đó, Roberts rút lại đề nghị mua Disney, vì ông không còn đủ cổ phiếu có giá nữa để thực hiện thương vụ này.

Tương tự, cũng rất chán khi phải thảo luận khái niệm mua lại cổ phần với vài quản lý. Nếu chúng tôi hỏi, liệu lợi nhuận tiền mặt từ một dự án vốn có tốt bằng lợi nhuận từ việc mua lại cổ phiếu hay không, họ thường nhìn như thể chúng tôi đang nói tiếng nước ngoài.

Đánh giá định tính này cho phép nhà đầu tư có thể sáng suốt tìm ra những doanh nghiệp thực sự tốt. Chỉ vài nhà đầu tư tích cực ngày nay từng trải qua giai đoạn thị trường bò năm 1973 đến 1974 và vụ sụp đổ năm 1987 như tôi, thời điểm đó thị trường mất 30% giá trị chỉ trong vài ngày. Khi tôi quan sát các vụ khủng hoảng xung quanh mình, tôi đã tự hứa với bản thân sẽ tránh bất kỳ cổ phiếu nào cảm thấy không an toàn để nắm giữ như trong vụ sụp đổ năm 1987. Lý do rất đơn giản: sau vụ sụp đổ, hầu hết của cải đều bốc hơi và niềm tin của thị trường rơi xuống mức cực thấp. Những tin đồn điên cuồng bay đi khắp nơi và nhiều tin đồn có thể

đúng. Nếu không tự tin vào khả năng tồn tại của doanh nghiệp, xu hướng sẽ là chạy theo đám đông và bán. Rất nhiều người đã bán và sốc đến nỗi không dám mua lại cho đến khi thị trường hồi phục được một khoảng thời gian. Mua bán dựa trên cảm xúc hầu như luôn là hành động sai, đặc biệt với những nhà đầu tư đã nghiên cứu cẩn thận. Chắc chắn doanh nghiệp tốt có thể sẽ gặp phải những khó khăn, song thông thường, những doanh nghiệp như vậy sẽ hồi phục. Đôi khi, cổ phiếu mất giá nghiêm trọng mà không có lý do rõ ràng nào.

Tôi nhớ lại quãng thời gian không lâu sau khi đầu tư vào LabCorp tháng 8 năm 2002, doanh nghiệp báo cáo thu nhập theo quý thấp hơn 6% so với ước tính của Phố Wall. Cổ phiếu mà tôi đã trả là 34 đô-la, gấp 12 lần dòng tiền tự do của năm sau, giảm chỉ còn 18 đô-la vào tháng 10 năm 2002. Tất nhiên, chúng tôi hoảng sợ trước con số thua lỗ bất ngờ, nhưng sau khi kiểm tra lại nghiên cứu và các đặc điểm thuận lợi của doanh nghiệp này, chúng tôi nâng mức đầu tư lên 3 lần, vì đây rõ ràng là mức giá hời. Ở giá 18 đô-la, cổ phiếu được giao dịch thấp hơn 7 lần dòng tiền tự do kỳ vọng.

LabCorp đáp ứng tất cả định nghĩa của chúng tôi về một doanh nghiệp xuất sắc. Nó sinh lợi cao và đòi hỏi ít vốn. Ngành kinh doanh đã thay đổi từ 7 đối thủ ở tầm quốc gia xuống chỉ còn 2 đối thủ có địa bàn cạnh tranh chồng lấp lên nhau, và LabCorp là một trong hai công ty đó. Quan trọng hơn, rất khó để tham gia vào ngành này, vì rào cản của hệ thống chi trả y tế bên thứ ba ở Hoa Kỳ. Đối thủ mới gia nhập thị trường sẽ gặp khó khăn khi nhận hoàn trả tiền từ các công ty bảo hiểm sức khỏe, những doanh nghiệp chỉ muốn làm việc với các phòng thí nghiệm có chi phí thấp nhất. LabCorp đã tiếp tục tăng trưởng vì dân số ngày càng già và hưởng lợi tột đỉnh từ các dịch vụ kiểm tra nhanh phát hiện sớm ung thư, ví dụ ung thư buồng trứng. Tất cả thực tế này dẫn đến câu hỏi, tại sao nó lại rớt giá vào mùa thu năm 2002. Không ai biết được, nhưng chỉ qua nghiên cứu cẩn thận thì chúng ta mới có đủ tự tin chớp cơ hội mua món hời này.

Sau khi hoàn tất cả phân tích định lượng và định tính, Graham và Dodd nhắc đến vấn đề định giá. Họ nhấn mạnh tầm quan trọng của việc nhìn vào các thu nhập trung bình, để không bị dẫn dụ bởi kết quả bất thường trong năm gần nhất, đồng thời áp dụng hệ số định giá cẩn trọng cho những

thu nhập này. Các tác giả thừa nhận rằng, có thể kiếm tiền từ việc mua một cổ phiếu có hệ số giá trên thu nhập (P/E) cao, song khoản đầu tư như vậy đường như mang tính “đầu cơ” – canh bạc đặt cược vào giá hàng hóa tương lai hay trò tung xúc xác. Một thương vụ đầu cơ thành công đơn thuần là may mắn và chỉ vài nhà đầu tư may mắn trong dài hạn. Nguyên tắc quan trọng nhất trong cuốn sách này nói, đầu tư cổ phiếu là loại hình kinh doanh đầy rủi ro. Tương lai không ai biết. Ngoài thu nhập không chắc chắn, hệ số P/E cũng có thể thay đổi lớn trên cơ sở không thể kiểm soát các yếu tố lãi suất, cảm xúc của nhà đầu tư, hành động của chính phủ. Đầu tư nước ngoài đặc biệt mang tính đầu cơ. Trong khi tăng trưởng ở các nước đang phát triển nhanh như Hoa Kỳ, có rất nhiều yếu tố không thể lường trước được, ví dụ như: Liệu quy định có thay đổi theo cách gây khó khăn cho nhà đầu tư nước ngoài hay không? Có bao nhiêu khả năng doanh nghiệp sẽ bị quốc hữu hóa? Liệu những giao kèo với chính phủ nước ngoài có được tôn trọng hay không? Rủi ro dao động tỷ giá, chính sách tài chính địa phương, tham nhũng của ban quản trị... nhiều đến cỡ nào.

## THỦ THÁCH THOÁI CHÍ

Nếu sách của Graham và Dodd được đọc rộng rãi, tại sao có quá ít những người thực hành những lời khuyên của họ? Tôi tin rằng, đáp án nằm ở 3 đặc điểm của con người: chán ghét sự nhảm chán, cho phép cảm xúc lấn át lý trí và lòng tham. Nghiên cứu cẩn thận sẽ mất thời gian và hiếm khi cho ra kết quả rõ ràng để mua được số lượng lớn chứng khoán. Sẽ chán ngắt nếu cứ đánh giá hết công ty này đến công ty khác, chỉ để thấy rằng hầu hết chúng không thực sự đặc biệt hoặc không bị định giá rất thấp. Cũng sẽ chán ngắt nếu giữ cổ phiếu của doanh nghiệp tốt trong khoảng thời gian dài. Thậm chí nếu món đầu tư cho ra kết quả tốt, hầu hết thời gian đều có cảm giác như cổ phiếu đang ngụp lặn và thậm chí đi xuống. Một phần vấn đề là giá bán doanh nghiệp được định giá 6,5 tiếng mỗi ngày, 5 ngày mỗi tuần, 52 tuần mỗi năm và thanh khoản thị trường lôi kéo chúng ta muốn giao dịch từ cổ phiếu này sang cổ phiếu khác.

Thủ thách thứ hai với nhà đầu tư lý trí là giữ vững các kết luận logic trong trường hợp thị trường cực kỳ xấu hay khi thị trường đang đi lên. Tôi không nghĩ rằng, nhiều chủ doanh nghiệp tư nhân sẽ bận tâm với giá trị

doanh nghiệp của họ trong ngắn hạn. Điều này rất khác biệt với thị trường đại chúng, nơi mà giá cổ phiếu tăng trưởng thì chúng ta cảm thấy thông minh, còn khi cổ phiếu sụt giá thì chúng ta cảm thấy ngu ngốc. Ở văn phòng tôi làm, khi một trong những doanh nghiệp của chúng tôi loạng choạng và cổ phiếu bắt đầu mất giá, đối tác và tôi sẽ bắt đầu nghi ngờ các cơ sở lý luận của khoản đầu tư. Nỗi nghi ngờ tự thân và nỗi sợ thất bại khiến chúng tôi nhìn khoản đầu tư đó như thảm họa, mặc dù nó đã từng được vẽ ra như một cơ hội. Hoặc có thể diễn đạt theo cách nói cô đọng của Graham và Dodd: “Tất nhiên, nó đòi hỏi bạn cứng rắn để suy nghĩ và hành động ngược lại với đám đông, kiên nhẫn chờ đợi các cơ hội có thể nhiều năm nữa mới đến.”

Yếu tố thứ ba – lòng tham, luôn làm méo mó hành vi của nhà đầu tư, nhưng nó vẫn tồn tại ở thị trường ngày nay, trong bối cảnh các quỹ phòng hộ ngày càng sinh sôi nảy nở. Nhà đầu tư nhảy từ quỹ này sang quỹ kia, cố gắng ký hợp đồng với các giám đốc quỹ đình đám nhất. Mức phí cao khuyến khích các nhà quản lý quỹ theo đuổi chiến lược giao dịch “làm giàu nhanh”. Càng kiếm nhiều tiền, họ càng thu hút được nhiều tiền, còn nhà đầu tư được bán cho lời hứa về các khoản lợi nhuận cao không bền vững. Vòng luẩn quẩn này theo sau hành động chuyển tiền từ quỹ này sang quỹ khác của các nhà đầu tư quỹ phòng hộ, họ cố gắng bắt trúng cổ phiếu càng nhiều càng tốt mỗi tháng. Tôi từng tham dự giải Mỹ mở rộng và ngồi cạnh hai quản lý quỹ phòng hộ không quen biết. Họ nói về việc mua bán trong thời gian diễn ra trận đấu, và thật bất ngờ, thảo luận của họ chỉ tập trung vào những tài sản đang được quản lý cùng các mức phí. Tôi tiếp tục chờ đợi họ nhắc đến một ý tưởng đầu tư, nhưng chuyện đó đã không xảy ra.

Ngày nay, đám đông tập trung vào những kho dữ liệu độc lập, những biến chuyển mới nhất trong viễn cảnh kinh doanh của doanh nghiệp, hay những ý kiến được trình bày trong báo cáo nghiên cứu gần đây. Với quá nhiều thông tin sẵn có như vậy, họ có xu hướng hành động nhanh chóng để mua và bán trong tâm thế vội vã, sử dụng ý kiến của những người khác thay vì chăm chỉ nghiên cứu để tự đưa ra kết luận. Có lẽ đây là lý do tại sao rất nhiều người tham gia thị trường chỉ được mô tả như “người giao dịch” và “nhà đầu cơ”, không e ngại sử dụng nợ để đẩy lợi nhuận lên cao.

Phương pháp của họ đòi hỏi các giao dịch sinh lợi thường xuyên sau khi trừ chi phí giao dịch và phát sinh nhiều thuế hơn so với đầu tư dài hạn. Họ cũng trả cái giá đắt cho sự mệt mỏi và thất vọng. Rất dễ để đi nghỉ mát hay tận hưởng thú vui cùng gia đình nếu sở hữu các chứng khoán thành công, nhưng sẽ bất khả thi nếu đang theo dõi nhóm cổ phiếu giao dịch mà chẳng có nhiều kết luận về chúng. Quan trọng nhất, cách tiếp cận nhanh, sử dụng đòn bẩy, nhiều khả năng dẫn đến những thất bại lớn ở thời điểm nào đó trong đời, rủi ro không thể chấp nhận được với chúng tôi, những người đầu tư tiền của chính bản thân và của khách hàng.

Chỉ vài nhà đầu tư ngày nay dành thời gian để tìm hiểu năng lực và động lực của ban quản trị cấp cao. Cuốn sách này rõ ràng nhấn mạnh tầm quan trọng của trí tuệ điêm nhiên khi nhà đầu tư chuẩn bị phân tích, giống như phẩm chất chính trực của ban quản trị doanh nghiệp mà nhà đầu tư đặt tiền vào. Những nhà quản lý khéo nói dối, người luôn có kế hoạch kinh doanh không chút tì vết và gạt bỏ tất cả những sai lầm trong quá khứ khi xem chúng là những ngoại lệ không thể lặp lại, sẽ làm mọi thứ có thể để ngăn bạn nhìn vào bên trong xứ Oz để thấy được viễn cảnh thực sự của doanh nghiệp.

Một chủ đề xuyên suốt của *Phân tích chứng khoán* là tầm quan trọng của việc thu thập càng nhiều thông tin càng tốt, sau đó đưa ra các đánh giá đi xa hơn thông tin hiện có. Mọi người sẽ không thấy bất kỳ tuyên bố nào về cách thức chọn được cổ phiếu “chắc chắn thành công” trong cuốn sách. Thậm chí, phân tích thấu đáo nhất cũng có thể không dẫn đến thành công trong đầu tư. Graham và Dodd không khiến người đọc hiểu lầm rằng, phân tích chứng khoán đơn giản hay bảo đảm lợi nhuận. Lần đầu tiên đọc cuốn sách này, tôi ước gì mình đã đọc kỹ phần lời tựa của phiên bản đầu tiên: “Chúng tôi quan tâm chính đến khái niệm, phương pháp, tiêu chuẩn, nguyên tắc, và trên hết là lý luận logic.” Các tác giả không cố gắng viết cuốn sách “Đầu tư cho người mới vào nghề” hay tác phẩm ghi chép các mẹo đầu tư cổ phiếu. Họ cố gắng giúp những nhà đầu tư thận trọng tiến gần đến mục tiêu giàu có trong dài hạn, để “đứng vững trước bài thuốc thử luôn đầy bí ẩn của tương lai”. Tôi tin rằng, độc giả cần có kinh nghiệm để có thể hiểu đầy đủ sức mạnh của cuốn sách này một cách xác đáng. Có lẽ trí thông thái này giống như tuổi trẻ, sẽ bị lãng phí bởi những người non dạ.

Yếu tố hấp dẫn khác của Phần V là những thảo luận về cấu trúc vốn tối ưu, đề cập đến tâm lý truyền thông điên cuồng bao trùm các nhà đầu tư vốn tư nhân. Các nhóm đầu tư đã sử dụng đòn bẩy để gia tăng lợi nhuận vốn cổ phần trong các thương vụ mua lại doanh nghiệp tư nhân, bắt đầu từ thập kỷ 1980 và đến nay càng mạnh mẽ hơn. Cuốn sách nhắc đến những người nắm giữ cổ phần có quyền chọn sẽ chắc chắn nắm phần thắng. Điều này đặc biệt đúng với những cổ đông chung của các doanh nghiệp vốn tư nhân ngày nay. Thực tế, đòn bẩy cao có thể dẫn đến lợi nhuận quá khổ, nhưng đó là một hình thái đầu cơ khác, rất giống với mua cổ phiếu ở hệ số P/E cao.

Tôi sẽ giả định một chút để hình dung ra cách Graham và Dodd phân tích những kết quả đầu tư cho số ít những người giữ vốn, mà giờ đây họ phân bổ khoản tiền lớn cho các “quỹ khổng lồ” nắm giữ các khoản đầu tư tư nhân. Những nhà đầu tư tổ chức tiên phong trong các quỹ vốn tư nhân đã đưa ra ý tưởng về khoản đầu tư thay thế 20 năm trước. Giờ đây cách tiếp cận đầu tư và thành công của Yale được ca tụng rộng rãi, các nhà quản lý quỹ đóng góp và quỹ hưu trí bang muốn tham gia bữa tiệc đang sắp đến ngày kết thúc. Giá mua lại toàn bộ doanh nghiệp chưa bao giờ cao đến thế, những nhà đầu tư chiến lược thường không thể đặt giá cao bằng những nhà đầu tư tài chính tham lam, khiến các cơ hội để cải thiện hoạt động còn lại rất ít. Nói ngắn gọn, lợi nhuận kỳ vọng hầu như đạt được chỉ bằng cách tối đa hóa đòn bẩy. Với nhiều nhu cầu mua toàn bộ doanh nghiệp, giá và đòn bẩy chỉ thành công trong những ngày trời xanh biển đẹp, tỷ lệ lãi suất tăng hay chu kỳ kinh doanh giảm có thể trở thành thảm họa. Vốn trong những thương vụ này đến từ số ít những người hùn vốn, có thể dễ dàng biến mất. Chúng tôi tự hỏi, liệu những người đổ tiền vào các doanh nghiệp tư nhân ngày nay có bất kỳ khái niệm nào về rủi ro mà họ đang phải hứng chịu trong vai trò người ủy thác hay không. Thú vị thay, các công ty vốn tư nhân niêm yết ra công chúng với giá ban đầu rất cao, dù chúng có rất ít vốn dài hạn, số vốn được xem là dòng máu của doanh nghiệp. Chuyện gì xảy ra nếu những cổ đông hữu hạn không hài lòng với kết quả kinh doanh và không tiếp tục bỏ tiền vào? Hệ số P/E đúng cho mô hình kinh doanh đối mặt với rủi ro bị phá hủy đó là bao nhiêu? Đầu tư vào những công ty này dường như chính là hiện thân của “đầu cơ”.

Tương tự, Graham và Dodd nghĩ gì về những nghĩa vụ nợ thế chấp được mua không phải dựa trên nghiên cứu, mà trên con tem AAA từ một tổ chức đánh giá tín dụng? Hay những chủ nợ duyệt những khoản vay “giao kèo hời hợt”, “trả lãi bằng hiện vật” được sử dụng trong cấu trúc vốn 90% đòn bẩy? Khẩu vị của quỹ phòng hộ và mức phí “2 và 20”? Những khoản đầu tư được xây dựng trên cơ sở giá tăng mãi và “tính thanh khoản toàn cầu” luôn tiếp diễn? Chẳng cần phải nghĩ nhiều, chính ngay lúc này *Phân tích chứng khoán* đã trả lời nhiều điều về hành vi đầu cơ quá trớn này.

Đúng là chúng ta đã từng nghe bài thuyết trình này: Thị trường cổ phiếu là cỗ máy bỏ phiếu chứ không phải chiếc cân máy. Các mức giá tương lai không thể dự đoán được. Thậm chí những công ty tốt nhất cũng có thể là khoản đầu cơ ở mức giá sai. Phải hiểu bản chất của doanh nghiệp để đánh giá sức mạnh thu nhập dài hạn tự tại. Nói rất dễ, song để “mua thấp bán cao” thực sự rất khó, vì bản chất con người lập trình theo hướng khiến chúng ta cảm thấy thoải mái khi hành động giống những người khác. Có sự khác biệt giữa đầu tư và đầu cơ. Không bao giờ đầu tư vào những ban quản trị vô lương tâm. Phải nhìn thu nhập sau khi trừ đi các khoản thu nhập bất thường. Nợ trong cấu trúc vốn sẽ gia tăng lợi nhuận, nhưng cũng tồn tại những giới hạn. Thị trường sẽ hành động trước, nghĩ lý do sau.

Tất cả đều quá hiển nhiên giống như bài nói chuyện của Plonius, đó là bởi sự thông thái này đã được thử nghiệm qua thời gian và trở thành một phần trong kho từ vựng của các nhà đầu tư. Tuy nhiên, chỉ vài người cố gắng đi trên con đường này bằng cách nghiên cứu các doanh nghiệp để tìm ra những công ty xứng đáng với đồng tiền đầu tư của mình. Chỉ vài người sẵn sàng tập trung tiền đầu tư của mình vào số ít những doanh nghiệp mà họ biết đầy đủ, tin tưởng rằng chúng sẽ tăng trưởng tài sản ròng ở tỷ lệ hấp dẫn qua thời gian. Công việc này rất nhảm chán trong khoảng thời gian dài. Nhiều ngày sau, thậm chí cả tháng sau, thị trường hoàn toàn phớt lờ những cổ phiếu quý báu của bạn. Danh mục các doanh nghiệp khả đoán, đáng tin cậy không biến bạn trở thành người thú vị nhất trong bữa tiệc cocktail, nó cũng không trao cho bạn những tài liệu bán hàng hào nhoáng. Tôi tin rằng hành trình đến đầu tư lý trí chỉ hấp dẫn vài người trong số chúng ta. Nhưng ít nhất, chúng tôi ngủ ngon vào buổi tối, sống vui vẻ vào ban ngày và khách hàng của chúng tôi cũng vậy.

## *Chương 24*

### **PHÂN TÍCH TÀI KHOẢN THU NHẬP**

---

---

Trong phần thảo luận lịch sử về lý thuyết đầu tư cổ phiếu phổ thông, chúng tôi đã theo dấu quá trình dịch chuyển trọng tâm từ giá trị tài sản ròng của doanh nghiệp sang sức mạnh thu nhập được vốn hóa. Dù rằng tồn tại những lý do hợp lý và thuyết phục đằng sau diễn biến này, song nó đã phá bỏ nhiều nền tảng vững chắc từng làm cơ sở trước đó cho phân tích đầu tư, đặt việc phân tích đầu tư dưới rất nhiều rủi ro phụ trội. Khi nhà đầu tư đánh giá cổ phiếu cẩn trọng giống như hoạt động kinh doanh riêng của mình, người này sẽ giải quyết nhiều vấn đề quen thuộc dựa trên kinh nghiệm chín chắn của bản thân. Với đầy đủ thông tin, người này khó có thể lạc đường, ngoại trừ việc có thể ước tính sức mạnh thu nhập tương lai. Quan hệ qua lại giữa bảng cân đối kế toán và báo cáo kinh doanh giúp người này kiểm tra chéo các giá trị nội tại, tương tự công thức đánh giá từ cách tín dụng doanh nghiệp của ngân hàng hay các tổ chức tín dụng.

**Những bất lợi của việc chỉ nhấn mạnh vào sức mạnh thu nhập.** Nay giờ, giá trị cổ phiếu phổ thông chỉ phụ thuộc vào các con số thu nhập, khoảng cách giữa các khái niệm doanh nghiệp tư nhân và những nguyên tắc định hướng đầu tư bắt đầu xuất hiện. Khi doanh nhân đặt báo cáo tài chính của doanh nghiệp mình xuống và cầm báo cáo của tập đoàn lớn lên, người này đang bước vào thế giới với những giá trị mới và hoàn toàn khác. Chắc chắn, người này đánh giá doanh nghiệp của mình không chỉ dựa trên

cơ sở kết quả hoạt động kinh doanh gần đây, mà còn tham khảo thêm các dữ liệu tài chính. Ở vai trò nhà đầu tư hay nhà đầu cơ, nếu vị doanh nhân không chú ý đến bảng cân đối kế toán, người này đang đặt bản thân mình vào thế bất lợi nghiêm trọng từ 4 góc nhìn khác nhau. Đầu tiên, dùng bộ khái niệm mới xa lạ với kinh nghiệm kinh doanh thường ngày của anh ta. Thứ hai, thay vì sử dụng bài kiểm tra kép cả thu nhập lẫn tài sản, người này lại chỉ dựa vào một tiêu chuẩn và theo đó không đáng tin cậy. Thứ ba, những báo cáo thu nhập mà người này dựa vào đang chịu các biến đổi nhanh và mạnh mẽ hơn những gì xảy ra trong bảng cân đối kế toán. Do đó, khái niệm giá trị cổ phiếu phải chịu đựng những bất ổn bị thổi phồng. Thứ tư, các báo cáo thu nhập bị diễn dịch sai lệch và suy diễn nhiều hơn so với bảng cân đối kế toán điển hình khi được nghiên cứu bởi nhà đầu tư kinh nghiệm.

**Cảnh báo về việc chỉ dựa vào con số thu nhập.** Trong cách tiếp cận phân tích báo cáo thu nhập, chúng tôi phải cảnh báo mạnh mẽ việc chỉ quan tâm đến yếu tố thu nhập khi xử lý các giá trị đầu tư. Dù nhận ra bức tranh tài sản bị giới hạn, chúng tôi vẫn phải khẳng định rằng, các nguồn lực của doanh nghiệp quan trọng và đòi hỏi phải được chú ý. Điều này đặc biệt đúng, vì không thể hiểu chính xác báo cáo thu nhập nếu không tham khảo bảng cân đối kế toán đầu kỳ và cuối kỳ.

**Báo cáo đơn giản hóa của phương pháp Phố Wall trong đánh giá cổ phiếu phổ thông.** Nhìn chủ đề từ góc khác, chúng tôi có thể nói rằng phương pháp đánh giá cổ phiếu phổ thông của Phố Wall đã bị đơn giản hóa theo công thức tiêu chuẩn dưới đây:

1. Tìm ra thu nhập của cổ phiếu. (Điều này thường có nghĩa là thu nhập trên cổ phiếu được trình bày trong báo cáo gần nhất.)
2. Nhân thu nhập theo cổ phiếu với một “hệ số chất lượng” phù hợp để phản ánh:
  - a. Tỷ lệ và lịch sử trả cổ tức.
  - b. Vị thế của công ty – quy mô, danh tiếng, vị thế tài chính và viễn cảnh.

- c. Loại kinh doanh (ví dụ, công ty sản xuất thuốc lá sẽ bán ở hệ số nhân thu nhập cao hơn công ty sản xuất xì gà).
- d. Tâm trạng của thị trường chung. (Các hệ số nhân của thị trường bò lớn hơn hệ số được sử dụng trong thị trường gấu.)

Nội dung trên có thể được tóm tắt trong công thức dưới đây:

**Giá = Thu nhập trên cổ phiếu x Hệ số chất lượng.<sup>1</sup>**

Kết quả của quá trình này là trong hầu hết trường hợp xác định giá trị, “thu nhập trên cổ phiếu” có vị trí quan trọng bằng tất cả giá trị của những yếu tố khác cộng lại. Sự thật này hiển nhiên nếu hiểu rằng “hệ số chất lượng” được xác định bởi xu hướng thu nhập, được lấy ra từ thu nhập theo báo cáo thời đoạn.

**Thu nhập không chỉ dao động mà còn bị quyết định tùy tiện.** Các thu nhập trên mỗi cổ phiếu không chỉ dao động mạnh, mà còn phụ thuộc vào mức độ bất thường của những quyết định tùy tiện và thao túng. Mọi chuyện sẽ trở nên sáng tỏ ở thời điểm này, nếu chúng tôi tóm tắt các sáng kiến khác nhau, hợp lý và không hợp lý, theo đó thu nhập trên mỗi cổ phiếu tùy theo ý của những người có khả năng kiểm soát có vai vế lớn hoặc nhỏ hơn.

1. Bằng cách phân bổ các mục vào tài khoản thặng dư thay vì thu nhập, hay *ngược lại*.
2. Bằng cách báo cáo hao mòn và những chi phí dự phòng khác cao hay thấp hơn.
3. Bằng cách thay đổi cấu trúc vốn, giữa chứng khoán ưu tiên cao và cổ phiếu phổ thông. (Hành động này được quyết định bởi ban quản trị và tất nhiên được phê chuẩn bởi các cổ đông.)
4. Bằng cách sử dụng các quỹ vốn lớn không được dùng trong hoạt động kinh doanh.

1. Khi không có thu nhập hoặc khi con số thu nhập được nhìn nhận thấp hơn con số “bình thường” rất nhiều, Phố Wall bắt buộc miễn cưỡng phải áp dụng một phương pháp định giá lý trí hơn, đó là, phương pháp đặt trọng tâm nhiều hơn vào sức mạnh thu nhập trung bình, vốn lưu động... Song, đây là cách làm bất thường.

**Tầm quan trọng của thảo luận trên với nhà phân tích.** Những phức tạp trong chính sách kế toán và tài chính doanh nghiệp mở ra khoảng trời rộng mở cho các hoạt động phân tích chứng khoán. Có vô số cơ hội để khám phá, so sánh phản biện, phát hiện và chỉ ra thực tế rất khác biệt so với thông tin “thu nhập trên cổ phiếu” được công bố.

Không thể phủ nhận giá trị to lớn của công việc này. Trong nhiều trường hợp, nó dẫn đến kết luận đây thuyết phục rằng, thị giá đã đi quá xa so với giá trị nội tại hay giá trị tương đối, do đó có cơ hội hành động kiểm lời dựa trên cơ sở hợp lý này. Tuy nhiên, cần phải cảnh báo nhà phân tích đừng quá tự tin vào tính hữu dụng thực tế của các kết quả nghiên cứu. Thật tốt để biết sự thật, nhưng không phải lúc nào cũng đủ thông minh để hành động theo sự thật đó, đặc biệt là ở Phố Wall. Và phải luôn nhớ rằng, sự thật mà nhà đầu tư khám phá ra không phải là toàn bộ sự thật, và không phải bất di bất dịch. Kết quả nghiên cứu này chỉ là phiên bản gần đúng hơn của quá khứ. Thông tin của người này có thể mất đi yếu tố xác đáng vào thời điểm anh ta thu thập được, hoặc trong bất kỳ thời điểm nào thị giá săn sàng phản bác lại thông tin này.

Sau khi nhận thức đầy đủ những cạm bẫy này, phân tích chứng khoán phải tập trung nghiên cứu kỹ lưỡng về tài khoản thu nhập của doanh nghiệp. Chúng tôi có thể làm sáng tỏ hơn nếu chia nghiên cứu này thành 3 phần:

1. Khía cạnh kế toán. Câu hỏi chính được đặt ra là: Thu nhập thực của giai đoạn nghiên cứu là bao nhiêu?
2. Khía cạnh kinh doanh. Câu hỏi chính được đặt ra là: Con số thu nhập quá khứ mang theo những chỉ dẫn nào cho sức mạnh thu nhập tương lai của doanh nghiệp?
3. Khía cạnh tài chính đầu tư. Câu hỏi chính được đặt ra là: Yếu tố nào trong con số thu nhập phải được cân nhắc, các tiêu chuẩn nào phải được tuân theo để định giá đúng cổ phiếu?

## PHÊ BÌNH VÀ BÁO CÁO LẠI TÀI KHOẢN THU NHẬP

Nếu báo cáo thu nhập giàu thông tin, nó ít nhất phải phản ánh công bằng và không méo mó về kết quả hoạt động trong năm. Hiếm gặp trường hợp doanh nghiệp đại chúng công bố sai những con số này. Vụ gian lận Ivar Kreuger khui ra vào năm 1932 dính vết nhơ này, nhưng vụ việc này gần là như độc nhất vô nhị về mức độ lừa dối lẩn liêu lịnh. Các báo cáo của những doanh nghiệp lớn nhất được kiểm tra bởi những công ty kiểm toán công độc lập, các báo cáo của họ đáng tin cậy trong lĩnh vực kế toán còn tương đối hạn chế.<sup>1</sup> Từ góc độ phân tích cổ phiếu, các báo cáo được kiểm toán có thể cần diễn giải và điều chỉnh rất nhiều, đặc biệt 3 yếu tố quan trọng sau:

1. Lợi nhuận và thua lỗ bất thường.
2. Hoạt động của công ty con hay các công ty thành viên.
3. Các khoản dự phòng.

**Các quan sát chung về tài khoản thu nhập.** Quy trình kế toán cho phép ban quản trị lựa chọn nhiều cách xử lý các khoản doanh thu bất thường. Quy tắc tiêu chuẩn và đúng đắn là các giao dịch trong những năm trước phải được trừ ra khỏi thu nhập hiện tại, hạch toán như chi phí hoặc trừ thẳng vào tài khoản thặng dư. Nhưng có rất nhiều khoản mục có thể nhìn từ góc độ kỹ thuật là một phần kết quả của ảm hiện tại, chúng ít nhiều mang bản chất đặc biệt và bất thường. Các nguyên tắc kế toán cho phép ban quản trị quyết định liệu sẽ trình bày những hoạt động này như một phần của thu nhập, hay báo cáo chúng như các khoản điều chỉnh thặng dư. Dưới đây là các ví dụ về loại bút toán này:

1. Trong những năm gần đây, các ví dụ về báo cáo quá cao thu nhập ròng và tài sản ngắn hạn trong các báo cáo được kiểm toán đã được đưa ra ánh sáng, điển hình là trường hợp của McKesson và Robbins Company năm 1938. (Interstate Hosiery Mills và Illinois Zinc Corporation là những ví dụ khác được phát hiện năm 1938.) Bất chấp những ấn tượng mãnh mẽ từ vụ tai tiếng của McKesson và Robbins, phải nhìn nhận rằng trong một khoảng thời gian dài, chỉ có một tỷ lệ vô cùng nhỏ các doanh nghiệp sở hữu đại chúng liên quan đến những vụ lừa đảo kiểu này.

1. Lợi nhuận hay thua lỗ từ bán tài sản cố định.
2. Lợi nhuận hay thua lỗ từ bán chứng khoán khả bán.
3. Chiết khấu hay lợi nhuận từ các nghĩa vụ nợ vốn.
4. Lợi nhuận từ bảo hiểm nhân thọ.
5. Các khoản hoàn trả thuế và lãi suất.
6. Lãi hay lỗ từ kiện tụng.
7. Bút toán giảm hàng tồn kho bất thường.
8. Bút toán giảm khoản phải thu bất thường.
9. Chi phí duy trì các tài sản không vận hành.

Các biến thể rộng hơn cũng được tìm thấy trong thực tế doanh nghiệp, liên quan đến những hạng mục được thảo luận ở trên. Trong mỗi đề mục, các ví dụ có thể cộng thêm hoặc trừ bớt ra khỏi tài khoản thu nhập. Quy trình kế toán nào tốt hơn trong những trường hợp này là câu hỏi mang tính tranh cãi, nhưng, trong phạm vi quan tâm của nhà phân tích, người này phải đòi hỏi tách biệt tất cả từ kết quả hoạt động kinh doanh thông thường của năm. Nhà đầu tư phân tích báo cáo thường niên vì muốn biết được sức mạnh thu nhập dự báo dưới các điều kiện nhất định, ví dụ như, công ty có thể kiểm được bao nhiêu thu nhập thường niên nếu điều kiện kinh doanh trong thời kỳ này vẫn tiếp tục duy trì như trước. (Chúng tôi sẽ chỉ ra ở phần sau, tất cả những hạng mục đặc biệt này đều được tham gia vào phép tính sức mạnh thu nhập thực tế trong nhiều năm qua khứ.)

Nhà phân tích cũng phải nỗ lực điều chỉnh thu nhập theo báo cáo để phản ánh chính xác nhất lợi ích doanh nghiệp từ các công ty thành viên, công ty con. Trong hầu hết trường hợp, sẽ có các báo cáo hợp nhất, do đó điều chỉnh này là không cần thiết. Song vẫn có trường hợp những báo cáo này không đầy đủ hay sai lệch, vì: (1) chúng không phản ánh một phần lợi nhuận hay thua lỗ của những công ty con quan trọng, hoặc (2) chúng ghi nhận mức thu nhập cổ tức từ các công ty con, nhưng con số này lại ít hoặc cao hơn rất nhiều so với thu nhập hiện tại của các công ty con.

Khía cạnh thứ ba của tài khoản thu nhập mà nhà phân tích phải đặc biệt chú ý, là vấn đề dự phòng khấu hao hay hao mòn tài sản khác, dự phòng thua lỗ tương lai hay các quỹ dự phòng khác. Những khoản dự phòng này phần nhiều được xác định theo ý ban quản trị. Do đó, chúng có thể bị khai báo quá cao hay quá thấp. Trong trường hợp này, con số thu nhập báo cáo cuối cùng sẽ bị bóp méo theo. Với các khoản chi phí hao mòn, khoản giảm trừ thu nhập này được tính toán bởi ban quản trị dựa trên chi phí sổ sách của tài sản, có thể không phản ánh đúng hao mòn mà nhà đầu tư cá nhân sẽ ghi nhận ở doanh nghiệp tư nhân của mình.

**Các hạng mục bất thường: Lợi nhuận hay thua lỗ từ bán tài sản cố định.** Chúng ta sẽ đi tiếp đến bài thảo luận chi tiết hơn về 3 loại hình điều chỉnh tài khoản thu nhập theo báo cáo, bắt đầu với chủ đề các hạng mục bất thường.<sup>1</sup> Lợi nhuận hay thua lỗ từ việc bán tài sản cố định rõ ràng thuộc về nhóm hạng mục bất thường, chúng nên bị loại ra khỏi kết quả kinh doanh của năm để có được cách nhìn về “sức mạnh thu nhập chỉ báo” dựa trên giả định các điều kiện kinh doanh vẫn tiếp diễn như trước. Thực hành kế toán khuyến cáo rằng, lợi nhuận từ bán tài sản đầu tư chỉ được ghi có vào tài khoản thặng dư. Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp, các lợi nhuận này được doanh nghiệp báo cáo vào thu nhập ròng hiện tại, tạo ra bức tranh méo mó về thu nhập trong giai đoạn đó.

Ví dụ dễ thấy được trình bày trong báo cáo của Manhattan Electrical Supply Company năm 1926. Báo cáo thể hiện thu nhập 882.000 đô-la hay 10,25 đô-la trên mỗi cổ phiếu, một con số rất khả quan. Nhưng trong quá trình nộp đơn để niêm yết cổ phiếu bổ sung trên Sàn Giao dịch Chứng khoán New York, người ta khám phá ra rằng trong con số 882.000 đô-la báo cáo thu nhập, có ít nhất 586.700 đô-la đến từ việc bán bộ phận kinh

1. Đạo luật Chứng khoán năm 1933 và Đạo luật Giao dịch Chứng khoán năm 1934 đã trao cho Hội đồng phuơng pháp phân biệt các hạng mục thông thường và bất thường trong báo cáo của những công ty đăng ký, để trình lên SEC và các sàn giao dịch [Phần 19 (a) đạo luật năm 1933 và Phần 13 (b) đạo luật năm 1934]. Mẫu đăng ký ban đầu (A-1, A-2 và 10) và mẫu báo cáo thường niên (10-K) yêu cầu phân tách những hạng mục lãi lỗ bất thường trong báo cáo thu nhập.

doanh sản xuất pin. Do đó, thu nhập từ hoạt động kinh doanh thông thường chỉ đạt 295.300 đô-la, hay khoảng 3,4 đô-la/cổ phiếu. Việc gộp chung lợi nhuận bất thường này đáng phản đối, vì trong cùng năm đó, doanh nghiệp đã trừ đi một khoản thặng dư bất thường trị giá 544.000 đô-la. Hiển nhiên, những thua lỗ đặc biệt nằm cùng nhóm với các lợi nhuận đặc biệt, hai hạng mục này nên được gộp chung lại. Hệ quả của việc thêm một khoản lợi nhuận đặc biệt vào tài khoản thu nhập và ghi nhận khoản thua lỗ đặc biệt vào tài khoản thặng dư là hành động mang tính sai lệch ở mức độ cao nhất. Tai tiếng hơn nữa là việc không chú giải rõ ràng về khoản lợi nhuận từ bán hoạt động kinh doanh pin trong tài khoản thu nhập hay trong các ghi chú mở rộng khác trong báo cáo thường niên.<sup>1</sup>

Trong năm 1931, United States Steel Corporation báo cáo khoản “thu nhập đặc biệt” khoảng chừng 19.300.000 đô-la, phần lớn đến từ “lợi nhuận bán tài sản cố định” của một công ty tiện ích công cộng được góp vốn nào đó ở Gary, Indiana. Hạng mục này được thêm vào thu nhập năm và dẫn đến “thu nhập ròng” cuối cùng đạt 13.000.000 đô-la. Nhưng vì khoản ghi này có bản chất hoàn toàn bất thường, nhà phân tích buộc phải loại nó ra khỏi tính toán kết quả hoạt động kinh doanh năm 1931, dẫn đến khoản lỗ hạch toán 6.300.000 đô-la trước khi trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi. Phương pháp kế toán của United States Steel năm 1931 khác với chính sách trước đó của nó, doanh nghiệp này xử lý các khoản tiền lớn nhận được dưới hình thức hoàn trả thuế thu nhập trong 3 năm trước đó. Những khoản tiền này không được báo cáo vào doanh thu hiện tại nhưng được ghi có thẳng vào tài khoản thặng dư.

**Lợi nhuận từ bán chứng khoán khả bán.** Lợi nhuận đến từ bán các chứng khoán khả bán cũng có đặc tính đặc biệt và phải được tách biệt ra khỏi kết quả hoạt động kinh doanh thông thường.

1. Giải thích của chủ tịch doanh nghiệp về giao dịch chỉ vòn vẹn: “Sau nhiều năm kinh doanh pin khôn sinh lãi, ban giám đốc đã bán hoạt động kinh doanh này với những điều kiện thỏa đáng”. Năm 1930, vị chủ tịch tiếp tục tái tiếng do thao túng cổ phiếu của công ty trên NYSE.

*Ví dụ:* Báo cáo năm 1928 của National Transit Company, công ty con trước kia của Standard Oil, đã ghi nhận lợi nhuận từ bán chứng khoán vào tài khoản doanh thu. Cách doanh nghiệp giải thích thông tin với các cổ đông cũng chịu nhiều chỉ trích. Tài khoản doanh thu hợp nhất năm 1927 và 1928 được báo cáo đại khái như sau:

Hạng mục	1927	1928
Doanh thu từ hoạt động kinh doanh	3.432.000	3.419.000
Cổ tức, lãi suất và những thu nhập khác	463.000	370.000
Tổng doanh thu	3.895.000	3.789.000
"Chi phí hoạt động, bao gồm khấu hao và lợi nhuận và thua lỗ từ các hạng mục trực tiếp" (trong năm 1928 "bao gồm lợi nhuận từ bán chứng khoán")	3.264.000	2.599.000
Thu nhập ròng	631.000	1.190.000
(Thu nhập trên cổ phiếu)	(1,24)	(2,34)

Mức tăng trong thu nhập trên mỗi cổ phiếu rất ấn tượng. Nhưng khi nghiên cứu chi tiết các con số của công ty mẹ trình lên Hội đồng Thương mại Liên Tiểu bang, sẽ thấy rằng 560.000 đô-la trong doanh thu năm 1928 đến từ lợi nhuận bán chứng khoán. Khoản tiền này đúng bằng khoản giá tăng so với thu nhập ròng hợp nhất của năm trước đó. Một mặt doanh nghiệp giảm các khoản lợi nhuận đặc biệt bằng thuế thu nhập và những khoản giảm trừ khác, nhưng mặt khác lại cho phép ghi nhận các lợi nhuận phụ trội đến từ bán chứng khoán của công ty sản xuất, khiến hầu hết cải thiện thu nhập trong năm 1928 đều đến từ các hạng mục phi hoạt động. Các lợi nhuận này phải được loại bỏ hoàn toàn ra khỏi phép so sánh hay tính toán sức mạnh thu nhập. Loại báo cáo mà National Transit cố gắng thực hiện, trong đó tăng lợi nhuận để giảm chi phí hoạt động, là rất kỳ lạ.

Việc New York, Chicaco và St. Louis Railroad Company thông qua một công ty con, bán cổ phần của nó ở Pere Marquette năm 1929, dẫn đến sự xuất hiện của tình huống còn bất thường hơn khi thao túng sổ sách kế toán. Chúng tôi sẽ mô tả những giao dịch này khi thảo luận về việc xử lý

các khoản lỗ từ công ty con không hợp nhất. Trong năm 1931, F. W. Woolworth tính vào thu nhập khoản lợi nhuận gần 10.000.000 đô-la nhờ bán một phần sở hữu công ty con ở Anh. Hệ quả là thu nhập trên cổ phiếu lớn hơn bất cứ năm nào trước đây, trong khi thực tế doanh nghiệp này đang trải qua giai đoạn suy thoái. Cùng năm đó, doanh nghiệp này đã trừ ra khỏi thặng dư một khoản tích lũy thuế thu nhập phụ trội 2.000.000 đô-la liên quan đến lợi nhuận đặc biệt tính trong thu nhập.

Việc giảm thị giá của chứng khoán phải đưa vào hạng mục bất thường, giống như các khoản lỗ từ việc bán những chứng khoán tương tự. Giảm giá ngoại tệ cũng cần được xử lý như vậy. Trong hầu hết trường hợp, doanh nghiệp ghi nhận những bút toán xóa đó vào thặng dư. Báo cáo của General Motors năm 1931 ghi nhận cả hai điều chỉnh này, tổng cộng 20.575.000 đô-la được giảm trừ khỏi thu nhập, nhưng doanh nghiệp đã rất cẩn thận khi chú thích khoản tiền này là “thua lỗ đặc biệt và bất thường”.

*Phương pháp các quỹ ủy thác đầu tư sử dụng khi báo cáo bán chứng khoán khả bán.* Báo cáo của quỹ ủy thác đầu tư đặt ra nhiều câu hỏi về việc xử lý các khoản lợi nhuận hay thua lỗ đến từ bán chứng khoán và thay đổi trong giá trị chứng khoán. Trước năm 1930, hầu hết các quỹ này báo cáo lợi nhuận từ bán chứng khoán như một khoản thu nhập thông thường và sẽ chú thích mức tăng giá của chứng khoán chưa được bán dưới hình thức trích yếu hoặc ghi chú chân trang trong bảng cân đối kế toán. Nhưng sau đợt thua lỗ lớn trong năm 1930, khoản thua lỗ này không được ghi nhận trong tài khoản doanh thu, mà bị trừ vào vốn cổ phần, thặng dư hay khoản dự phòng. Việc giảm giá các chứng khoán chưa bán ra vẫn được hầu hết quỹ ghi nhận dưới hình thức chú giải trên bảng cân đối kế toán, kết chuyển theo giá mua ban đầu. Một số ít quỹ ủy thác đầu tư giảm giá kết chuyển của danh mục theo giá thị trường, bằng cách trừ vào vốn cổ phần và thặng dư.

Có thể tranh luận rằng, vì giao dịch chứng khoán là phần không thể tách rời của kinh doanh quỹ ủy thác đầu tư, kết quả từ bán và thậm chí thay đổi giá trị danh mục cần được nhìn nhận như các yếu tố thông thường,

thay vì đặc biệt trong báo cáo năm. Sẽ rất có giá trị khi nhà đầu tư nghiên cứu mà chỉ quan tâm đến lợi nhuận và cổ tức nhận được sau khi trừ đi chi phí. Nếu có bất kỳ kết quả hữu ích nào được quỹ ủy thác đầu tư phân tích, chúng phải rõ ràng trên 3 hạng mục: thu nhập từ đầu tư, lợi nhuận hay thua lỗ từ bán chứng khoán, thay đổi giá trị thị trường. Tương tự, các khoản tăng hay giảm được tính toán trong một năm bất kỳ, không mang tính chỉ báo cho sức mạnh thu nhập thông thường. Thu nhập trung bình trong vài năm cũng không quan trọng khi dự báo tương lai, trừ khi các kết quả này được so sánh với tiêu chuẩn đo lường hợp lý nào đó theo diễn biến thị trường chung. Giả sử rằng, một quỹ ủy thác đầu tư làm tốt hơn rất nhiều so với mức “trung bình” chung, điều này hiển nhiên là chỉ báo đầy đủ về năng lực của đội ngũ quản lý quỹ. Nhưng sẽ rất khó để phân biệt năng lực ưu việt của họ với các suy đoán may mắn về thị trường.

Có hai lý do chính để phê bình cách tiếp cận này: (1) thay đổi giá trị tiền gốc là cách duy nhất đo lường hiệu quả của quỹ ủy thác đầu tư, nhưng (2) cách đo lường này không thể xem như chỉ số “sức mạnh thu nhập thông thường” tương đương với thu nhập trong quá khứ của một doanh nghiệp công nghiệp vững mạnh.

*Vấn đề tương tự trong trường hợp ngân hàng và công ty bảo hiểm.* Vấn đề tương tự cũng xuất hiện trong phân tích kết quả kinh doanh của công ty bảo hiểm và ngân hàng. Mỗi quan tâm của công chúng với chứng khoán công ty bảo hiểm, chủ yếu hướng vào nhóm công ty bảo hiểm hỏa hoạn. Các doanh nghiệp này đại diện cho hình thức kết hợp kinh doanh bảo hiểm với kinh doanh quỹ ủy thác đầu tư. Chúng có các quỹ vốn để đầu tư, cộng với khoản tiền lớn nhận được từ phí bảo hiểm trả trước. Nói chung, chỉ một phần nhỏ những quỹ này chịu ràng buộc bởi các quy định pháp luật về đầu tư, các tài khoản sẽ được xử lý giống như cách làm của quỹ ủy thác đầu tư. Kinh doanh bảo hiểm hỏa hoạn khi có lợi nhuận cao. Thường nó sẽ thua lỗ, tuy nhiên khoản lỗ này sẽ được bù đắp bằng lãi suất và thu nhập từ cổ tức. Lợi nhuận và thua lỗ thể hiện trong các hoạt động đầu tư chứng khoán, bao gồm các thay đổi thị giá, gây ảnh hưởng lớn đến

thái độ của công chúng đối với các cổ phiếu doanh nghiệp bảo hiểm hỏa hoạn. Thực tế này cũng đúng nhưng ở mức độ thấp hơn với các cổ phiếu ngân hàng. Việc các chứng khoán bị đầu cơ quá mức vào cuối những năm 1920, phần lớn được kích thích bởi các ngân hàng tham gia trực tiếp hoặc thông qua các công ty thành viên, để tìm kiếm các khoản lợi nhuận béo bở từ thị trường chứng khoán.

Từ năm 1933, ngân hàng bị buộc phải chia tay với các công ty thành viên, các hoạt động liên quan đến chứng khoán, ngoại trừ chứng khoán chính phủ bị giám sát cẩn thận và bị hạn chế. Nhưng khi nhìn vào phần lớn nguồn lực đầu tư trái phiếu, các thay đổi lớn trong giá trái phiếu vẫn nhiều khả năng gây ra hiệu ứng lớn trong thu nhập báo cáo.

Thực tế, hoạt động của các định chế tài chính như quỹ ủy thác đầu tư, ngân hàng và công ty bảo hiểm nhất thiết phải phản ánh đầy đủ thay đổi trong giá trị chứng khoán, bởi họ có thể khiến cổ phiếu của mình trở thành công cụ nguy hiểm cho các giao dịch của công chúng. Trong những doanh nghiệp này, giá trị chứng khoán tăng có thể được ghi nhận vào phần lợi nhuận năm, người mua có xu hướng xem các khoản thu nhập vào những thời điểm thuận lợi như một phần của “sức mạnh thu nhập” và ghi nhận vào giá trị cổ phiếu tương ứng. Cách làm này tất nhiên dẫn đến việc định giá quá cao, theo sau là nguy cơ sụp đổ và giảm giá rất mạnh. Những dao động mạnh này đặc biệt có hại cho các định chế tài chính, bởi chúng có thể ảnh hưởng đến niềm tin của công chúng. Việc đầu cơ tràn lan (được gọi là “đầu tư”) vào cổ phiếu ngân hàng và công ty bảo hiểm kéo theo sự xuất hiện không lành mạnh của những doanh nghiệp mới, sự mở rộng thiếu khôn ngoan của các doanh nghiệp cũ và sự lỏng lẻo chung trong tiêu chuẩn cẩn trọng và trung thực.

Nhà phân tích chứng khoán, nếu không đóng vai trò tư vấn đầu tư, thì nên cố hết sức khuyến cáo các nhà đầu tư thông thường tránh mua cổ phiếu của định chế ngân hàng và bảo hiểm. Trước giai đoạn bùng nổ những năm 1920, các chứng khoán như vậy hầu như chỉ được sở hữu bởi những người giàu kinh nghiệm tài chính và đánh giá kỹ lưỡng.

Những phẩm chất này cần để tránh nguy cơ đánh giá sai giá trị của các chứng khoán này, tránh tin vào thu nhập báo cáo đến từ các dao động giá chứng khoán.

Ngoài ra, cũng phải nhắc tới một nghịch lý liên quan đến hành động của quỹ ủy thác đầu tư. Với kỹ thuật quản lý đúng, những tổ chức này có thể là phương tiện hợp lý để nhà đầu tư nhỏ đặt túi tiền vào. Nhưng nếu xem chúng như một chứng khoán khả bán được giao dịch bởi các nhà đầu tư nhỏ, tự thân cổ phiếu của quỹ ủy thác đầu tư cũng là công cụ biến động đầy nguy hiểm. Hiển nhiên, yếu tố rắc rối này có thể được kiểm chế bằng cách cảnh báo công chúng về cách thức đọc các báo cáo quỹ ủy thác đầu tư. Tuy nhiên, viễn cảnh giáo dục thành công không quá sáng sủa.

**Lợi nhuận thông qua mua lại chứng khoán ưu tiên cao ở giá chiết khấu.** Đôi lúc, doanh nghiệp kiếm được khoản lợi nhuận đáng kể thông qua mua lại chứng khoán ưu tiên cao của chính mình ở mức giá thấp hơn mệnh giá. Việc tính khoản thu này vào thu nhập hiện tại chắc chắn là sai. Đầu tiên, vì các khoản lợi nhuận này rõ ràng mang tính bất thường. Thứ hai, việc kiếm lợi như vậy phải được đặt dấu hỏi, vì khoản lợi nhuận này đánh đổi bằng chi phí mà những người nắm giữ chứng khoán của chính doanh nghiệp phải trả.

Ví dụ lâu đời nhất là trường hợp của Utah Securities Corporation năm 1915, doanh nghiệp nắm giữ vốn cổ phần kiểm soát Utah Power và Light Company. Tài khoản doanh thu sau đây minh họa điểm này:

#### KẾT THÚC NĂM VÀO NGÀY 31 THÁNG 3 NĂM 1915

Thu nhập của Utah Securities Corporation

Bao gồm thặng dư của công ty con tích lũy .....	771.299	đô-la
Chi phí và thuế.....	30.288	
Thu nhập ròng .....	741.011	đô-la
Lợi nhuận từ việc mua lại phiếu khoán 6% .....	1.309.657	
Thu nhập từ tất cả các nguồn tích lũy cho Utah Securities Corporation .....	2.050.668	đô-la
Giảm trừ chi phí lãi vay của phiếu khoán 6% .....	1.063.009	
Thu nhập ròng của năm.....	987.659	đô-la

Tài khoản thu nhập trên cho thấy “thu nhập” chính của Utah Securities đến từ mua lại chính nghĩa vụ nợ của nó ở giá chiết khấu. Nếu không có hạng mục đặc biệt này, doanh nghiệp này sẽ không đủ tiền trả các khoản chi phí lãi vay của mình.

Xu hướng mua lại các chứng khoán ưu tiên ở giá chiết khấu cao đã hình thành một trong những đặc tính độc đáo nhất của giai đoạn khủng hoảng năm 1931-1933. Giao dịch khả thi vì tồn tại mức chênh lệch đáng kể giữa vị thế tiền mặt và thu nhập yếu kém của nhiều doanh nghiệp. Vì thu nhập yếu khiến chứng khoán ưu tiên cao bị bán ở giá thấp, và do sở hữu nhiều tiền mặt, nên doanh nghiệp phát hành có thể mua lại những chứng khoán của chính mình với số lượng lớn. Cách làm này áp dụng rõ nhất ở các quỹ ủy thác đầu tư.

Ví dụ: Tổng công ty Chứng khoán Quốc tế mua lại không dưới 12.684.000 đô-la trái phiếu 5% của chính nó (chiếm phân nửa số chứng khoán) vào cuối năm tài chính, ngày 30 tháng 11 năm 1932. Mức giá trung bình là khoảng 55 và hành động mua này mang lại khoản lợi nhuận khoảng 6.000.000 đô-la, bù đắp cho khoản sụt giảm giá trị trong danh mục đầu tư của doanh nghiệp.

Trong lĩnh vực công nghiệp, chúng tôi ghi nhận trường hợp của Armour & Company năm 1932. Doanh nghiệp này có thu nhập ròng 1.633.000 đô-la sau khi tính thêm vào khoản lợi nhuận 5.520.000 đô-la từ trái phiếu mua được ở giá chiết khấu cao. Tương tự, tất cả thu nhập ròng của Goodrich Rubber, United Drug, Bush Terminal Building Company đều đến từ những nguồn thu bất thường này. Một trường hợp tương tự cũng được thể hiện trong báo cáo của United Cigar-Whelan Stores nửa đầu năm 1938.<sup>1</sup> (Hãy quan sát vài doanh nghiệp khác như Gulf States Steel Corporation trong năm 1933, doanh nghiệp này đã báo cáo tốt hơn khi ghi có khoản lợi nhuận này thăng vào tài khoản thặng dư.)

---

1. Báo cáo năm 1938 ghi nhận khoản lợi nhuận này vào thặng dư.

Trong trường hợp đối lập, chứng khoán ưu tiên cao được mua lại ở mức giá cao hơn mệnh giá hay giá quy định, nó luôn được trừ ra khỏi thặng dư, chứ không trừ từ thu nhập hiện tại.

Chúng tôi lấy ví dụ khoản giảm trừ thặng dư 40.600.000 đô-la của United States Steel Corporation năm 1929, khi mua lại các trái phiếu của chính nó và những doanh nghiệp con ở giá 110 với tổng giá trị 307.000.000 đô-la. Ngoài ra, chúng tôi còn có ví dụ về khoản giảm trừ thặng dư 9.600.000 đô-la năm 1927 của Goodyear Tire & Rubber Company, đến từ việc thu mua lại nhiều trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi ở giá cao, sau đó thay chúng bằng những chứng khoán mới có tỷ lệ trả lãi suất và cổ tức thấp hơn. Từ góc nhìn của nhà phân tích, lợi nhuận hay chi phí trong những giao dịch đặc biệt liên quan đến chứng khoán của các doanh nghiệp này nên được xem là bất thường và loại trừ ra khỏi kết quả hoạt động kinh doanh, khi nghiên cứu kết quả hoạt động trong từng năm riêng biệt.

Một ví dụ toàn diện: American Machine & Metals, Inc. (công ty thừa kế Manhattan Electrical Supply Company đã nêu ở phần trước chương này) ghi nhận vào thu nhập hiện tại của năm 1932 khoản lợi nhuận từ mua lại chính trái phiếu của nó ở giá chiết khấu. Vì các báo cáo năm 1931 và 1932 minh họa mức độ bất thường khi thực hành kế toán doanh nghiệp, nên ở đây chúng tôi sẽ trình bày lại đầy đủ tài khoản thu nhập và các phụ lục điều chỉnh vốn và thặng dư.

**BÁO CÁO CỦA AMERICAN MACHINE & METALS, INC.,  
NĂM 1931 VÀ 1932**

Hạng mục	1932	1931
Tài khoản thu nhập ròng trước khấu hao và lãi suất (đô-la)	Lỗ 136.885	Lãi 101.534
Cộng lợi nhuận từ trái phiếu mua lại	174.278	270.701
Lợi nhuận, bao gồm từ trái phiếu mua lại	37.393	372.236

Khấu hao	87.918	184.562
Lãi suất trái phiếu	119.273	140.658
Lợi nhuận hay thua lỗ ròng cuối cùng	Lỗ 169.798	Lãi 47.015
Giảm trừ vốn, thặng dư vốn và thặng dư từ thu nhập	111.014	
Chi phí di chuyển và phát triển mỏ mới hoãn lại	600.000	
Dự phòng thua lỗ:		
Phiếu khoán đáng, lãi suất và trái quyền theo đó	385.000	
Hàng tồn kho	54.999	
Khoản đầu tư	39.298	
Thanh lý công ty con	28.406	32.515
Cạn kiệt dự phòng quặng	557.578	
Giảm trừ tài sản cố định (ròng)		
Giảm trừ dự phòng quặng và quyền khoáng sản	681.742	
Hoàn thuế liên bang	7.198	12.269
Tổng giảm trừ không thể hiện trong tài khoản thu nhập	2.450.839 đô-la	20.246 đô-la
Kết quả thể hiện trong tài khoản thu nhập	169.798	47.015
Thu nhập nhận được từ bán cổ phiếu bổ sung	44.000	
Tổng thay đổi trong vốn và thặng dư	2.576.637 đô-la	26.769 đô-la

Chúng tôi lại phát hiện những bút toán chướng tai gai mắt trong năm 1932, giống như trong năm 1926, khi tính các lợi nhuận bất thường vào thu nhập và trừ các thua lỗ bất thường ra khỏi thặng dư. Mọi chuyện chẳng khác đi đến cuối năm, lợi nhuận bất thường có được thông qua mua lại trái phiếu ở giá thấp hơn mệnh giá đã được ghi vào báo cáo. Cổ đông cổ phiếu và người mua cổ phiếu hầu như chỉ chú ý đến con số thu nhập trên cổ phiếu cuối cùng do doanh nghiệp báo cáo; họ cũng không kiểm tra cẩn thận cách thức xác định con số này. Tầm quan trọng của một vài khoản giảm trừ vào tài khoản thặng dư trong năm 1932 sẽ được thảo luận ở phần sau, dưới những tiêu đề phù hợp.

**Các hạng mục bất thường khác.** Nhóm các hạng mục bất thường còn lại không quá quan trọng để phải thảo luận chi tiết. Trong hầu hết trường hợp, việc chúng xuất hiện trong thu nhập năm hay có được ghi vào thặng dư hay không đều không quan trọng.

*Ví dụ:* Gimbel Brothers cộng con số 167.660 đô-la có do kiện tụng chính sách bảo hiểm nhân thọ vào thu nhập năm 1938 với cái tên “hạng mục không giao dịch”. Mặt khác, United Merchants & Manufacturers ghi nhận khoản tiền 1.579.000 đô-la vào doanh thu trong năm tài chính 1938, đúng ra sẽ hợp lý hơn khi được ghi có vào tài khoản thặng dư, dù rằng doanh nghiệp trong năm đó bị thua lỗ lớn từ hoạt động chính.

Bendix Aviation Corporation báo cáo thu nhập năm 1929 bao gồm cả con số 901.282 đô-la có được từ vụ kiện bản quyền, một lần nữa trong năm 1931, doanh nghiệp này lại tính vào thu nhập hiện tại con số 242.656 đô-la phí bản quyền thu được từ vụ kiện. Thu nhập năm 1932 của Gulf Oil Corporation bao gồm 5.512.000 đô-la đến từ giá trị của lô dầu cũ đang trong tình trạng kiện tụng. Thông qua việc ghi có hạng mục bất thường này, doanh nghiệp có khả năng chuyển khoản thua lỗ 2.768.000 đô-la thành khoản lợi nhuận 2.743.000 đô-la. Dù rằng các khoản hoàn thuế thường chỉ ghi có vào thặng dư, lãi suất tích lũy nhận được đôi khi xuất hiện trong tài khoản thu nhập, ví dụ 2.000.000 đô-la báo cáo bởi E. I. du Pont de Nemours & Company năm 1926 và khoản tiền không được công bố nhưng chắc chắn lớn hơn nhiều được tính trong thu nhập năm 1930 của United States Steel.

## *Chương 25*

# **THUA LỖ BẤT THƯỜNG VÀ NHỮNG HẠNG MỤC ĐẶC BIỆT KHÁC TRONG TÀI KHOẢN THU NHẬP**

---

Các thua lỗ bất thường có thể gây khó khăn đặc biệt trong phân tích tài khoản doanh thu. Giảm trừ hàng tồn kho và khoản phải thu phải được xem là những giảm trừ bất thường cỡ nào để không được tính vào kết quả hoạt động kinh doanh của năm? Các phương pháp kế toán sử dụng cho thấy những khác biệt lớn, nhưng hầu hết doanh nghiệp tính toán thu nhập cao nhất có thể trừ thua lỗ ra khỏi thặng dư. Giai đoạn suy thoái 1937-1938, các thua lỗ hàng tồn kho hầu hết đều được ghi nhận phổ biến vào báo cáo thu nhập.

Thua lỗ hàng tồn kho liên quan trực tiếp đến hoạt động vận hành doanh nghiệp, do đó, chúng không thể nào là hạng mục mang tính bất thường. Giá trị hàng tồn kho trong giai đoạn 1931-1932 mất giá một cách bất thường, chung cảnh ngộ với toàn bộ các kết quả kinh doanh. Cách lý luận này chỉ ra, nếu kết quả kinh doanh giai đoạn 1931-1932 được tính vào thu nhập trung bình dài hạn, tất cả thua lỗ từ hàng tồn kho và khoản phải thu phải được xem là một phần của thua lỗ hoạt động trong những năm đó, thậm chí dù chúng được trừ ra khỏi thặng dư.

**Thu nhập sản xuất.** Nghiên cứu về các giảm trừ lợi nhuận năm 1932 của American Machine & Metals cho thấy có khả năng doanh nghiệp dự

phòng quá cao các thua lỗ trong năm đó với ý định làm lợi cho tài khoản doanh thu tương lai. Nếu các khoản phải thu và hàng tồn kho được ghi nhận bút toán giảm đến mức quá thấp vào ngày 31 tháng 12 năm 1932, mức “giá chi phí” tùy tiện này sẽ thổi phồng lợi nhuận trong những năm tiếp theo. Điểm này được làm rõ bằng cách sử dụng những con số giả định như sau:

Giả định giá trị đúng của hàng tồn kho và khoản phải thu	
ngày 31 tháng 12 năm 1932 là.....	2.000.000 đô-la
Giả định lợi nhuận cho năm 1933 dựa trên giá trị đúng	
của hàng tồn kho và khoản phải thu là .....	200.000 đô-la
Nếu giả định rằng, giảm trừ quá tay vào tài khoản thặng dư,	
hang tồn kho và khoản phải thu là .....	1.600.000 đô-la
Thì con số bút toán sẽ thể hiện mức lợi nhuận cao hơn	
trong năm 1933, thu nhập <i>trên báo cáo</i> của năm 1933 là .....	600.000 đô-la
Con số này cao hơn 3 lần con số lợi nhuận đúng.	

Ví dụ trên minh họa cho cách thao túng kế toán gian xảo nhất. Nói ngắn gọn, chúng trừ một khoản tiền ra khỏi thặng dư (hay vốn) và sau đó cộng những khoản tiền khác vào thu nhập. Khoản giảm trừ thặng dư chẳng bị phát hiện; khoản ghi có vào thu nhập có thể ảnh hưởng lên quyết định thị giá chứng khoán doanh nghiệp.<sup>1</sup> Ở đoạn sau, chúng tôi sẽ chỉ ra rằng các bút toán giảm “cẩn trọng” trong tài khoản tài sản sẽ dẫn đến kết quả này. Doanh nghiệp đã giảm các chi phí khấu hao và tăng thu nhập trên báo cáo. Rủi ro tự tại trong các phương pháp kế toán này càng nghiêm trọng hơn khi công chúng hiếm khi nhận ra chúng, thậm chí nhiều chuyên gia phân tích cũng khó phát hiện ra và doanh nghiệp lách qua/quá dễ dàng các quy định pháp luật hay sàn giao dịch chứng khoán.

---

1. Báo cáo của United States Industrial Alcohol Company năm 1932 và những năm sau phản ánh tình huống có phần giống với đề xuất này. Công ty hành động bất thường vào năm 1932 khi xây dựng khoản dự phòng 1.500.000 đô-la từ thặng dư, nhằm giảm hàng tồn kho sát xuống mức giá trị thị trường ước tính. (Trước đó, hạng mục này thường được ghi nhận như chi phí.) Các báo cáo về sau công bố rằng thu nhập của năm 1933, 1934 và 1935 đã hưởng lợi từ khoản dự phòng này, tương ứng 772.000, 677.000 và 51.000 đô-la. Quan trọng là, thuế thu nhập năm 1934 dựa trên con số 677.000 thấp hơn so với lợi nhuận báo cáo.

Việc định giá cổ phiếu dựa vào báo cáo thu nhập trên cổ phiếu đã khiến ban quản trị dễ dàng kiểm soát giá cổ phiếu một cách tùy ý và thiếu lành mạnh. Dù đa phần ban quản trị là những người trung thực, song cũng phải nhấn mạnh rằng cách làm kế toán lỏng lẻo hay “có mục đích này” là căn bệnh có tính lây truyền cao.

**Dự phòng thua lỗ hàng tồn kho.** Phương pháp kế toán thua lỗ hàng tồn kho thường bị phức tạp hóa, bởi các quỹ dự phòng được xây dựng trước khi thua lỗ thực sự diễn ra. Quỹ dự phòng này thường trừ vào thặng dư, theo lý thuyết, tài khoản thặng dư có chức năng như một quỹ dự phòng rủi ro dùng để bù đắp các thua lỗ bất thường trong tương lai. Nếu giá trị hàng tồn kho sụt giảm, khoản sụt giảm này thường được tính vào tài khoản dự phòng. Kết quả là, không có năm nào tài khoản thu nhập phản ánh thua lỗ hàng tồn kho, dù thua lỗ hàng tồn kho cũng là loại rủi ro hoạt động tương tự như sụt giá hàng bán. Khi doanh nghiệp trừ thua lỗ hàng tồn kho ra khỏi thặng dư, dù trực tiếp hay thông qua quỹ dự phòng trung gian, nhà đầu tư phải phân tích hành động này cẩn thận, đặc biệt là khi so sánh kết quả công bố với những doanh nghiệp khác. Một ví dụ minh họa cho nguyên tắc này là báo cáo của United States Rubber Company so sánh với Goodyear Tire & Rubber Company trong giai đoạn 1925-1927, giai đoạn mà giá cao su dao động rất mạnh.

Trong 3 năm này, Goodyear trừ ra khỏi thu nhập tổng cộng 11.500.000 đô-la như khoản dự phòng cho giảm giá nguyên liệu thô. 50% con số này được sử dụng để bù đắp những khoản thua lỗ thực sự, phần còn lại được kết chuyển sang năm 1928 (đến năm 1930 thì được sử dụng hết).

United States Rubber trong giai đoạn này xây dựng 20.446.000 đô-la để dự phòng hàng tồn kho và các bút toán giảm, tất cả đều bù đắp cho các thua lỗ thực tế. Nhưng trong báo cáo thường niên gửi đến cổ đông, những khoản giảm trừ này không được tính vào thu nhập, thay vào đó, chúng có vẻ giống các khoản điều chỉnh thặng dư bất thường. (Thêm vào đó, năm

1927, thua lỗ hàng tồn kho 8.910.000 đô-la rõ ràng được bù trừ 8.000.000 đô-la đến từ kết chuyển thu nhập trong quá khứ của một công ty con sản xuất cao su thô.)

Kết quả đây khác biệt trong báo cáo thu nhập thường niên cho ra những con số thống kê thu nhập trên cổ phiếu hoàn toàn sai lệch của hai doanh nghiệp. Thu nhập trên cổ phiếu dưới đây được lấy ra từ cuốn *Poor's Manual* (tạm dịch: Cẩm nang của Poor) năm 1928:

Năm	US Rubber	Goodyear
1925	14,92 đô-la	9,45 đô-la
1926	10,54	3,79
1927	1,26	9,02
Trung bình 3 năm	8,91 đô-la	7,42 đô-la

Để so sánh chính xác, các báo cáo phải được cân nhắc rõ ràng trên cơ sở giống nhau, hoặc tương tự nhau nhất có thể. So sánh như vậy có thể thực hiện theo 3 phương pháp:

1. Theo báo cáo của United States Rubber, bỏ qua dự phòng và thua lỗ từ tài khoản doanh thu hiện tại.
2. Theo báo cáo của Goodyear, giảm thu nhập trong kỳ đến từ giá cao su thô cao bằng khoản dự phòng thua lỗ tương lai và sử dụng khoản dự phòng này để bù đắp giá sụt giảm sau đó.
3. Loại bỏ các khoản dự phòng như vậy là nỗ lực gia tăng thu nhập của ban quản trị. Trên cơ sở này, thua lỗ hàng tồn kho sẽ được giảm trừ khỏi kết quả của năm. (Phân tích Số liệu Thống kê Tiêu chuẩn của Goodyear điều chỉnh thu nhập báo cáo theo cách tiếp cận này).

Để so sánh, chúng tôi có 3 báo cáo thu nhập trên cổ phiếu trong giai đoạn này:

	1. Bỏ các điều chỉnh hàng tồn kho		2. Cho phép doanh nghiệp điều chỉnh hàng tồn kho		3. Không sử dụng khoản dự phòng và trừ các thua lỗ vào năm xảy ra	
	US Rubber	Goodyear	US Rubber	Goodyear	US Rubber	Goodyear
1925	14,92	18,48	11,21	9,45	14,92	18,48
1926	10,54	3,79	0,00	3,79	14,71(d)	2,53(d)
1927	1,26*	13,24	9,73(d)*	9,02	1,26*	13,24
Trung bình 3 năm	8,91	12,17	0,49	7,42	0,49	9,73

\* Không tính đến khoản ghi có cho lợi nhuận trước năm 1926 của United States Rubber Plantations, Inc.

Phạm vi giá thị trường của hai cổ phiếu trong giai đoạn này cho thấy rằng, các phương pháp kế toán mà United States Rubber sử dụng phục vụ khá hiệu quả cho mục đích che giấu bản chất không thỏa đáng của kết quả kinh doanh trong những năm này.

Năm	US Rubber		Goodyear	
1925	97	33	50	25
1926	88	50	40	27
1927	67	37	69	29
Trung bình cho các giai đoạn cao và thấp	62		40	

Gần đây nhất, United States Rubber đã bắt chước Goodyear dành một phần thu nhập trong những năm thịnh vượng để làm dự phòng giảm giá hàng tồn kho trong tương lai. Kết quả là doanh nghiệp công bố thu nhập của mình năm 1935 và 1936 có phần thấp, nhưng lại công bố thu nhập năm 1937 cao.

*Trường hợp đối lập gần đây hơn.* Ngành công nghiệp bao bì có những khác biệt thậm chí oái ăm hơn khi xử lý thua lỗ hàng tồn kho khả dĩ trong tương lai.

Wilson & Company xây dựng khoản dự phòng 750.000 đô-la cho các “Dao động Định giá Hàng tồn kho” trước khi bắt đầu năm tài chính 1934. Khoản dự phòng này được trích ra một phần từ thặng dư và một phần từ thu nhập. Trong năm 1934, doanh nghiệp giảm hàng tồn kho đầu kỳ theo đúng số tiền đã dự phòng, theo đó tăng lợi nhuận báo cáo của năm lên 750.000 đô-la. Tuy nhiên, SEC yêu cầu doanh nghiệp phải điều chỉnh báo cáo đăng ký để ghi nhận khoản tiền này vào thặng dư chứ không phải thu nhập.

Ví dụ khác, Swift & Company giảm thu nhập tổng 16.767.000 đô-la theo báo cáo các năm tài chính từ 1933 đến 1935, khoản tiền này được thiết kế để dự phòng giảm giá hàng tồn kho tương lai. Năm 1938, giảm giá xảy ra; nhưng thay vì rút khoản dự phòng này ra bù vào thu nhập, doanh nghiệp trừ toàn bộ khoản lỗ vào kết quả hoạt động của năm, sau đó chuyển 11.000.000 đô-la dự phòng thẳng vào thặng dư. Trong trường hợp đặc biệt này, thu nhập ròng trong giai đoạn 6 năm 1933-1938 bị báo cáo thấp hơn thực tế, vì các khoản tiền này được lấy ra khỏi thu nhập và chuyển vào thặng dư.<sup>1</sup>

**Các yếu tố khác trong kế toán hàng tồn kho.** Sinh viên nghiên cứu các báo cáo doanh nghiệp phải làm quen với 2 biến thể được chấp nhận trong xử lý hàng tồn kho. Như đã biết, quy trình tiêu chuẩn tính toán hàng tồn kho cuối năm ở giá thấp hơn giá vốn, hay giá trị thị trường. “Giá vốn hàng bán” được tính toán bằng cách: cộng hàng mua trong kỳ vào hàng tồn kho đầu kỳ và trừ hàng tồn kho cuối kỳ.

*Phương pháp LIFO (nhập sau, xuất trước).* Biến thể đầu tiên của phương pháp này là, giá vốn hàng bán được nhìn nhận như khoản thực trả cho hầu hết hàng hóa mua gần đây. Lý thuyết theo sau phương pháp này là, giá bán có quan hệ chính yếu đến giá thay thế hiện tại, hoặc chi phí mua

---

1. Số liệu Thống kê Tiêu chuẩn công bố lại báo cáo thường niên của Swift, bằng cách liệt kê các khoản giảm trừ do mất giá hàng tồn kho như các khoản trừ vào thặng dư trong giai đoạn 1933-1935.

hàng gần đây. Điểm này chỉ quan trọng khi giá trị hàng hóa thay đổi lớn từ năm này sang năm khác. Giá trị hàng hóa không ảnh hưởng đến lợi nhuận tổng theo báo cáo trong giai đoạn dài, mà chỉ làm thay đổi lợi nhuận phân chia của từng năm. Giá có thể hữu ích để giảm thuế thu nhập, bằng cách tránh các thua lỗ hay lợi nhuận đến từ biến động hàng tồn kho.<sup>1</sup>

*Phương pháp kiểm kê hàng trữ bình thường hay hàng trữ cơ bản.* Phương pháp này cấp tiến hơn khi giảm thiểu dao động giá trị hàng tồn kho, nên được khá nhiều công ty sử dụng trong vài năm trước đây. Phương pháp này dựa trên lý thuyết rằng, doanh nghiệp phải thường xuyên trữ lượng nguyên liệu nhất định và không có lý do gì để thay đổi giá trị “hàng trữ bình thường” này từ năm này sang năm khác, vì thay đổi thị trường mạnh hơn thay đổi giá trị hàng hóa trong nhà máy sản xuất, dù chỉ số giá tăng hay giảm. Để hàng tồn kho cơ bản được tiếp tục kết chuyển sang năm sau mà vẫn giữ nguyên giá trị, bút toán sẽ ghi nhận giá hàng hóa ở mức rất thấp – thấp đến nỗi không cần thiết phải giảm xuống bằng thị giá hiện tại.

National Lead Company đã áp dụng phương pháp này từ rất lâu, năm 1913, vào 3 nhóm hàng tồn kho chính là chì, thiếc và antimon. Phương pháp này sau đó được American Smelting & Refining Company, American Metals Company áp dụng. Vài nhà máy vải cotton của New England cũng sử dụng phương pháp tương tự, trước khi thị trường cotton sụp đổ vào năm 1930, bằng cách kết chuyển giá trị cotton thô và bán thành phẩm (sản phẩm đang sản xuất đang dở) ở các mức giá rất thấp. Năm 1936, Plymouth Cordage Company áp dụng phương pháp hàng trữ bình thường, công ty cũng đã kế toán hàng tồn kho theo cách tương tự trong giai đoạn 1933-1935.

**Chi phí nhà máy không vận hành.** Chi phí từ các tài sản không vận hành hầu hết luôn trừ vào thu nhập. Rất nhiều báo cáo năm 1932 thực hiện nhiều khoản giảm trừ lớn dưới tiêu đề này.

1. Các doanh nghiệp cổ phần đầu tiên được phép sử dụng phương pháp LIFO theo điều khoản trong Đạo luật Doanh thu năm 1938 và 1939, áp dụng từ năm 1939 và những năm sau đó.

*Ví dụ:* Youngstown Sheet & Tube Company báo cáo khoản giảm trừ 2.750.000 đô-la cho “chi phí bảo trì, bảo hiểm và thuế cho nhà máy, mỏ và những tài sản khác không vận hành”. Stewart Warner Corporation áp dụng chính sách đặc biệt trong năm 1932, trừ khoản tiền 309.000 đô-la cho “Khấu hao nhà máy không vận hành sản xuất trong năm hiện tại” ra khỏi thặng dư, thay vì doanh thu. Báo cáo năm 1938 của Botany Worsted Mills giảm trừ thu nhập 166.732 đô-la mang tên “chi phí không vận hành”.

Nhà phân tích có thể xem chi phí nhà máy không vận hành nằm trong nhóm khác biệt với chi phí thông thường. Theo lý thuyết, những chi phí này mang tính nhất thời, và do đó, thuộc nhóm bất thường. Ban quản trị có thể loại bỏ các thua lỗ này bất kỳ lúc nào bằng cách sử dụng lại hoặc bán tài sản. Nếu hiện tại, doanh nghiệp chọn dùng tiền để duy trì những tài sản này với kỳ vọng giá trị tương lai sẽ bù đắp được khoản tiền bỏ ra, thì sẽ không hợp lý nếu xem chi phí nhà máy không vận hành tương đương với trách nhiệm nợ dài hạn. Gánh nặng nợ dài hạn lên sức mạnh thu nhập của doanh nghiệp sẽ khiến cổ phiếu có giá thấp hơn nhiều so với việc những “tài sản” này không tồn tại.

Trường hợp của New York Transit Company, doanh nghiệp vận hành ống dẫn dầu là một ví dụ minh họa. Năm 1926, môi trường cạnh tranh khiến doanh nghiệp này ngừng kinh doanh qua hệ thống ống dẫn chính, trở thành “nhà máy không vận hành”. Khấu hao, thuế và những chi phí khác của tài sản này trở nên quá nặng nề, đến nỗi chiếm hết thu nhập doanh nghiệp từ những tài sản sinh lợi khác (bao gồm hệ thống ống dẫn nhỏ hơn và các khoản đầu tư trái phiếu xếp hạng cao). Điều này khiến doanh nghiệp lỗ ròng và ngừng chi trả cổ tức. Giá cổ phiếu giảm xuống thấp hơn giá trị tiền mặt nắm giữ và chứng khoán khả bán của doanh nghiệp. Theo cách định giá thiểu chật chẽ của thị trường cổ phiếu, tài sản không vận hành xem như tương đương với khoản nợ phải trả nghiêm trọng và dài hạn.

Đến năm 1928, các giám đốc doanh nghiệp quyết định đặt dấu chấm hết cho những chi phí đeo bám nặng nề này, bán tuyến đường ống không sử dụng để thu về khoản tiền lớn. Theo đó, cổ đông cổ phiếu nhận những

khoản tiền mặt bất thường có tổng trị giá 72 đô-la trên mỗi cổ phiếu (gần gấp đôi thị giá trung bình giai đoạn 1926 và 1927), họ vẫn giữ được quyền sở hữu cổ phiếu đang sinh lãi và sẽ trả cổ tức như thông thường. Ngay cả khi không thu được chút tiền mặt nào từ tài sản không vận hành, việc loại bỏ nó cũng sẽ khiến giá trị cổ phiếu tăng trưởng đáng kể.

Đây là một ví dụ ấn tượng dù có phần hơi quá về tính hữu dụng thực tế của phân tích chứng khoán, trong việc phát hiện ra sai biệt giữa giá trị nội tại và thị giá. Sai biệt này thông thường được nhắc đến như “lời kết tội không đổ máu của thị trường”, nó đại diện cho những tư duy định giá khôn ngoan, đầy đủ thông tin và tính toán kỹ lưỡng. Tuy nhiên, không ít định giá vẫn dựa trên tâm lý bầy đàn, lý luận sai và các nghiên cứu nông cạn, thiếu thông tin. Về phân minh, nhà phân tích thường không thể áp dụng các kỹ thuật này một cách hiệu quả để điều chỉnh hay lợi dụng những sai biệt phổ biến, bởi điều kiện xung quanh thay đổi quá nhanh, khiến các kết luận của anh ta không còn đúng trước khi được hưởng lợi từ chúng. Nhưng trong trường hợp đặc biệt, như ví dụ vừa rồi, các dữ kiện và tính logic của tình huống có thể được xác định, đủ sắc sảo để tự tin vào kết quả phân tích.

**Chi phí hoãn trả.** Doanh nghiệp đôi khi phát sinh các chi phí cần được phân bổ trong nhiều năm, thay vì 12 tháng. Chúng có thể bao gồm những khoản chi phí sau đây:

- Chi phí tổ chức (phí pháp lý...)
- Chi phí di chuyển
- Chi phí phát triển (sản phẩm hay quy trình mới, chi phí khai phá mỏ mới...)
- Chiết khấu trên nghĩa vụ nợ đã bán

Theo các phương pháp kế toán được chấp thuận, những chi phí như vậy được phân bổ trong một giai đoạn thích hợp. Số tiền nhập vào bảng cân đối kế toán dưới tiêu đề Chi phí Hoãn trả, trừ ra khỏi thu nhập thường niên. Trong trường hợp chiết khấu trái phiếu, giai đoạn này cố định theo dòng đời của chứng khoán. Các chi phí phát triển mỏ được phân bổ theo số

tấn mỏ được khai thác. Còn với hầu hết các hạng mục khác, số năm phân bổ được chọn lựa chủ quan, thông thường là 5 năm.

Để loại bỏ các khoản giảm trừ thường niên ra khỏi thu nhập báo cáo, doanh nghiệp thường trừ khoản chi phí này một lần duy nhất khỏi tài khoản thặng dư, mặc dù nó nên được phân bổ cho nhiều năm trong tương lai. Trên lý thuyết, bút toán này không đúng, vì nó dẫn đến việc báo cáo thấp chi phí hoạt động trong những năm sau đó và gia tăng thu nhập ròng. Ví dụ, nếu trừ khoản lương phải trả cho chủ tịch trong 10 năm ngay lập tức ra khỏi thặng dư như “chi phí đặc biệt”, rõ ràng lợi nhuận của kỳ tiếp theo sẽ bị báo cáo cao hơn. Các chi phí lặp lại như chi phí chạy chương trình quảng cáo, chi phí phát triển mô hình xe hơi mới, có thể loại bỏ khỏi tài khoản thu nhập bằng cách gọi chúng là chi phí hoãn trả, sau đó trừ ra khỏi tài khoản thặng dư.<sup>1</sup>

Thông thường, các con số trên không đủ lớn để bắt nhà phân tích phải quan tâm nhiều. Phân tích chứng khoán là hoạt động thực tế, không nên mất thời gian vào các vấn đề ít ảnh hưởng đến đánh giá cuối cùng. Song, đôi khi những hạng mục này có thể rất quan trọng.

*Ví dụ:* Vài năm trước 1927, công ty Kraft Cheese Company kết chuyển phần lớn chi phí quảng cáo như khoản chi phí hoãn trả, nhằm phân bổ vào hoạt động kinh doanh những năm sau đó. Năm 1926, nó tiêu 1.000.000 đô-la cho quảng cáo và chỉ ghi nhận phân nửa số tiền này vào thu nhập hiện tại. Cùng năm đó, số dư vốn được trừ ra khỏi thặng dư. Thêm vào đó, một khoản phụ trội 480.000 đô-la tương ứng cũng được trừ ra khỏi thặng dư để xóa tài khoản kết chuyển từ năm trước. Bằng cách này, doanh nghiệp có thể báo cáo với cổ đông khoản lợi nhuận lên đến 1.071.000 đô-la cho năm 1926. Song, năm tiếp theo nộp đơn niêm yết cổ phiếu bổ sung, doanh nghiệp này thấy rằng cần phải báo cáo thu nhập cho NYSE trên cơ

---

1. Chúng tôi cũng phản đối bút toán trừ những khoản thua lỗ phát sinh từ việc đóng cửa các cửa hàng ra khỏi thặng dư. Ví dụ: Khoản trừ 326.000 đô-la mà F. G. Shattuck Company thực hiện cho mục đích này vào năm 1935. Đây là chi phí thông thường của các doanh nghiệp chuỗi cửa hàng, thường xuyên mở mới và đóng cửa các cửa hàng của họ.

sở ít đáng ngờ hơn, do đó lợi nhuận năm 1926 đã được báo cáo lại thành 461.296 đô-la, thay vì 1.071.000 đô-la.

Báo cáo năm 1932 của International Telephone & Telegraph Company thể hiện nhiều khoản giảm trừ thặng dư có tổng 35.817.000 đô-la, bao gồm những nội dung sau: “Bút toán xóa một số chi phí hoãn trả nay không còn giá trị hữu hình, 4.655.696 đô-la, dù ban đầu được xây dựng để tính tiêu hao cho cả một giai đoạn, theo các nguyên tắc kế toán được chấp nhận”.

Hudson Motor Car Company giảm trừ thặng dư, thay vì trừ vào thu nhập các hạng mục sau (bên cạnh các hạng mục khác) trong giai đoạn 1930-1931.

1930	Điều chỉnh đặc biệt về công cụ và nguyên liệu để phát triển những mô hình mới.....	2.266.000 đô-la
1931	Dự phòng cho những công cụ đặc biệt..... Tái sắp xếp trang thiết bị nhà máy..... Quảng cáo đặc biệt .....	2.000.000 đô-la 633.000 đô-la 1.400.000 đô-la

Năm 1933, Hecker Products (sau này đổi tên là Gold Dust Corporation) trừ ra khỏi thặng dư 2.000.000 đô-la dự phòng cho “chi phí ròng để giới thiệu và khai thác những sản phẩm mới”. Khoảng 3/4 chi phí này được chi tiêu trong giai đoạn 1933-1936, tài khoản này sau đó được kết chuyển thành “Dự phòng tổng quát và rủi ro”.

Cách kế toán này nhằm giải thoát thu nhập báo cáo khỏi những chi phí mà hầu hết doanh nghiệp hiện nay muốn né tránh, trong bất kỳ trường hợp nào cũng được trừ dần ra khỏi thu nhập trong vài năm.

**Tính hao mòn chiết khấu trái phiếu.** Trái phiếu đôi khi được lưu hành ở mức giá thấp hơn mệnh giá trong ngân quỹ doanh nghiệp. Khoản chiết khấu mất đi đó là một phần chi phí tiền vay, nghĩa là một phần gánh nặng lãi suất, nó nên được tính tiêu hao theo dòng đời trái phiếu bằng cách giảm trừ thu nhập thường niên và tính vào báo cáo lãi vay phải trả. Trước kia, mọi người cho rằng phải bút toán “cẩn trọng” bằng cách trừ chiết khấu trái phiếu một lần vào thặng dư, để không thể hiện hạng mục tài sản vô

hình trên bảng cân đối kế toán. Gần đây, bút toán xóa từ tài khoản thặng dư trở nên phổ biến hơn nhưng vì lý do ngược lại, nhằm loại bỏ các khoản khấu trừ thu nhập hằng năm trong tương lai, bằng cách đó khiến cổ phiếu có “giá trị” hơn.

*Ví dụ:* Năm 1932, Associated Gas và Electric Company trừ ra khỏi thặng dư khoản tiền 5.892.000 đô-la như “chi phí và chiết khấu nợ”.

Cách bút toán này vấp phải những chỉ trích mạnh mẽ trong những năm gần đây từ cả NYSE lẫn SEC. Kết quả là, nhiều doanh nghiệp không giảm trừ thặng dư nữa, mà quay trở lại khấu trừ chiết khấu trái phiếu vào thu nhập mỗi năm.<sup>1</sup>

1. Cách kế toán của Northern States Power Company (Minnesota) đã thay đổi sau tranh cãi liên quan đến việc đăng ký trái phiếu vào năm 1984. (Tổng giá trị liên quan ở đây là 8.000.000 đô-la.) Cũng cần lưu ý rằng, thậm chí trong trường hợp trái phiếu được mua lại, các doanh nghiệp cũng buộc phải trừ khoản chiết khấu chưa tính hao mòn ra khỏi thu nhập mỗi năm trong dòng đời trái phiếu hoàn trả. (Hãy xem báo cáo của Columbia Gas & Electric Company năm 1936, trang 17.)

Vài đợt hoàn trả trong những năm gần đây liên quan đến khoản tiết kiệm ròng, lãi suất nhỏ đến bất ngờ khi tính toán khoản tiền cao hơn phải trả để mua lại chứng khoán cũ. Có lẽ, lý giải cho các hoạt động này nằm ở thực tế rằng: (1) doanh nghiệp có khả năng trừ khoản tiền trả cao hơn và khoản tiền chiết khấu ban đầu vào tài khoản thặng dư, do đó giúp giải thoát thu nhập ra khỏi gánh nặng này; (2) cả hai hạng mục này đều có thể được trừ ra khỏi lợi nhuận phải chịu thuế thu nhập, do đó giảm đáng kể thuế và tăng lợi nhuận bên ngoài của năm.

## *Chương 26*

# **CÁC THỦ THUẬT SAI LỆCH TRONG TÀI KHOẢN DOANH THU THU NHẬP CỦA CÔNG TY CON**

---

---

**V**í dụ rõ ràng là về tài khoản thu nhập được độn lên. Trong vài trường hợp hiếm hoi, ban quản trị cổ gắng nâng cao thu nhập bằng cách thêm các hạng mục không thực sự tồn tại. Ví dụ rõ nhất xuất hiện trong các báo cáo năm 1929-1930 của Park & Tilford Inc., doanh nghiệp có cổ phiếu đăng ký trên NYSE. Doanh nghiệp báo cáo thu nhập ròng trong giai đoạn này như sau:

Năm 1929 – 1.001.130 đô-la = 4,72 đô-la/cổ phiếu

Năm 1930 – 124.563 đô-la = 0,57 đô-la/cổ phiếu

Nghiên cứu bảng cân đối kế toán trong hai năm này cho thấy, hạng mục Lợi thế Thương mại và Nhãn hiệu được bút toán tăng lân lượt từ 1.000.000 đô-la lên 1.600.000 đô-la và sau đó lên 2.000.000 đô-la, những mức tăng này được giảm trừ từ chi phí của giai đoạn.

Những con số này cho thấy mức giảm 1.600.000 đô-la trong tài sản hiện tại ròng suốt 15 tháng, hay 1.000.000 đô-la nhiều hơn cổ tức tiền mặt đã trả. Mức giảm này được che giấu bằng khoản tăng 1.000.000 đô-la vào tài khoản Lợi thế Thương mại và Nhãn hiệu. Không báo cáo nào liên quan

đến những bút toán này được minh bạch với cổ đông trong báo cáo thường niên, hay trong hồ sơ niêm yết gửi lên NYSE. Tuy nhiên, khi cổ đông hỏi, doanh nghiệp này trả lời rằng, những khoản tăng Lợi thế Thương mại và Nhãn hiệu này đại diện cho chi phí quảng cáo và những nỗ lực bán hàng khác để phát triển kinh doanh của công ty con Tintex Company, Inc.<sup>1</sup>

#### PARK & TILFORD, INC.

Bảng cân đối kế toán	30/9/1929	31/12/1929	31/12/1930
Tài sản: (đô-la)			
Tài sản cố định	1.250.000	1.250.000	1.250.000
Chi phí hoãn lại	132.000	163.000	32.000
Lợi thế thương mại và nhãn hiệu	1.000.000	1.600.000	2.000.000
Tài sản ngắn hạn ròng	4.797.000	4.080.000	3.154.000
Nợ: (đô-la)			
Trái phiếu và thế chấp	2.195.000	2.195.000	2.095.000
Vốn và thặng dư	4.984.000	4.898.000	4.341.000
Tổng tài sản và nợ	7.179.000	7.093.000	6.436.000

Thu nhập điều chỉnh (đô-la)	9 tháng đầu năm 1929	3 tháng cuối năm 1929	Năm 1929	Năm 1930
<i>Thu nhập cho cổ phiếu theo báo cáo</i>	929.000	72.000	1.001.000	25.000
Cổ tức tiền mặt đã trả	463.000	158.000	621.000	453.000
Khoản trừ thặng dư				229.000
Khoản cộng thêm vốn và thặng dư	466.000	Giảm 86.000	380.000	Giảm 557.000
<i>Thu nhập cho cổ phiếu được điều chỉnh (loại bỏ mức tăng giá vô hình và giảm trừ thặng dư)</i>	929.000	528.000(d)	401.000	504.000 (d)

1. Trong báo cáo năm 1930, thuật ngữ “Lợi thế Thương mại và Nhãn hiệu” trong bảng cân đối kế toán đổi thành “Lợi thế Thương mại và Nhãn hiệu của Tintex”. Năm 1939, hạng mục Lợi thế Thương mại và Nhãn hiệu được bút toán xóa và khoản bút toán tăng 1.000.000 đô-la được trừ ra khỏi thặng dư thu nhập.

Việc trừ chi phí quảng cáo hiện tại vào tài khoản lợi thế thương mại là không thể chấp nhận được, theo bất kỳ góc nhìn kế toán nào. Doanh nghiệp cố tình làm vậy mà không công bố với cổ đông, thì còn mất uy tín hơn. Hơn nữa, rất khó để tin rằng tổng 600.000 đô-la sẽ được Park & Tilford chi tiêu cho mục đích này trong 3 tháng từ 30 tháng 9 đến 31 tháng 12 năm 1929. Do đó, hạch toán này đã ghi có một lần nữa vào chi phí của thu nhập hiện tại thực hiện trong kỳ trước, theo đó kết quả của quý tư năm 1929 rõ ràng là méo mó. Không có tiêu chuẩn kế toán mẫu mực nào sẽ chấp nhận báo cáo thường niên của doanh nghiệp này.

**Bảng cân đối kế toán và kiểm tra thuế thu nhập doanh nghiệp trên báo cáo thu nhập công bố.** Trường hợp của Park & Tilford cho thấy, phân tích tài khoản thu nhập cần gắn kết mật thiết với nghiên cứu bảng cân đối kế toán. Tuy nhiên, điều này không được Phố Wall chú trọng, vì Phố Wall vẫn ngây ngô chấp thuận con số doanh thu và thu nhập trên cổ phiếu trong báo cáo. Chúng tôi đề xuất kiểm tra kỹ lưỡng hơn độ tin cậy của các báo cáo thu nhập được công bố, bằng cách kiểm tra số tiền thuế thu nhập liên bang tích lũy. Lợi nhuận đánh thuế được tính khá dễ dàng từ thuế thu nhập tích lũy, sau đó đem so sánh với thu nhập báo cáo đến cổ đông. Hai con số này không nhất thiết phải giống nhau, vì tính phức tạp của luật thuế có thể dẫn đến nhiều sai biệt về con số. Chúng tôi không yêu cầu các con số phải trùng khớp tuyệt đối, mà chỉ lưu ý rằng, những sai biệt lớn nên được ghi chú lại để nghiên cứu.

Quan hệ gần gũi giữa thuế tích lũy với thu nhập trong báo cáo kỳ trước đó khiến sai biệt bất ngờ hơn. Những con số này làm nảy sinh nghi ngờ lớn về tính trung thực của các báo cáo gửi đến cổ đông giai đoạn 1927-1929, thời điểm mà rất nhiều hành động thao túng đang diễn ra rõ ràng trên thị trường cổ phiếu.

Ví dụ này và những ví dụ khác được thảo luận ở đây cho thấy, phải cấp thiết kiểm toán độc lập báo cáo doanh nghiệp bởi các kế toán viên công chứng. Cũng có thể đề xuất rằng, báo cáo thường niên nên thêm phần cân đối chi tiết thu nhập ròng cho cổ đông, với thu nhập ròng phải trả thuế liên

bang. Theo ý kiến của chúng tôi, có nhiều thông tin không quá quan trọng và không cần xét tới trong báo cáo đăng ký và bản cáo bạch, nhưng thay vào đó, SEC phải yêu cầu cân đối nói trên, giúp đẩy nhanh các phân tích chứng khoán.

Giai đoạn	Thuế thu nhập liên bang tích lũy	Tỷ lệ thuế, theo phần trăm	Thu nhập trước thuế liên bang	
			A. Như được chỉ báo bởi thuế tích lũy	B. Như được báo cáo đến cổ đông
5 tháng tới T12/1925	36.881	13	283.000	297.000
1926	66.624	13½	493.000	533.000
1927	51.319	13½	380.000	792.000
1928	79.852	12	665.000	1.315.000
1929	81.623*	11	744.000	1.076.000

\* Bao gồm khoản 6.623 đô-la được trả trong năm 1931.

**Một trường hợp bất thường khác được thao túng trong kế toán.** Trường hợp United Cigar Stores Company of America trong giai đoạn từ 1924-1927 cũng bất thường như Park & Tilford, dù có ảnh hưởng nhỏ hơn lên thu nhập báo cáo. “Lý thuyết” đằng sau các bút toán này được giải thích bởi doanh nghiệp lần đầu vào tháng 5 năm 1927 trong hồ sơ niêm yết, như sau:<sup>1</sup>

Doanh nghiệp sở hữu vài trăm hợp đồng thuê ở các tòa nhà kinh doanh tại những thành phố quan trọng của Hoa Kỳ, cho đến tháng 5 năm 1924 vẫn chưa được ghi nhận trong sổ sách. Vào thời điểm đó, chúng được Messrs. F. W. Lafrentz & Company, đơn vị kế toán công chứng của thành phố New York, định giá cao hơn 20.000.000 đô-la.

1. Xem hồ sơ niêm yết cổ phiếu ưu đãi tích lũy của United Cigar Stores Company of America trên NYSE, ngày 18 tháng 5 năm 1927 (Hồ sơ #A-7552).

Sau thời điểm đó, Hội đồng Quản trị đã cấp phép mỗi 3 tháng để điều chỉnh một phần mức định giá và số vốn hóa của những tài sản này, dưới dạng cổ tức phải trả theo quý ở mức  $1\frac{1}{4}\%$  cho cổ phiếu phổ thông đã phát hành và đang lưu hành.

Toàn bộ thặng dư vốn cổ phần được tạo ra theo cách này, đã được hút cạn bởi việc phát hành cổ phiếu phổ thông ngang mệnh giá với số lượng tương đương, theo đó thặng dư vốn cổ phần không còn là một phần của thặng dư hiện tại trong doanh nghiệp. Không khoản tiền mặt nào từ thặng dư vốn cổ phần được công bố chi trả cổ tức.

Giá trị ước tính hiện tại của các hợp đồng thuê, áp dụng cùng cơ sở định giá như trong năm 1924, cao hơn hai lần giá trị hiện tại thể hiện trong sổ sách của doanh nghiệp.

Hiệu ứng của việc tính “Mức tăng giá của hợp đồng thuê” vào thu nhập thể hiện dưới đây:

Năm	Thu nhập ròng theo báo cáo	Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông (Cơ sở mệnh giá 25 đô-la)	Phạm vi giá thị trường (Cơ sở mệnh giá 25 đô-la)	“Mức tăng giá của hợp đồng thuê” được tính trong thu nhập	Thu nhập trên cổ phiếu loại trừ mức tăng giá của hợp đồng thuê
1924	6.697.000	4,69	64-43	1.248.000	3,77
1925	8.813.000	5,95	116-60	1.295.000*	5,05
1926	9.855.000	5,02	110-83	2.302.000	3,81
1927	9.952.000†	4,63	100-81	2.437.000	3,43

\* Cổ tức 5% chi trả trong năm 1925 có tổng giá trị 1.737.770 đô-la. Có một khác biệt không được lý giải giữa hai con số, mà trong những năm khác hoàn toàn giống nhau.

† Không tính khoản hoàn thuế liên bang 229.017 đô-la áp dụng cho những năm trước đó.

Để đánh giá hành động tính giá tăng giá trị hợp đồng thuê vào thu nhập hiện tại của United Cigar Stores, cần ghi nhớ những cân nhắc sau:

1. Các hợp đồng thuê về căn bản vừa là tài sản nợ, vừa là tài sản có.

Chúng là những nghĩa vụ trả tiền thuê cho các cơ ngơi được sử

dụng. Trớ trêu thay, chính những hợp đồng thuê này của United Cigar Stores cuối cùng lại khiến doanh nghiệp phá sản.

2. Giả sử hợp đồng thuê có thể thu được giá trị vốn từ người thuê, giá trị này rất vô hình, nó trái ngược lại với các nguyên tắc kế toán khi cộng giá trị của những tài sản vô hình vào chi phí thực trong bảng cân đối kế toán.
3. Nếu giá trị của bất kỳ tài sản vốn nào được cộng thêm, hành động này phải được ghi có vào **Thặng dư Vốn cổ phần**. Không thể quy nó vào thu nhập.
4. Khoản tăng giá 20.000.000 đô-la trong các hợp đồng thuê của United Cigar Stores diễn ra trước tháng 5 năm 1924, nhưng lại được xử lý như doanh thu trong những năm sau. Do đó, không có quan hệ nào giữa khoản tăng giá 2.437.000 đô-la được tính toán trong lợi nhuận năm 1927 với các hoạt động của năm đó.
5. Nếu hợp đồng thuê thực sự tăng giá, phải thấy được hiệu ứng từ thu nhập lớn đến từ các bất động sản đặc địa này. Bất kỳ ghi nhận nào khác cho mức tăng giá này đều lặp lại giá trị này hai lần. Tuy nhiên, thực tế với việc tài trợ hoạt động mở rộng kinh doanh bằng nguồn vốn hóa bổ sung, thu nhập trên cổ phiếu của United Cigar Stores không thể hiện xu hướng gia tăng.
6. Bất cứ giá trị nào liên quan đến các hợp đồng thuê cũng phải được khấu trừ dần theo thời hạn thuê. Nếu nhà đầu tư United Cigar Stores trả giá cao cho cổ phiếu vì thu nhập từ những hợp đồng thuê giá trị này, thì họ phải trừ khỏi thu nhập một khoản tiền để bù toán xóa giá trị vốn hóa vào thời điểm hợp đồng thuê hết hạn. United Cigar Stores Company tiếp tục tính hao mòn các hợp đồng thuê trên cơ sở chi phí ban đầu, rõ ràng là không thực tế.

Do đó, hiệu ứng tăng giá các hợp đồng thuê – nếu xảy ra – sẽ làm giảm lợi nhuận hoạt động kinh doanh sau đó bằng những khoản giá trị hao mòn gia tăng.

7. Việc đội thu nhập của United Cigar Stores giai đoạn 1924-1927 lên cao càng đáng chỉ trích hơn, khi không công bố rõ ràng các dữ kiện này trong báo cáo thường niên đến cổ đông. Yêu cầu công bố những dữ liệu căn bản cho NYSE được thực hiện sau gần 3 năm kể từ khi bắt đầu kế toán. Doanh nghiệp lẽ ra buộc phải làm vậy theo pháp luật, ngay khi bán cổ phần cho công chúng ở thời điểm những định chế tài chính lớn bảo lãnh phát hành cổ phiếu ưu đãi mới. Năm sau đó, chính sách tính giá tăng giá trị hợp đồng thuê vào thu nhập không được tiếp tục.

Những nỗ lực kế toán này của United Cigar Stores có thể xem như hành động tính gộp không lý giải được vào thu nhập hiện tại, một khoản gia tăng tương tự từ tài sản vô hình. Tài sản này trong thực tế là tài sản nợ, mức tăng giá thuộc về giai đoạn trước và hiệu ứng đúng của mức tăng giá (nếu có) sẽ giảm thu nhập sau này bằng cách trừ vào chi phí hao mòn.

Việc kiểm tra thuế thu nhập liên bang, như được mô tả trong ví dụ của Park & Tilford, cũng sẽ cho ra những kết quả thú vị nếu áp dụng vào United Cigar Stores như được thể hiện trong bảng dưới đây.

**Bài học rút ra từ những ví dụ trên.** Bài học bổ ích được rút ra sau ví dụ của United Cigar Stores. Khi một doanh nghiệp theo đuổi các chính sách kế toán đáng ngờ, nhà đầu tư phải tránh xa tất cả chứng khoán của doanh nghiệp này, dù chúng trông an toàn hay hấp dẫn đến đâu chăng nữa. Điểm này cũng được minh họa rõ ràng bằng trường hợp của cổ phiếu ưu đãi United Cigar Stores, sở hữu các số liệu thống kê rất ấn tượng trong nhiều năm liên tiếp, nhưng sau đó suýt phá sản. Nhà đầu tư đổi mặt với các cách quản lý sổ sách khác thường như được mô tả chi tiết ở trên, có thể lý luận rằng chứng khoán vẫn hoàn toàn lành mạnh, vì khi hành động báo cáo quá cao thu nhập được điều chỉnh, biên độ an toàn vẫn còn dư dả. Cách lý luận như vậy là ngụy biện. Bạn không thể nào thực hiện giảm trừ định lượng để bù đắp cho cách quản trị vô lương tâm của doanh nghiệp; cách duy nhất để xử lý tình huống này là né tránh.

Năm	Dự phòng thuế liên bang	Thu nhập trước thuế		
		A. Theo dự phòng thuế	B. Theo báo cáo đến cổ đông	C. Theo báo cáo đến cổ đông trừ tăng giá hợp đồng thuê
1924	700.000	5.600.000	7.397.000	6.149.000
1925	825.000	6.346.000	9.638.000	8.343.000
1926	900.000	6.667.000	10.755.000	8.453.000
1927	900.000	6.667.000	10.852.000*	8.415.000*
1928	700.000	5.833.000	9.053.000	9.053.000
1929	13.000	118.000	3.132.000†	3.132.000†
1930	-	-	1.552.000	1.552.000

\* Loại bỏ khoản hoàn thuế 229.000 đô-la rõ ràng nên áp dụng cho những năm trước.

+ Con số này cũng được báo cáo là 2.947.000 đô-la sau khi điều chỉnh.

**Giá trị hư cấu được đặt lên các cổ tức nhận được.** Từ năm 1922 trở đi, hầu hết cổ phiếu phổ thông của United Cigar Stores được nắm giữ bởi Tobacco Products Corporation. Đây là một công ty quan trọng, giá trị thị trường của nó trung bình cao hơn 100.000.000 đô-la trong năm 1926 và 1927. Số sách kế toán của Tobacco Products đánh bóng tài khoản thu nhập bằng cách định giá hư cấu cổ tức cổ phiếu nhận được.

Báo cáo thu nhập năm 1926 của doanh nghiệp như sau:

Thu nhập ròng.....	10.790.000 đô-la
Thuế thu nhập .....	400.000 đô-la
Cổ tức Nhóm A.....	3.136.000 đô-la
Tài khoản cổ tức cổ phiếu phổ thông .....	7.254.000 đô-la
Thu nhập trên cổ phiếu.....	11 đô-la
Phạm vi thị giá cổ phiếu phổ thông .....	117-95

Thông tin chi tiết về hoạt động công ty trong giai đoạn này chưa bao giờ được công bố (NYSE rất săn lùng niêm yết cổ phiếu mới của các doanh nghiệp dù họ nộp lên những con số cực kỳ sơ sài). Tuy

nhiên, có đủ thông tin để chỉ ra rằng, thu nhập ròng được xây dựng chủ yếu như sau:

Phí thuê nhận được từ hợp đồng cho thuê tài sản của American Tobacco Co. ....	2.500.000 đô-la
Cổ tức bằng tiền mặt từ cổ phiếu phổ thông của United Cigar Stores (80% con số nhận được).....	2.950.000 đô-la
Cổ tức bằng cổ phiếu từ cổ phiếu phổ thông của United Cigar Stores (mệnh giá 1.840.000 đô-la), trừ chi phí .....	<u>5.340.000 đô-la</u>
	10.790.000 đô-la

Lưu ý rằng, Tobacco Products lẽ ra phải định giá cổ tức cổ phiếu nhận được từ United Cigar Stores gấp 3 lần giá trị mệnh giá, nghĩa là gấp 3 lần giá trị mà United Cigar trừ ra khỏi thặng dư. Cơ sở định giá Tobacco Products là thị giá của cổ phiếu United Cigar Stores, giá cổ phiếu của doanh nghiệp này rất dễ bị Tobacco Products thao túng, vì doanh nghiệp này sở hữu phần lớn cổ phiếu của United Cigar Stores.

Khi doanh nghiệp nắm giữ vốn cổ phần ghi nhận cổ tức bằng cổ phiếu vào tài khoản thu nhập, ở giá trị cao hơn quy định chi trả bởi công ty con thực hiện chi trả cổ tức, chúng ta có thu nhập hình kim tự tháp nguy hiểm. NYSE từ năm 1929 bắt đầu đưa ra các quy định nghiêm ngặt nghiêm cấm cách làm này. Trong trường hợp của Tobacco Products, cách làm này đặc biệt lên án phản đối vì cổ tức bằng cổ phiếu được phát hành ngay từ đầu đại diện cho yếu tố thu nhập hứa hẹn, chính là sự tăng giá trị của các hợp đồng thuê. Bằng cách khai thác cơ chế gian trá của công ty nắm giữ vốn cổ phần, mức lợi nhuận tưởng tượng này thực tế được nhân lên gấp ba.

Trên cơ sở thu nhập hợp nhất, báo cáo của Tobacco Products cho năm 1926 sẽ như sau:

Thu nhập hợp đồng thuê của American Tobacco Co.	
trừ đi thuế thu nhập .....	2.100.000 đô-la
80% thu nhập từ cổ phiếu phổ thông	
của United Cigar Stores .....	<u>6.828.000 đô-la*</u>
	8.928.000 đô-la
Cổ tức Nhóm A.....	<u>3.136.000 đô-la</u>
Tài khoản cổ tức cổ phiếu phổ thông .....	5.792.000 đô-la
Thu nhập trên cổ phiếu.....	7,27 đô-la

\* Loại trừ tăng giá hợp đồng thuê.

Thu nhập theo báo cáo cho cổ phiếu phổ thông Tobacco Products là 11 đô-la/cổ phiếu, đã bị báo cáo quá khoảng 50%.

Châm ngôn của Phố Wall là, ở đâu có thao túng tài khoản, thì ở đó sẽ tung hứng cổ phiếu này. Làm quen với các phương pháp tài chính đáng ngờ, sẽ giúp nhà phân tích và thậm chí là công chúng, khám phá ra những vi phạm thực hành kế toán.<sup>1</sup>

### CÔNG TY CON VÀ BÁO CÁO HỢP NHẤT

Phần này giới thiệu loại hình điều chỉnh thu nhập báo cáo tổng quan thứ hai của chúng tôi. Khi doanh nghiệp kiểm soát một hay nhiều doanh nghiệp con quan trọng, cần tài khoản thu nhập hợp nhất để mang đến bức tranh toàn cảnh về hoạt động năm. Các con số thu nhập của công ty mẹ là không đầy đủ và có thể sai lệch. Như đã lưu ý ở trước, chúng có thể khai báo thu nhập thấp hơn bằng cách không thể hiện tất cả lợi nhuận hiện tại từ các công ty con, hoặc có thể báo cáo thu nhập cao hơn bằng cách không trừ đi những thua lỗ của công ty con hay tính toán các món cổ tức mà công ty con phải trả trong năm.

---

1. Để tránh thiểu nhặt quán, vì những nhận định thiện chí của chúng tôi về trái phiếu 6 ½% của Tobacco Products Corporation, đáo hạn năm 2022 trong chương trước, nên chúng tôi phải nói thêm rằng, ban quản trị đã bị thay đổi hoàn toàn trong năm 1930. Ban quản trị của United Cigar Stores và doanh nghiệp thừa kế của nó cũng thay đổi hoàn toàn.

**Các thực hành kế toán trước đây và hiện nay.** Những năm trước đây, việc công bố kết quả kinh doanh của công ty con là do ban quản trị tùy ý quyết định. Trong nhiều trường hợp, những dữ liệu quan trọng loại này được giữ bí mật. Khoảng thời gian trước năm 1933, NYSE đã bắt buộc các công ty niêm yết mới phải công bố doanh thu công ty con trong báo cáo hợp nhất, hoặc trong những báo cáo tách biệt. Nhưng từ sau khi đạo luật năm 1934 ra đời, tất cả công ty đăng ký đều được yêu cầu cung cấp thông tin này trong báo cáo thường niên lên Ủy ban, do đó trong thực tế, tất cả doanh nghiệp đều tuân theo cùng một quy trình khi báo cáo đến cổ đông.

**Mức độ hợp nhất.** Trong “báo cáo hợp nhất”, mức độ hợp nhất cũng thay đổi rất lớn. Woolworth hợp nhất các công ty con nội địa và ở Canada, nhưng không hợp nhất các công ty thành viên ở nước ngoài. American Tobacco chỉ hợp nhất những công ty con mà nó sở hữu hoàn toàn. Hầu hết doanh nghiệp tiện ích giờ đều phát hành các báo cáo hợp nhất của mọi công ty mà chúng kiểm soát (sở hữu đa số cổ phiếu có quyền bỏ phiếu) và trừ đi một phần thu nhập áp dụng với những công ty khác dưới tiêu đề “Lợi ích của cổ đông thiểu số”.<sup>1</sup> Trong lĩnh vực đường sắt, các kết quả kinh doanh hiếm khi được hợp nhất, trừ khi công ty con được sở hữu 100% và cũng vận hành như một phần của hệ thống. Do đó, Atlantic Coast Line không phản ánh phần chia sẻ kết quả kinh doanh sau cổ tức của Louisville và Nashville, dù nó sở hữu 51% nhưng vận hành tách biệt. Trường hợp tương tự cũng đúng với quyền kiểm soát bỏ phiếu 53% của Wheeling & Lake Erie được sở hữu bởi Nickel Plate (New York, Chicago & St. Louis Railroad Company).

**Cho phép các lợi nhuận và thua lỗ không hợp nhất.** Giờ đây, rất nhiều công ty công nghiệp ghi nhận phần vốn cổ phần trong các khoản

1. North American Company có phần đặc biệt vì nó chỉ hợp nhất những công ty con sở hữu ít nhất 75% vốn, do đó loại bỏ hai công ty quan trọng mà nó sở hữu năm 1939 với tỷ lệ tương ứng là 73,5% và 51%.

lời lỗ của các doanh nghiệp con không hợp nhất, vào tài khoản doanh thu hoặc ghi chú phụ lục, sau khi dành ra một phần để chi trả cổ tức.

**Ví dụ:** Báo cáo năm 1938 của American Tobacco Company thể hiện trong ghi chú phụ lục rằng, cổ tức nhận được từ những công ty con không hợp nhất cao hơn mức thu nhập 427.000 đô-la. Hercules Power báo cáo con số tương tự 25.514 đô-la cùng năm đó trong ghi chú phụ lục, trong khi năm 1937 nó tính phần thu nhập chưa phân phối của những công ty thành viên này dưới bút toán “Thu nhập khác”. Các công ty đường sắt xử lý vấn đề này theo cách khác. Ví dụ, Atchison giờ cung cấp bảng cân đối kế toán và tài khoản thu nhập đầy đủ của các công ty thành viên trong Phụ lục báo cáo, tiếp tục phản ánh cổ tức nhận được từ những công ty này.

Nhà phân tích nên điều chỉnh thu nhập theo báo cáo của các công ty thành viên không hợp nhất, nếu điều này chưa được thực hiện trong tài khoản thu nhập và nếu các con số thu nhập này quan trọng. Tiêu chuẩn ở đây không phải là vấn đề kiểm soát, mà là mức độ quan trọng của khoản sở hữu.

**Ví dụ:** Sẽ rất bất thường và cũng chẳng xứng đáng để tính toán khoản nắm giữ của Union Pacific trong Illinois Central và những công ty đường sắt khác. Những khoản nắm giữ này dù lớn nhưng không đủ để ảnh hưởng lên cổ phiếu phổ thông của Union Pacific. Mặt khác, việc điều chỉnh các con số rõ ràng quan trọng trong trường hợp Northern Pacific và Great Northern sở hữu Chicago, Burlington & Quincy, mỗi khoản nắm giữ đều có tỷ lệ thấp hơn tỷ lệ kiểm soát (48,6%).

Năm	Thu nhập trên cổ phiếu của Du Pont	Các điều chỉnh để phản ánh lợi ích từ kết quả hoạt động kinh doanh của General Motors	Thu nhập trên cổ phiếu của Du Pont sau khi điều chỉnh
1929	6,99	+2,07	9,06
1930	4,52	+0,04	4,56
1931	4,30	-0,51	3,79
1932	1,81	-1,35	0,46

1933	2,93	+0,43	3,36
1934	3,63	+0,44	4,07
1935	5,02	+1,30	6,32
1936	7,53	+0,77	8,30
1937	7,25	+0,57	7,82
1938	3,74	+0,61	4,35

Tương tự là lợi ích của Du Pont trong General Motors, khoảng 23% trên tổng số cổ phiếu, chắc chắn đủ quan trọng với công ty nắm giữ để điều chỉnh thu nhập nhằm phản ánh kết quả kinh doanh của General Motors. Du Pont thực hiện việc này mỗi năm bằng cách điều chỉnh thặng dư, phản ánh thay đổi năm trước từ lợi ích nhận được tại General Motors. Tuy nhiên, nhà phân tích thích điều chỉnh đồng thời và tính nó vào thu nhập của Du Pont hơn.

Báo cáo của General Motors Corporation năm 1931 đặc biệt đáng chú ý, vì nó bao gồm tính toán bổ sung được đề xuất trong chương này và chương trước; không bao gồm lợi nhuận hay thua lỗ đặc biệt và bất thường; mà bao gồm lợi ích từ kết quả kinh doanh của các công ty con không hợp nhất của General Motors. Báo cáo bao gồm các con số thu nhập trên cổ phiếu cho giai đoạn 1931 và 1930 dưới đây:

**THU NHẬP TRÊN CỔ PHIẾU, BAO GỒM LỢI ÍCH  
TRONG NHỮNG LỢI NHUẬN HAY THUA LỖ CHƯA PHÂN PHỐI  
CỦA CÁC CÔNG TY CON KHÔNG HỢP NHẤT**

Năm	Bao gồm các hạng mục bất thường (đô-la)	Không bao gồm các hạng mục bất thường (đô-la)
1931	2,01	2,43
1930	3,25	3,04

**Quy trình đề xuất cho các cơ quan thống kê.** Dù quy trình này có thể phức tạp hóa báo cáo, song nó lại là liều thuốc bổ ích với những phân tích cổ phiếu phổ thông đơn giản hóa quá mức, dẫn đến việc chỉ sử dụng độc nhất con số thu nhập trên cổ phiếu. Các cẩm nang thống kê và tổ chức

thống kê thường đề cao thu nhập trên cổ phiếu khi phân tích doanh nghiệp của họ. Tuy nhiên, họ có thể sẽ cung cấp dịch vụ hữu ích hơn, nếu loại bỏ tính toán thu nhập trên cổ phiếu trong tất cả trường hợp báo cáo doanh nghiệp chứa yếu tố phi chính quy, hay có nhiều điểm phức tạp dưới đây và không thể điều chỉnh thỏa đáng.

1. Khi hạng mục bất thường xuất hiện trong thu nhập, hoặc các khoản giảm trừ thặng dư đúng ra phải nằm trong tài khoản thu nhập.
2. Khi kết quả của các công ty con hiện không được phản ánh chính xác trong báo cáo của công ty mẹ.
3. Khi khấu hao hay các hao mòn không được tính toán đều đặn.<sup>1</sup>

**Các khoản cổ tức đặc biệt từ công ty con.** Khi thu nhập từ công ty con không hợp nhất được cho phép tích lũy trong tài khoản thặng dư, chúng có thể được sử dụng sau này để nâng kết quả kinh doanh của những năm yếu kém, bằng cách báo cáo công ty mẹ nhận được khoản cổ tức đặc biệt đáng kể.

*Ví dụ:* Erie Railroad nhận khoản cổ tức 11.000.000 đô-la năm 1922 từ Pennsylvania Coal Company và Hillside Coal & Iron Company. Northern Pacific Railway Company tương tự cũng bổ sung vào thu nhập cạn kiệt của mình trong năm 1930 và 1931 các khoản tiền lớn nhận được như các khoản cổ tức đặc biệt từ Chicago, Burlington & Quincy Railroad Company, Northern Express Company, Northwestern Improvement Company, doanh nghiệp cuối cùng là một công ty con hoạt động trong lĩnh vực bất động sản, than và lõi sắt. Thu nhập năm 1931 của New York, Chicago & St. Louis Railroad Company bao gồm cả 1.600.000 đô-la cổ tức trả lại từ khoản nắm giữ ở Wheeling & Lake Erie Railway Company, chỉ một phần trong đó đến từ thu nhập của tuyến đường Wheeling trong năm tài chính.

Cách che dấu lợi nhuận của công ty con trong những năm làm ăn tốt và lôi chúng ra sử dụng trong những năm xấu, có thể là cách ổn định

1. Thống Kê Tiêu chuẩn không tính toán thu nhập trên cổ phiếu nếu chưa trừ khấu hao.

sức mạnh thu nhập đáng khen ngợi. Song, hành động lừa dối mang mục đích tốt đẹp đó sẽ bị những người sáng suốt phản đối gay gắt, các quy định gần đây của NYSE đòi hỏi phải công bố đầy đủ thu nhập của các công ty con. Ban quản trị có trách nhiệm công bố toàn bộ sự thật về kết quả từng giai đoạn. Cổ đông là những người có trách nhiệm loại suy “sức mạnh thu nhập thông thường” của doanh nghiệp, bằng cách tính thu nhập trung bình trong giai đoạn thịnh vượng và khủng hoảng. Hành động thao túng thu nhập theo báo cáo của ban quản trị đáng phản đối, vì nó có thể dẫn đến việc thao túng những mục đích hiềm ác hơn.

**Thu nhập méo mó từ quan hệ công ty mẹ – công ty con.** Có vài ví dụ về mối quan hệ công ty mẹ – công ty con làm méo mó thu nhập theo báo cáo. Chúng tôi sẽ đưa ra hai ví dụ minh họa lấy từ ngành đường sắt. Những ví dụ này càng ấn tượng hơn, vì các quy định kế toán nghiêm ngặt của Ủy ban Thương mại Liên tiểu bang ngăn cấm trình bày sai thu nhập.

**Ví dụ:** Năm 1925, Western Pacific Railroad Corporation trả cổ tức 7,56 đô-la cho cổ phiếu ưu đãi và 5 đô-la cho cổ phiếu phổ thông. Tài khoản thu nhập của doanh nghiệp này thể hiện thu nhập chỉ cao hơn cổ tức chi trả đôi chút. Những thu nhập này chủ yếu đến từ các khoản cổ tức 4.450.000 đô-la nhận được từ doanh nghiệp con vận hành của nó, Western Pacific Railroad Company. Tuy nhiên, thu nhập trong năm của doanh nghiệp con này chỉ là 2.450.000 đô-la. Hơn nữa, thặng dư tích lũy của nó không đủ để chi trả khoản cổ tức lớn như khoản tiền mà doanh nghiệp mẹ báo cáo nhận được. Để đạt được mục đích này, doanh nghiệp mẹ đã quyên góp 1.500.000 đô-la cho doanh nghiệp con vận hành, và khi cần, nó ngay lập tức lấy lại số tiền này như khoản cổ tức nhận được từ công ty con. Số tiền quyên góp được trừ vào thặng dư; khoản cổ tức nhận được được báo cáo thành thu nhập. Theo cách vòng vo này, doanh nghiệp có thể báo cáo “thu nhập” 5 đô-la/cổ phiếu, trong khi thu nhập thực tế chỉ là 2 đô-la/cổ phiếu.

Để nhấn mạnh phát biểu trước đó, rằng các thực hành kế toán tồi có tính lan truyền, chúng tôi đưa ra các ví dụ về New York, Chicago & St. Louis Railroad Company (“Nickel Plate”) những năm 1930 và 1931 đã bắt

chước cách làm của Western Pacific năm 1925. Chi tiết được mô tả ngắn gọn sau đây:

Năm 1929, thông qua một công ty con, Nickel Plate đã bán các khoản nắm giữ cổ phiếu Pere Marquette cho Chesapeake và Ohio – doanh nghiệp mà nó cũng nắm giữ. Khoản lợi nhuận 10.665.000 đô-la từ thương vụ này được ghi có đúng đắn vào tài khoản thặng dư. Năm 1930, Nickel Plate cần tăng doanh thu; theo đó, nó lấy khoản lợi nhuận 10.665.000 đô-la ra khỏi thặng dư, trả lại cho ngân quỹ công ty con và sau đó nhận 3.000.000 đô-la như “cổ tức” từ công ty con này, tính vào thu nhập năm 1930. Khoản cổ tức 2.100.000 đô-la tương tự cũng được tính vào tài khoản thu nhập năm 1931.

Cách làm bất thường này có thể hướng đến mục tiêu cần thiết là giữ thu nhập ròng đủ lớn, để trái phiếu của doanh nghiệp vẫn đủ tiêu chuẩn đầu tư theo pháp lý với các quỹ ủy thác.<sup>1</sup> Tuy nhiên, kết quả này giống với tất cả những thực hành kế toán sai lệch khác, dẫn dắt công chúng rời xa khỏi sự thật và trao cho những người “bên trong” lợi thế bất công.

**Tầm quan trọng to lớn hơn của các khoản lỗ công ty con.** Chúng tôi đã đề xuất trong chương này, rằng phân tích chứng khoán phải cân nhắc đầy đủ các kết quả kinh doanh của công ty con, dù lãi hay lỗ. Song, có thể xuất hiện câu hỏi rằng: Liệu khoản lỗ của công ty con có nhất thiết phải được trừ vào thu nhập của công ty mẹ hay không? Tại sao công ty lại có giá trị thấp hơn chỉ vì nó sở hữu thứ gì đó không sinh lãi, trong trường hợp này có phải là lợi ích của một công ty khác? Liệu doanh nghiệp có thể

1. Để tham khảo ví dụ cực đoan loại này, hãy xem báo cáo thường niên của Wabash Railway Company và Ann Arbor Railroad Company năm 1930 và những nhận xét đi kèm ở trang 1022 Cẩm nang Đầu tư Poor's (Steam Railroads), 1931. Wabash sở hữu 99% cả cổ phiếu ưu đãi và phổ thông của Ann Arbor. Tháng 12 năm 1930, các giám đốc của Ann Arbor công bố mức cổ tức 5 đô-la/cổ phiếu ưu đãi và 27 đô-la/cổ phiếu phổ thông. Hành động này được thực hiện trong điều kiện thiếu hụt vốn lưu động và thu nhập ròng chỉ cao hơn cổ tức đôi chút trên mức 10%. Doanh nghiệp không trả cổ tức. Tuy nhiên, hành động này cho phép Wabash ghi có 1.073.455 đô-la cổ tức bằng cổ phiếu đã công bố vào tài khoản thu nhập như “thu nhập cổ tức”, con số này đủ để nâng hệ số bảo đảm lãi suất cố định của Wabash từ 1,3 lần lên con số chỉ cao hơn một chút là 1,5 lần.

chấm dứt khoản thua lỗ bằng cách bán, thanh lý hay thậm chí từ bỏ công ty con vào bất kỳ thời điểm nào? Nếu ban quản trị sáng suốt, chúng ta không được nghĩ rằng thua lỗ của công ty con hầu hết chỉ mang tính nhất thời và do đó, nên xem như những hạng mục bất thường hơn là khoản sụt giảm từ thu nhập thông thường?

Điểm này tương tự với điểm đã thảo luận trong chương trước về chi phí nhà máy không vận hành, hoặc các đơn vị kinh doanh không sinh lãi của doanh nghiệp sẽ được thảo luận phía sau. Không tồn tại một câu trả lời duy nhất và đơn giản cho câu hỏi nêu trên. Thực tế, nếu công ty con bị ảnh hưởng mà không tạo ra hiệu ứng xấu đến hoạt động kinh doanh còn lại, có thể xem chúng là thua lỗ nhất thời. Người thông minh sẽ biết rằng trong ngắn hạn, công ty con hoặc phải sinh lãi, hoặc bị bán. Song nếu tồn tại mối quan hệ kinh doanh quan trọng giữa công ty mẹ và con, ví dụ, công ty con là nơi phân phối hay cung cấp nguyên liệu giá rẻ hoặc hấp thu một phần chi phí chung quan trọng, thì việc loại bỏ thua lỗ của nó không đơn giản như vậy. Các phân tích sâu hơn cho thấy, hóa ra tất cả hay phần lớn thua lỗ của công ty con là yếu tố cần phản ánh trong lợi nhuận của công ty mẹ. Không dễ để xác định mối quan hệ kinh doanh trong từng tình huống. Giống với nhiều yếu tố khác trong phân tích, điều này cần nghiên cứu sâu hơn ngoài những con số báo cáo. Các ví dụ sau đây sẽ minh họa và phân tích từng tình huống mà chúng ta đang thảo luận.

Ví dụ A: *Purity Bakeries Corporation*. Công ty sản xuất bánh mì và bánh gatô quy mô này hoạt động thông qua nhiều công ty con, lớn nhất trong số đó là Cushman's Sons Inc of New York. Cushman lưu hành các cổ phiếu ưu đãi tích lũy 7 đô-la và 8 đô-la, không được Purity bảo lãnh. Báo cáo thường niên của Purity được hợp nhất và thể hiện thu nhập, sau khi khấu trừ toàn bộ cổ tức trên cổ phiếu ưu đãi Cushman không do Purity sở hữu, dù là thu nhập hay chi trả. Các báo cáo tách biệt của Cushman tiết lộ rằng, giữa năm 1934 và 1937, hoạt động của công ty dẫn đến khoản lỗ lớn cho Purity theo tính toán dưới đây:

(ĐƠN VỊ 1.000 đô-la)

Năm	Thu nhập ròng của Purity theo báo cáo	Thua lỗ của Cushman sau khi trừ cổ tức cổ phiếu ưu đãi	Thu nhập của Purity không tính đến kết quả từ hoạt động của Cushman
1937	463	426	889
1936	690	620	1.310
1935	225 (d.)	930	678
1934	209	173	382
Trung bình 4 năm	278	537	815
Trên cổ phiếu của Purity	0,36	0,71	1,06

Thu nhập sau khi tính toán khoản lỗ từ Cushman thấp hơn 3 lần so với lúc chưa tính toán. Liệu nhà phân tích có thể lý luận rằng, cách tính không gộp thua lỗ từ Cushman sẽ đo lường sức mạnh của Purity chính xác hơn không, vì doanh nghiệp này hoặc có thể kiểm được tiền từ công ty con (như nó đã kiếm được trong quá khứ cho đến trước năm 1934) hoặc sẽ từ bỏ công ty con này? Chúng ta sẽ phải cân nhắc đến quan hệ liên công ty. Một ghi chú trong báo cáo năm 1937 của Cushman thể hiện rằng, Purity thu được khoản phí dịch vụ khá lớn từ hoạt động của các công ty con, Cushman có thể mang đến các giá trị phụ trội khi chia sẻ chi phí chung. Vấn đề này đòi hỏi phải xem xét kỹ lưỡng.

Nhưng báo cáo của năm tiếp theo 1938 cho thấy rằng, đầu tiên Cushman's có thu nhập đủ chi trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi, thứ hai là 2 nhà máy bán lẻ không sinh lợi (ở Philadelphia và Chicago) đã bị đóng cửa. Do đó, khi nghiên cứu sâu hơn, nhà phân tích có thể suy luận ra rằng, khoản thua lỗ của công ty con về bản chất chỉ là tạm thời và các kết quả báo cáo cho giai đoạn 1934-1937 phải được đánh giá từ góc nhìn này.

Ví dụ B: *Lehigh Coal & Navigation Company*. Doanh nghiệp này có thu nhập đến từ nhiều nguồn khác nhau, chủ yếu từ tài sản đường sắt cho thuê của Central Railroad of New Jersey (Jersey Central) với mức phí thuê

theo năm 2.268.000 đô-la. Khoản nắm giữ lớn thứ hai là các mỏ than gầy đã vận hành lỗ từ năm 1930. Trong năm 1937, khoản lỗ này tương đương với khoảng 90 xu mỗi cổ phiếu của Lehigh. Kết quả là công ty báo cáo khoản lỗ ròng hợp nhất 306.000 đô-la trong năm, trong khi khoản lợi nhuận của công ty mẹ chỉ đạt 1.125.000 đô-la hay 64 xu/cổ phiếu.

Trong trường hợp này, nhà phân tích không thể đưa ra giả định rằng, cổ phiếu của Lehigh có giá ít hơn khi sở hữu những tài sản mỏ so với việc không sở hữu. Hoạt động mỏ cung cấp nguyên liệu quan trọng cho bộ phận đường sắt. Nếu các mỏ bị đóng cửa, năng lực chi trả phí thuê của Jersey Central sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng, đặc biệt khi các tuyến đường thuê vận hành kém hiệu quả trong vài năm trở lại đây. (Thực tế, sau này Jersey Central tuyên bố rằng, nó có trách nhiệm cung cấp một lượng than nhất định từ các mỏ than của mình cho Lehigh Coal & Navigation Company theo hợp đồng thuê.) Do đó, mối quan hệ khá lằng nhằng này không dễ để hiểu kết quả hợp nhất, bao gồm những thua lỗ từ công ty con quản lý mỏ than gầy.

Ví dụ C: *Barnsdall Oil Company*. Trường hợp này đối lập với hai tình huống trên. Barnsdall Oil sở hữu các tài sản lọc dầu sinh lợi và sản xuất dầu không sinh lợi. Năm 1935, nó tách riêng các nhà máy lọc dầu (và đơn vị marketing) thành một công ty tách biệt. Nó phân chia cổ phiếu phổ thông cho cổ đông, tuy nhiên, vẫn giữ lại lượng lớn cổ phiếu ưu đãi và nhiều trái phiếu của công ty mới. Năm 1936-1938, các nhà máy lọc dầu và trạm xăng dầu tiếp tục thua lỗ; Barnsdall Oil chi trả những khoản tiền lớn để bù đắp những khoản thua lỗ này, ban đầu trừ số tiền đó ra khỏi thặng dư vốn cổ phần và sau đó trừ ra khỏi thặng dư thu nhập. Nhờ vậy, tài khoản thu nhập của nhà máy lọc dầu thể hiện mức lợi nhuận ổn định từ ngày 1 tháng 6 năm 1933 đến cuối năm 1938.

Tuy nhiên, năm 1939, NYSE yêu cầu doanh nghiệp này điều chỉnh báo cáo đến cổ đông, bằng cách giải trình về hiệu ứng lợi nhuận báo cáo sau khi trừ thua lỗ từ khoản đầu tư vào công ty lọc dầu. Những khoản thua lỗ này lẽ ra sẽ giảm  $\frac{1}{3}$  mức lợi nhuận báo cáo.

Từ góc nhìn kế toán đúng đắn, hễ khi nào doanh nghiệp còn tiếp tục quản lý đơn vị không sinh lãi, thì các khoản thua lỗ phải được trừ ra khỏi thu nhập. Nhà phân tích phải quyết định xác suất công ty sẽ loại bỏ hoạt động kinh doanh thua lỗ trong tương lai và nhận xét mức giá hiện tại của cổ phiếu tương ứng. Phương pháp mà Barnsdall Oil Company theo đuổi đối mặt với rất nhiều chỉ trích, vì nó chỉ phục vụ cho mục đích loại bỏ báo cáo thua lỗ từ hoạt động lọc dầu, chứ không thực sự xóa bỏ những thua lỗ đó.

*Tóm tắt:* Để kết thúc luận điểm này một cách rõ ràng, chúng tôi sẽ tổng kết các cách xử lý của mình như sau:

1. Đầu tiên, các khoản thua lỗ của công ty con sẽ được trừ ra khỏi mọi phân tích.
2. Nếu số tiền liên quan lớn, nhà phân tích phải nghiên cứu liệu các khoản lỗ này có được loại bỏ sớm hay không.
3. Nếu nghiên cứu này thuận lợi, nhà phân tích có thể cân nhắc toàn bộ hay một phần các khoản lỗ của công ty con như một hạng mục bất thường.

## *Chương 27*

# **MỐI LIÊN HỆ GIỮA KHẨU HAO VÀ NHỮNG CHI PHÍ TƯƠNG TỰ**

---

P hân tích thu nhập phải đặc biệt chú ý đến con số chi phí khấu hao và các chi phí tương tự. Những hạng mục này khác với các chi phí hoạt động thông thường ở chỗ, chúng làm tiêu hao tiền mặt vào thời điểm phát sinh tương ứng. Chúng đại diện cho dự báo mất giá tài sản cố định hay tài sản vốn, hao mòn, sử dụng hết hay chuẩn bị biến mất hoàn. Những chi phí quan trọng kiểu này có thể được phân loại như sau:

1. Khấu hao (và lỗi thời), thay thế, làm mới hay giải phóng tài sản.
2. Khấu hao cạn kiệt hay kiệt quệ nguồn lực tự nhiên.
3. Khấu hao quyền thuê, sửa sang tài sản thuê, quyền sử dụng, v.v...
4. Khấu hao bằng sáng chế.

Tất cả hạng mục này có thể được bao quát dưới bút toán “khấu hao tài sản vô hình” nhưng chúng tôi đôi khi sẽ gọi chúng là “các hạng mục khấu hao” hay đơn thuần là “khấu hao”, vì thuật ngữ sau quen thuộc hơn.

**Các vấn đề chính về khấu hao.** Lý thuyết kế toán điều chỉnh các chi phí khấu hao khá dễ hiểu. Nếu một tài sản vốn có dòng đời giới hạn, doanh nghiệp phải trừ chi phí tài sản đó ra khỏi thu nhập theo dòng đời tài sản. Đằng sau phát biểu đơn giản này là 3 đặc tính phức tạp sau. Đầu

tiên, chúng tôi thấy rằng tự thân các nguyên tắc kế toán cho phép sử dụng một giá trị khác ngoài giá mua để làm cơ sở tính chi phí khấu hao phân bổ. Thứ hai, chúng tôi bắt gặp rất nhiều trường hợp, doanh nghiệp không thể tuân theo thực hành kế toán đã được chấp nhận, khi công bố các khoản giảm trừ chi phí khấu hao trong tài khoản thu nhập. Thứ ba, có những trường hợp con số khấu hao đúng từ góc nhìn kế toán, nhưng không đúng từ góc nhìn đầu tư. Chúng ta sẽ thảo luận các vấn đề trên trong chương này và hai chương sau. Đầu tiên, phần thảo luận của chúng tôi sẽ hướng đến các công ty công nghiệp nói chung. Sau đó, chúng tôi sẽ cân nhắc những khía cạnh đặc biệt liên quan đến các doanh nghiệp dầu, mỏ và tiện ích công cộng.<sup>1</sup>

## CƠ SỞ TÍNH TOÁN KHẤU HAO

**Cơ sở tính toán khấu hao khác ngoài giá mua.** Có những lý lẽ bổ trợ cho lý thuyết này rằng, chức năng của dự trữ khấu hao là thay thế tài sản vào cuối vòng đời, hơn là đơn thuần chỉ trừ đi chi phí. Theo cách nhìn này, chi phí thay thế hiện tại hay kỳ vọng tương lai sẽ là cơ sở để tính toán chi phí khấu hao, nó sẽ thay đổi không chỉ giá trị, mà còn cả đặc tính tài sản tương lai sẽ thay thế cho tài sản hao mòn.

Dù đồng ý hay phản đối,<sup>2</sup> hầu như lý thuyết trên không bao giờ được áp dụng đúng như đã phát biểu. Trong thực tế, chúng tôi bắt gặp một biến thể khác của ý tưởng này. Đó là thay thế tất cả tài sản cố định vào một ngày nhất định bằng giá mua trong bảng cân đối kế toán, theo sau là chi phí khấu hao thường niên dựa trên giá trị mới.

1. Với rất ít ngoại lệ, các doanh nghiệp đường sắt chỉ tính chi phí khấu hao trên trang thiết bị (tính hạng mục này vào chi phí bảo trì). Năm 1937, các doanh nghiệp đường sắt nhóm I trừ tổng cộng 191.798.000 đô-la chi phí khấu hao trang thiết bị và chỉ 5.236.000 khấu hao đường xá và công trình xây dựng.

2. Theo cách nhìn của chúng tôi, sẽ đơn giản và hợp lý để sử dụng giá mua ban đầu làm cơ sở khấu hao. Chi phí thay thế sẽ ảnh hưởng đến các tài khoản sau khi việc thay thế thực sự diễn ra (có thể không bao giờ diễn ra).

Sau năm 1914, có hai làn sóng tái định giá. Làn sóng đầu tiên xảy ra vào thập kỷ 1920, nâng giá mua lên giá trị cao hơn mức thịnh hành ngày nay. Làn sóng thứ hai xuất hiện trong giai đoạn 1931-1933, định giá tài sản rất thấp vì khủng hoảng.<sup>1</sup>

**Ví dụ:** Năm 1926, America Ice Company nâng tài sản cổ định lên 7.868.999 đô-la và trong năm 1935, hạ tài sản này xuống tương ứng để khôi phục lại mức định giá theo cơ sở giá mua. Việc nâng giá năm 1926 dẫn đến chi phí khấu hao trừ vào thu nhập cao hơn, còn hành động giảm giá mua vào năm 1935 dẫn đến chi phí khấu hao thấp hơn. Năm 1933, American Locomotive Company giảm thu nhập báo cáo của cổ phiếu từ 50 đô-la xuống 5 đô-la/cổ phiếu, tận dụng hầu hết thặng dư vốn để giảm tài sản cổ định xuống còn gần 26.000.000 đô-la và giảm giá trị khoản đầu tư của nó vào General Steel Castings Corporation xuống khoảng 6.200.000 đô-la. Hiệu ứng thuần lén tài khoản thu nhập là chi phí khấu giảm khoảng 40% so mức trước đó.

Giới kế toán có vài chỉ trích về tính đúng đắn của những thay đổi rời rạc liên quan đến cơ sở khấu hao dựa trên chi phí mua tài sản ban đầu. Theo ý kiến của chúng tôi, sẽ không thể phản đối nếu:

1. Các giá trị mới chính xác hơn các giá trị trong quá khứ.
2. Các khoản khấu hao đúng dựa trên các giá trị mới này được trừ vào tài khoản thu nhập.

Tuy nhiên, trong nhiều trường hợp, chúng tôi thấy rằng các doanh nghiệp tái định giá tài sản cổ định không tôn trọng các điều kiện này.

**Hạ định giá để giảm chi phí khấu hao.** Có lẽ hiện tượng đáng ngạc nhiên nhất trong lĩnh vực kế toán khấu hao là hành động giảm giá tài sản

1. Hãy tham khảo Fabricant, Solomon, “Revaluations of Fixed Assets, 1925–1934” (tạm dịch: Tài định giá Tài sản Cố định, 1925-1934) (*National Bureau of Economic Research Bulletin - Cục Quốc Gia về Nghiên cứu Kinh tế*, Báo cáo 62, 1936), *Capital Consumption and Adjustment* (tạm dịch: Sử dụng và Điều chỉnh Vốn) (*Cục Quốc gia về Nghiên cứu Kinh tế*, Chương XII, 1938).

cố định, không phải vì cẩn thận mà vì mục đích ngược lại, là khiến con số thu nhập trở nên tốt hơn và theo đó làm tăng giá trị cổ phiếu.

Chúng tôi cho rằng sẽ thuận tiện hơn cho độc giả, nếu chúng tôi hoãn việc thảo luận tầm quan trọng của cách làm này trong phân tích chứng khoán cho đến chương dành riêng cho “Chi phí Khấu hao Tài sản Vô hình từ Góc nhìn Nhà đầu tư”. Chương này đang xử lý các phương pháp kế toán, nên chúng tôi chỉ nhận xét đơn thuần rằng, hạ giá tài sản cố định quá thấp rõ ràng nhằm giảm khấu hao và tăng thu nhập báo cáo, đây là hành động lẩn tránh không thể biện hộ được và không thể bỏ qua. Báo cáo thu nhập trình lên SEC lẽ ra sẽ thấp hơn nếu định giá đúng giá trị của nhà máy. Chúng tôi nghĩ rằng, những thông tin như vậy nên nằm ở ghi chú chân trang của tài khoản thu nhập trong báo cáo thường niên gửi đến cổ đông, nhưng sẽ tốt hơn nếu các kế toán viên từ chối chứng thực một báo cáo chứa các hành động khai giá thấp xuống, đồng thời yêu cầu khôi phục lại con số đúng trong tài khoản doanh nghiệp.

**Bảng cân đối kế toán – Những sai biệt trong tài khoản thu nhập.** Rất nhiều doanh nghiệp đã nâng giá tài sản cố định, tăng chi phí khấu hao ở tài khoản thu nhập lên con số tương ứng. Những doanh nghiệp này cố gắng có được lợi ích từ giá tài sản cao hơn trong bảng cân đối kế toán, mà không phải chịu gánh nặng chi phí khấu hao cao hơn trừ vào thu nhập. Cách làm này đặc biệt thịnh hành trong trường hợp doanh nghiệp khai mỏ và dầu. Hai ví dụ đến từ lĩnh vực công nghiệp như sau:

*Ví dụ:* Hall Printing Company nâng tài khoản tài sản lên 6.222.000 đô-la năm 1926 và 1931, ghi có “Gia tăng giá trị định giá” vào thặng dư vốn cổ phần. Khấu hao trên tài sản tăng giá này, sau đó được trừ vào thặng dư vốn cổ phần thay vì tài khoản thu nhập. Diễn hình là trong năm tài chính kết thúc vào tháng 3 năm 1938, công ty trừ 406.000 đô-la chi phí khấu hao vào thặng dư và trừ 864.000 đô-la khấu hao “thông thường” vào thu nhập. Tháng 4 năm 1938, tài khoản gia tăng giá trị định giá bị xóa bằng cách bút toán giảm cả tài khoản tài sản và thặng dư vốn cổ phần; khoản chi phí khấu hao đặc biệt kia bị ngưng.

Borg Warner đã trừ khoảng 102.000 đô-la mỗi năm từ năm 1935 (và rất nhiều khoản tiền khác nhau trong những năm trước đó) ra khỏi “Thặng dư Tăng giá”, thay vì thu nhập, để tính khấu hao cho hành động nâng giá trị tài sản thực hiện năm 1927.

Hiển nhiên là không doanh nghiệp nào sử dụng chung bộ giá trị cho bảng cân đối kế toán và một bộ khác cho tài khoản thu nhập. Xu hướng gần đây là điều chỉnh các bất cân xứng bằng cách loại bỏ những con số nâng giá trị tài sản trong bảng cân đối kế toán, theo đó trả lại giá mua ban đầu cho tài sản này.

### **TỶ LỆ KHẤU HAO - THỰC HÀNH TIÊU CHUẨN VÀ PHI TIÊU CHUẨN**

**1. Công bố trong các báo cáo niêm yết.** Phần lớn các công ty công nghiệp tuân theo chính sách tiêu chuẩn, khi áp dụng tỷ lệ khấu hao phù hợp cho từng nhóm tài sản. Nhà phân tích có thể dễ dàng kiểm tra dữ liệu này bằng cách tham khảo hồ sơ niêm yết, bản cáo bạch hay báo cáo đăng ký của NYSE.

*Ví dụ:* Nếu tuân theo phương pháp tiêu chuẩn, doanh nghiệp nhiều khả năng sẽ thông báo theo cách sau:

(Từ hồ sơ niêm yết của Electric Storage Battery Company, ngày 17 tháng 12 năm 1928.)

Chính sách khấu hao của công ty cho khoản... như sau: Về các công trình xây dựng, vòng đời là 20 đến 23 năm, phụ thuộc vào đặc điểm của công trình. Máy móc, công cụ và thiết bị cố định được khấu hao theo tỷ lệ từ 1 đến 10 năm, tùy thuộc vào đặc điểm của trang thiết bị. Nội thất và thiết bị cố định văn phòng được khấu hao trong 10 năm. Trong tất cả tài sản tính khấu hao, các tỷ lệ được quyết định bởi kinh nghiệm thực tế và ước tính của kỹ sư về dòng đời năng suất của trang thiết bị. Với khấu hao tài sản ngắn hạn, khoản dự phòng được xây dựng dành riêng cho những thua lỗ có khả năng xảy ra từ các món nợ xấu.

(Từ hồ sơ niêm yết của Midland Steel Products Company, ngày 11 tháng 2 năm 1930.)

Những tỷ lệ khấu hao sau được sử dụng.

Tỷ lệ khấu hao  
theo năm (%)

Công trình kiến trúc .....	2
Đất đai, đường xe chạy và đường đi bộ .....	2
Máy móc .....	7
Nội thất và thiết bị cố định.....	10
Đường tàu tránh .....	2
Xe ô tô và xe tải .....	25

Công cụ và khuôn kéo dây – khấu hao suốt vòng đời dự án khi xác định được số lượng yêu cầu, sau đó bút toán xóa vào cuối năm tài chính.

Những tỷ lệ này dựa trên ước tính vòng đời của tài sản. Theo đó, với các công trình kiến trúc, chi phí được tính khấu hao trong 50 năm; nền đất, lối vào nhà và đường đi bộ trong 50 năm; máy móc trong 14 năm; nội thất và đồ dùng cố định trong 10 năm; đường tàu trong 50 năm. Thời điểm kết thúc vòng đời, tài sản không còn giá trị nào để tính khấu hao.

Đi ngược lại với chính sách chuẩn được áp dụng khá rộng rãi, chúng tôi nhắc đến bút toán đáng ngờ trước đây từng được American Car & Foundry, American Sugar Refining và Baldwin Locomotive Works sử dụng.

Hồ sơ niêm yết của American Sugar Refining Company, ngày 6 tháng 12 năm 1923, bao gồm phát biểu sau:

Công ty duy trì chính sách khấu hao đầy đủ như thể hiện trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh năm trước. Giá trị tài sản lúc nào cũng được duy trì đầy đủ bằng cách thực hiện mọi yêu cầu sửa chữa, làm mới và thay thế phù hợp, cần thiết.

Phát biểu này nghe có vẻ làm an tâm, nhưng nó không đủ rõ ràng để thỏa mãn nhà phân tích. Chi phí khấu hao thực tế như thể hiện trong bảng số liệu dưới đây, tiết lộ chính sách đặc biệt tùy ý và thất thường của doanh nghiệp.

**CHI PHÍ KHẤU HAO HẰNG NĂM  
CỦA AMERICAN SUGAR REFINING**

Năm	Trừ vào thu nhập	Trừ vào thặng dư
1916-1920	2.000.000	-
1921	-	-
1922-1923	1.000.000	-
1924	-	-
1925	1.000.000	-
1926	1.000.000	2.000.000
1927	1.000.000	1.000.000
1928	1.250.000	500.000
1929	1.000.000	500.000
1930	1.000.000	542.631
1931	1.000.000	-
1932	1.000.000	-

Những chi phí trừ vào thặng dư được thực hiện trong giai đoạn 1926-1930 dường như cung cấp thêm luận điểm của chúng tôi rằng, cách tính khấu hao của American Sugar vừa sai, vừa tùy tiện.

Hồ sơ của American Car & Foundry, ngày 2 tháng 4 năm 1925 bao gồm nội dung sau:

Công ty không có tài khoản khấu hao. Tuy nhiên, tương đương với tài khoản khấu hao, công ty lúc nào cũng duy trì các nhà máy và tài sản ở điều kiện vật chất tốt nhất và ở trạng thái hiệu suất cao nhất, bằng cách sửa chữa, làm mới và thay thế trang thiết bị và các công trình kiến trúc theo đúng yêu cầu điều kiện vật chất; thay thế trang thiết bị bằng các loại hiện đại hơn, cho hiệu suất sản xuất cao hơn. Quá trình này đủ để thay thế hoạt động tính chi phí khấu hao và lỗi thời, được đưa vào hạng mục Chi phí Hoạt động.

Chắc chắn nhà phân tích “đủ” cơ sở để nghi ngờ. Thực tế này cũng đúng với American Can, doanh nghiệp đã xoay sở mọi cách để chính sách khấu hao trong hồ sơ niêm yết ngày 26 tháng 2 năm 1926 tránh bị xăm soi, dù rằng nó có nhắc đến việc đã chi tiêu khoảng 50.000.000 đô-la cho việc

mở rộng và cải thiện tài sản từ tháng 2 năm 1907 và rằng “trong giai đoạn này, các tài sản đã được khấu hao ít nhất 20.000.000 đô-la”.

Baldwin Locomotive Works, trong hồ sơ niêm yết ngày 3 tháng 10 năm 1929, đưa ra phát biểu khá bất ngờ sau về khấu hao:

Số tiền khấu hao nhà máy và trang thiết bị được quyết định bởi Chính phủ Liên bang trong 5 năm, từ năm 1924 đến 1928, có tổng là 5.112.258,09 đô-la. Số tiền này được trừ ra khỏi thu nhập hoặc ra khỏi thặng dư, như sau:

Năm	Từ thu nhập	Từ thặng dư	Tổng khấu hao
1924	600.000	-	600.000,00
1925	-	-	-
1926	-	-	-
1927	1.000.000	2.637.881,01	3.637.881,01
1928	600.000	274.377,08	874.377,08
	2.200.000	2.912.258,09	5.112.258,09

Doanh nghiệp kỳ vọng rằng trong tương lai, con số khấu hao dựa trên vòng đời ước tính của tài sản được quyết định bởi Chính quyền Liên bang, được Hội đồng Thuế cho phép như một khoản giảm trừ thu nhập phù hợp và được các kỹ sư của chúng tôi đồng thuận, sẽ quyết định con số mà Works dùng để tính toán khấu hao.

Rõ ràng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh của Baldwin trong giai đoạn này không chính xác. Thu nhập trung bình hàng năm trên cổ phiếu phổ thông cho giai đoạn 1924-1928, theo báo cáo của cổ đông, cao đến bất ngờ so với con số chính xác.

**2. Thể hiện trong so sánh hai doanh nghiệp.** Khi biết chính sách khấu hao của doanh nghiệp không giống với chính sách chuẩn, nhà phân tích có lý do đặc biệt để kiểm tra mức độ chính xác của chính sách này. So sánh với một công ty đơn lẻ trong cùng lĩnh vực có thể cho ra các kết quả quan trọng.

### THU NHẬP TRÊN CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG

Năm	Theo báo cáo	Điều chỉnh theo chi phí khấu hao 1.022.000 đô-la
1924	0,40(d)	2,51(d)
1925	6,02(d)	11,13(d)
1926	22,42	17,31
1927	5,21	5,10
1928	5,34(d)	7,45(d)
Trung bình 5 năm	3,33 đô-la	0,06 đô-la

Công ty	Tài khoản tài sản trung bình (ròng) 1928 - 1932	Chi phí khấu hao trung bình 1928 - 1932	% chi phí khấu hao trên tài khoản tài sản
American Sugar Refining	60.665.000	1.050.000*	1,73†
National Sugar Refining	19.250.000‡	922.000‡	4,79‡
American Car & Foundry	72.000.000	1.186.000§	1,65
American Steel Foundries	31.000.000	1.136.000	3,66

\* Không tính chi phí khấu hao trừ vào thặng dư. Nếu tính thì con số này sẽ là 1.358.500 đô-la.

† Bao gồm chi phí khấu hao trừ vào thặng dư, con số này sẽ là 2,24%.

‡ Dựa trên 4 năm 1929-1932. Không có dữ liệu của năm 1928.

§ Ước tính  $\frac{1}{2}$  chi phí vốn được sử dụng để làm mới và sửa chữa. Trong trường hợp của United States Steel trong giai đoạn 1901-1933, chi phí khấu hao trung bình khoảng 40% tổng chi phí cho bảo trì và khấu hao.

Vừa mang tính so sánh, vừa tuyệt đối, chính sách khấu hao của American Sugar và American Car & Foundry trông có vẻ không chính xác.<sup>1</sup>

1. Ví dụ về các công ty công nghiệp trừ đi các khoản chi phí không đầy đủ và các khoản thuế thu nhập ít hơn gồm: Harbison-Walker Refractories Company trừ 296.000 đô-la năm 1936, được ban quản trị mới nhận định là “rất không chính xác” và điều chỉnh lại thành 472.000 đô-la; McKeesport Tin Plate Corporation báo cáo năm 1937 rằng chi phí trừ đi khoản hoàn thuế là 803.000 đô-la so với 425.000 đô-la trong báo cáo gửi đến cổ đông. Tương tự, National Enameling và Stamping Company trong giai đoạn 1935-1937 trừ khoảng 185.000 đô-la hàng năm vào tài khoản thu nhập, khác với khoản hoàn thuế 280.000 đô-la của nó. Năm 1938, khoản khấu hao không đầy đủ của giai đoạn 1933-1937 được điều chỉnh bằng cách trừ 443.000 đô-la vào thặng dư. Những kiểm toán viên của Cudahy Packing Company báo cáo trong văn bản

**Chi phí khấu hao thường là vấn đề trong các vụ sáp nhập.** Chi phí khấu hao tương đối đôi khi trở thành vấn đề khi quyết định sự đúng đắn của các điều kiện để xuất hợp nhất.

*Ví dụ:* Năm 1924, kế hoạch sáp nhập Chesapeake & Ohio, Hocking Valley, Pere Marquette, “Nickel Plate”, Erie được công bố. Vài cổ đông Chesapeake & Ohio phản đối, họ thuyết phục Hội đồng Thương mại Liên tiểu bang rằng các điều kiện hợp nhất rất không công bằng với công ty của họ. Trong số nhiều vấn đề, họ chỉ ra rằng thu nhập của Chesapeake và Ohio trong 3 năm liền kể trước đó thực tế cao hơn nhiều so với báo cáo, vì các chi phí bất thường đến từ khấu hao và chi phí chấm dứt vòng đời trang thiết bị. Phản đối tương tự cũng được đưa ra trong thương vụ sáp nhập Bethlehem Steel, Youngstown Shreet & Tube trong năm 1929, kế hoạch này cũng bị bác bỏ.

**Khấu hao che đậy.** Thực tế khi phân tích chứng khoán, không nên coi nhẹ bất cứ thứ gì trong trường hợp kỳ lạ của American Can, doanh nghiệp cho đến năm 1937 không công bố chi tiết chính sách khấu hao cho cổ đông. Trong giai đoạn 1922-1936, mỗi năm doanh nghiệp này trừ đi khoản chi phí 2.000.000 đô-la cho mục đích khấu hao. So sánh với trường hợp của Continental Can – doanh nghiệp trừ số tiền tương tự cho khoản đầu tư nhỏ hơn nhiều, chúng ta sẽ thấy rằng sức mạnh thu nhập của American Can đã bị báo cáo quá cao. Báo cáo thường niên năm 1934 gửi đến các cổ đông lần đầu thông báo rằng, doanh nghiệp cũng đã trừ đi khoản chi phí hoạt động cho mục đích “thay thế tài sản”, song không thực sự chi ra số tiền này. Thực tế (chứ không phải con số), những khoản

đính kèm báo cáo năm 1939 rằng, theo quan điểm của họ, khoản dự trữ khấu hao mà doanh nghiệp đã xây dựng trong khoảng thời gian trước 29 tháng 10 năm 1938 là không phù hợp.

Ngược lại với trường hợp khấu hao quá mức, hãy tham khảo chi phí khấu hao của Acme Steel cho giai đoạn 1932-1935, được chính phủ liên bang phát hiện là cao hơn 555.000 đô-la. Số tiền này trừ đi thuế thu nhập đến từ đó là 104.000 đô-la, được ghi có vào thặng dư năm 1936. (Trường hợp này đối lập hoàn toàn với National Enameling.) Chicago Yellow Cab Company năm 1938 ghi có vào thặng dư khoản tiền 483.000 đô-la vì đã tính khấu hao quá cao trong những năm trước.

chi phí tương tự cũng được áp dụng cho năm 1935 và 1936. Trong khi đó, Mẫu 10-K trong năm 1935 trình lên SEC tiết lộ rằng, mức chi phí cao hơn này đạt con số khoảng 2.400.000 đô-la. Cuối cùng, báo cáo thường niên năm 1937 thông báo với cổ đông rằng, những khoản chi phí phụ trội kia đạt con số khoảng 3.275.000 đô-la trong năm 1936. Bắt đầu từ năm 1937, doanh nghiệp thực hiện những khoản giảm trừ chi phí khấu hao “định kỳ”, tổng là 5.702.000 đô-la trong năm đó và 6.085.000 đô-la trong năm tiếp theo 1938. Người chủ doanh nghiệp đã nói thật về chi phí vòng đời tài sản của họ.

1928	Bethlehem Steel	Youngstown Sheet & Tube
Tài khoản tài sản, 31 tháng 12 năm 1927	673.000.000	204.000.000
Doanh số bán	295.000.000	141.000.00
Chi phí khấu hao, cạn kiệt và lỗi thời	13.658.000	8.321.000
Hệ số: khấu hao trên tài khoản tài sản	2,03%	4,08%
Hệ số: khấu hao trên doanh số bán	4,63%	5,90%

Khi xem các số liệu công bố phía sau, suy đoán trước đó rằng American Can đã báo cáo thấp chi phí khấu hao đã nhường chỗ cho nhận định rằng: doanh nghiệp này không thể tiết lộ các dữ liệu hoạt động đúng đắn.

**Trường hợp chi phí khấu hao cao được che dấu bằng các phương pháp kế toán.** Ví dụ American Can gợi ra ý tưởng so sánh với cách làm trước đó của National Biscuit Company, một doanh nghiệp được sở hữu bởi vài cổ đông. Trong nhiều năm trước 1922, công ty này liên tục gia tăng số tiền đầu tư vào các nhà máy, nhưng tài khoản tài sản không thể hiện khoản gia tăng nào, ngoại trừ một lần duy nhất trong năm 1920. Báo cáo gửi cổ đông cực kỳ nhập nhằng về vấn đề chi phí khấu hao,<sup>1</sup>

1. Trước năm 1919, bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp này mỗi năm báo cáo tài sản cố định “Trừ đi Tài khoản khấu hao – 300.000 đô-la”. Rõ ràng khoản giảm trừ này chỉ áp dụng cho năm hiện tại, chứ không phải là khoản tích lũy.

nhưng theo cẩm nang tài chính doanh nghiệp, chính sách của công ty này như sau: “Khấu hao là 300.000 đô-la một năm, tất cả hạng mục thay thế và sửa đổi công trình xây dựng đều được trừ trực tiếp vào chi phí hoạt động”.

Tuy nhiên, rất khó để tránh kết luận rằng, vốn đầu tư cho những nhà máy mới này thực sự được trừ ra khỏi lợi nhuận, thu nhập thực trong mọi trường hợp đều lớn hơn rất nhiều con số báo cáo công chúng. Ở lần phát hành 7 cổ phiếu mới cho một cổ phiếu cũ và nâng gấp 3 lần tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt năm 1922, chính sách báo cáo thấp thu nhập đã bị hủy bỏ. Kết quả là sức mạnh thu nhập theo báo cáo bất ngờ tăng gấp đôi, đi kèm với mức giá tăng tương ứng tài khoản nhà máy. Sự khác biệt giữa hai giai đoạn được thể hiện sinh động trong bảng dưới đây.

Kết thúc năm	Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông	Tài khoản nhà máy thuần cuối năm
31/01/1911	2.883.000	53.159.000
1912	2.937.000	53.464.000
1913	2.803.000	53.740.000
1914	3.432.000	54.777.000
1915	2.784.000	54.886.000
1916	2.393.000	55.207.000
1917	2.843.000	55.484.000
31/12/1917	2.886.000 (11 tháng)	53.231.000
1918	3.400.000	52.678.000
1919	3.614.000	53.955.000
1920	3.807.000	57.788.000
1921	3.941.000	57.925.000
1922	9.289.000	61.700.000
1923	10.357.000	64.400.000
1924	11.145.000	67.292.000
1925	11.845.000	69.745.000

**Thất bại trong báo cáo chi phí khấu hao.** Trước khi SEC đưa ra các quy định, vài doanh nghiệp lớn báo cáo thu nhập sau chi phí khấu

hao, nhưng không báo cáo con số khấu hao cụ thể. May thay, tất cả doanh nghiệp niêm yết giờ đây phải công bố thông tin này.<sup>1</sup>

## CHI PHÍ KHẤU HAO TÀI SẢN VÔ HÌNH CỦA CÔNG TY DẦU VÀ MỎ

Ngành công nghiệp quan trọng này đối mặt với các yếu tố đặc biệt ảnh hưởng lên tính toán khấu hao. Bên cạnh khấu hao theo nghĩa thông thường tính toán giống với các doanh nghiệp khác<sup>2</sup>, những doanh nghiệp này còn phải dự trữ chi phí cạn kiệt các mỏ quặng hay mỏ dầu. Trong trường hợp của doanh nghiệp mỏ, còn tồn tại cả chi phí phát triển. Các doanh nghiệp sản xuất dầu, có những khoản chi phí phụ trội cho phí tổn khoan không đúng mỏ dầu và hợp đồng thuê không sinh lãi. Những hạng mục này cũng có ảnh hưởng lớn lên lợi nhuận thực, chúng cũng rắc rối vì các doanh nghiệp khác nhau sử dụng những phương pháp tính toán khác nhau.

**Chi phí cạn kiệt của doanh nghiệp mỏ.** Chi phí cạn kiệt đại diện cho trường hợp sử dụng hết tài sản vốn và chuyển chúng thành những sản phẩm để bán. Nó xảy ra ở doanh nghiệp sản xuất kim loại, dầu và khí ga, khí sulphur, gỗ... Khi các tài sản, hay mỏ dự trữ sản phẩm cạn kiệt, giá trị của chúng phải được xóa dần bằng cách trừ chi phí vào thu nhập. Trong trường hợp của những doanh nghiệp mỏ cũ (đặc biệt là những đơn vị sản xuất đồng và sulphur), chi phí cạn kiệt được quyết định bởi một số yêu cầu kỹ thuật theo luật thuế thu nhập liên bang, dựa trên giá trị và số lượng của mỏ dự trữ vào 1 tháng 3 năm 1913, hoặc áp dụng các tỷ lệ phần trăm nhất định lên giá trị sản phẩm. Vì cơ sở phi tự nhiên trong các tính toán,

1. Allied Chemical & Dye Corporation cố gắng giữ bí mật những thông tin này và các dữ liệu khác, song sau những lần trì hoãn nghiêm trọng, chúng đã được công bố ra công chúng (năm 1938). Doanh nghiệp này giống vài doanh nghiệp khác, vẫn không công bố doanh thu và khấu hao trong báo cáo gửi đến cổ đông, song thông tin quan trọng này có thể được thu thập trong báo cáo thường niên gửi đến SEC (Mẫu 10-K).

2. Tuy nhiên, giá mua trang thiết bị và nguyên vật liệu dùng trong tài sản sản xuất dầu thường được bút toán xóa thông qua chi phí cạn kiệt (dựa trên số thùng dầu sản xuất) thay vì tài khoản khấu hao (dựa trên giai đoạn thời gian).

rất nhiều doanh nghiệp đã loại bỏ chi phí cạn kiệt ra khỏi báo cáo gửi đến cổ đông.

**Nhà đầu tư cần tính toán độc lập.** Như chúng tôi sẽ trình bày ở sau, nhà đầu tư khi nghiên cứu doanh nghiệp mỏ thường phải tính toán đến chi phí cạn kiệt, dựa trên con số người này đã trả cho cổ phần của mình ở công ty mỏ. Kết quả là chi phí cạn kiệt hoặc dựa trên chi phí sổ sách ban đầu của công ty, hoặc dựa trên một con số đặc biệt được thiết kế nhằm mục đích chi trả thuế thu nhập, sẽ khó hiểu hơn là hữu ích. Việc loại bỏ chi phí cạn kiệt của các doanh nghiệp mỏ không nên bị phê phán; cổ đông phải nhận ra thực tế này khi nghiên cứu báo cáo doanh nghiệp. Hơn nữa, trong bất kỳ so sánh các doanh nghiệp mỏ nào, cần phân biệt những doanh nghiệp có trừ và không trừ chi phí cạn kiệt trong báo cáo thu nhập. Dưới đây là vài ví dụ về những doanh nghiệp theo đuổi các chính sách khác nhau:

Doanh nghiệp báo cáo thu nhập mà không trừ chi phí cạn kiệt:

- Alaska Juneau Gold Mining Co.
- Anaconda Copper Mining Co.
- Dome Mines, Ltd. (vàng)
- Kennecott Copper Corp.
- Noranda Mines, Ltd. (đồng và vàng)
- Texas Gulf Sulphur Co.

Doanh nghiệp báo cáo thu nhập sau khi trừ chi phí cạn kiệt:

- Cerro de Pasco Copper Corp.
- Granby Consolidated Mining, etc., Co. (đồng)
- Homestake Mining Co. (vàng)
- International Nickel Co. of Canada, Ltd.
- Patino Mines, etc. (thiếc)
- Phelps Dodge Corp. (đồng)
- St. Joseph Lead Co.

**Chi phí cạn kiệt và các chi phí tương tự trong ngành dầu.** Trong ngành dầu, chi phí cạn kiệt có quan hệ chặt chẽ với chi phí kinh doanh thực tế hơn, so với trường hợp của doanh nghiệp mỏ. Doanh nghiệp mỏ thường đầu tư vào một tài sản hay nhóm tài sản, chi phí của khoản đầu tư này sau đó được trừ ra trong giai đoạn khá dài. Nhưng doanh nghiệp sản xuất dầu quy mô thường chi tiêu những khoản tiền cực lớn mỗi năm cho các hợp đồng thuê mới hay những giếng dầu mới. Những tài sản mới này cần thiết để bù đắp mức dự trữ suy giảm trong sản xuất. Chi phí cạn kiệt có thể xem như tương ứng với chi tiêu tiền mặt hiện tại cho mục đích duy trì dự trữ

và sản xuất. Những giếng dầu mới nhiều khả năng mang lại 80% sản lượng dầu ra trong năm đầu tiên. Do đó, tất cả chi phí của những hoạt động “sản xuất tràn lan” như vậy phải được trừ đi trong một năm tài chính, còn “thu nhập” từ nguồn này thực tế là lợi nhuận từ vốn đầu tư. Nếu khoản đầu tư không được bút toán xóa nhanh chóng thông qua các chi phí cạn kiệt và những chi phí khác, lợi nhuận và giá trị của tài khoản tài sản sẽ bị báo cáo lên vô cùng cao. Trong trường hợp công ty dầu tích cực khai phá các mỏ dầu mới, doanh nghiệp này phải thực hiện các bút toán xóa như sau:

1. *Khấu hao tài sản hữu hình.*
2. *Cạn kiệt* dữ trữ dầu và khí ga, dựa trên chi phí thuê.
3. *Hợp đồng thuê không sinh lãi* được bút toán xóa. Một phần của hoạt động mua lại và khai phá mỏ dầu chắc chắn không mang lại giá trị, những hợp đồng thuê sinh lãi phải được trừ ra khỏi doanh thu.
4. *Chi phí vô hình (khoan không trúng mỏ dầu).* Những chi phí này hoặc bút toán xóa ở cùng thời điểm với chi phí hoạt động, hoặc khấu hao theo vòng đời của giếng dầu.

*Ví dụ:* Trường hợp Marland Oil năm 1926 minh họa báo cáo thu nhập của doanh nghiệp dầu phụ thuộc vào chính sách kế toán liên quan đến khấu hao. Doanh nghiệp này hằng năm chi số tiền lớn cho các hợp đồng thuê và mỏ dầu mới nhằm duy trì tỷ lệ sản xuất. Trước năm 1926, doanh nghiệp tính “chi phí khoan vô hình” vào tài khoản vốn và trừ chúng ra khỏi thu nhập như chi phí khấu hao thường niên. Năm 1926, Marland áp dụng chính sách bảo thủ hơn khi trừ tất cả “chi phí vô hình” của năm đó vào thu nhập. Ảnh hưởng lên lợi nhuận được thể hiện trong bảng sau.

Hạng mục	1925	1926	1927
Thu nhập ròng và thu nhập khác	73.231.000	87.360.000	58.980.000
Thu nhập ròng trước dự phòng	24.495.000	30.303.000	9.808.000
Chi phí khấu hao tài sản vô hình	9.696.000	18.612.000	17.499.000
Thu nhập sẵn có cho chi trả cổ tức	14.799.000	11.691.000	7.691.000(d)

Trong 10 năm qua, chính sách của các doanh nghiệp dầu mỏ lớn đã có những thay đổi quan trọng. Trước khùng hoảng, xu hướng chung là trừ “chi phí khoan không trúng mỏ dầu” ra khỏi thu nhập như chính sách của Marland năm 1926. Sau khùng hoảng tới nay, rất nhiều doanh nghiệp lớn đã ít cẩn trọng hơn khi hạch toán các chi phí này, tùy thuộc vào khấu hao thường niên.<sup>1</sup> Thay đổi này chủ yếu được lý giải bằng việc áp dụng rộng rãi đạo luật chia theo tỷ lệ của bang, yêu cầu phân bổ tổng sản lượng của một giếng dầu mới ra nhiều năm, thay vì tập trung trong vòng vài tháng. Cách làm này khiến mỏ dầu trở thành tài sản vốn dài hạn, vì thế trừ phần lớn chi phí từ tài sản này (thường là con số rất lớn) vào lợi nhuận của một năm đơn lẻ sẽ là quá nhiều.

Những doanh nghiệp này cũng gia tăng thu nhập bằng cách hạ giá trị tài sản cố định xuống, tương ứng theo đó là giảm chi phí khấu hao thường niên. Thực hành này có lẽ được sử dụng rộng rãi ở các doanh nghiệp dầu mỏ hơn nhóm công ty công nghiệp khác. Vài đơn vị sản xuất cũng đổi chi phí giải phóng tài sản từ thu nhập sang dự phòng khấu hao. Cuối cùng, chúng tôi có các ví dụ về doanh nghiệp hạ chi phí khấu hao bằng cách áp dụng “cơ sở tổng quát”, thay vì cơ sở thuê khi tính chi phí cạn kiệt. Bằng cách này, dầu được sản xuất từ những mỏ thuê chi phí cao không được tính toán ở chi phí thực tế, mà ở mức chi phí trung bình của mọi mỏ dự trữ dầu mà doanh nghiệp sở hữu.

Tầm quan trọng của thay đổi này trong chính sách kế toán được minh họa như sau:

*Ví dụ:* Gulf Oil Corporation tăng thu nhập năm 1932 lên 3.621.000 đô-la bằng cách vốn hóa chi phí khoan không trúng mỏ dầu, thay vì trừ chúng đi như trước đây từng làm.

Socony-Vacuum tăng thu nhập năm 1932 lên 6.095.000 đô-la (thu nhập sau đó cũng tăng tương ứng) bằng cách hạ giá trị tài sản cố định, dẫn đến giảm chi phí khấu hao. Năm 1935, lợi nhuận của nó tăng 1.376.000

1. Các doanh nghiệp thực hiện thay đổi này từ năm 1930 bao gồm Standard Oil Indiana và New Jersey, Gulf Oil, Tidewater Associated, Consolidated Oil.

đô-la bằng cách tính khoản tiền này – đại diện cho khoản lỗ ở một số tài sản thanh lý – vào dự phòng khấu hao thay vì thu nhập. Năm 1936, doanh nghiệp này bắt đầu vốn hóa chi phí khoan vô hình, tăng khoảng 8.850.000 đô-la vào lợi nhuận năm đó thông qua thay đổi này. Năm 1937, doanh nghiệp thực hiện điều chỉnh phụ trội trong chính sách khấu hao, tăng thêm khoảng 2.500.000 đô-la cho lợi nhuận năm đó.

Pure Oil Company giảm chi phí cạn kiệt năm 1934 và tăng thu nhập lên 1.698.000 đô-la thông qua sử dụng cơ sở “tổng quát”.

**Ý nghĩa của những biến thể này đối với nhà phân tích và nhà đầu tư.** Những khác biệt trong phương pháp kế toán này rất rõ rệt, có thể khiến nhà đầu tư cảm thấy bức bối. Tuy nhiên, chúng ta phải nhận ra rằng, hầu hết đều có thể chấp nhận được từ góc nhìn kỹ thuật. Các biến thể đại diện cho những lựa chọn giữa cơ sở thông thường và cơ sở cẩn trọng khi tính toán khấu hao tài sản cố định. Điều cần làm ở đây không phải là phê bình, mà là diễn giải đúng cách tính.

*Những tiêu chuẩn để xuất.* Nhà phân tích nên tìm cách áp dụng một mẫu chuẩn và tỷ lệ cẩn trọng hợp lý trong tính toán hao mòn tài sản, phản ánh thực tế của khoản đầu tư để xuất. Chúng tôi đề nghị những tiêu chuẩn sau nếu chúng hợp lý trong áp dụng thực tế:

1. *Khấu hao tài sản hữu hình.* Nhà đầu tư nên tìm cách áp dụng tỷ lệ khấu hao thống nhất và hợp lý cho tài sản. Chúng tôi đề nghị các tiêu chuẩn dưới đây, có thể áp dụng chúng trong chừng mực:
  2. *Chi phí khoan vô hình.* Chúng tôi tin rằng, vốn hóa những chi phí này và sau đó bút toán xóa chúng khi dầu được sản xuất, dù rằng “ít cẩn trọng hơn”, nhưng đó là cơ sở phổ biến để so sánh và phản ánh đúng về thu nhập hiện tại. Khi so sánh các doanh nghiệp sử dụng phương pháp này hay phương pháp khác, nhà phân tích phải dự phòng nhiều nhất có thể cho khoản thu nhập bị báo cáo thấp, trong trường hợp doanh nghiệp trừ 100% chi phí vào năm đầu tiên.

*Ví dụ:* Khó khăn điều chỉnh trong thực tế có thể được thấy khi so sánh báo cáo năm 1938 của Continental Oil Company và Ohio Oil Company. Hai doanh nghiệp này khá giống nhau. Cả hai đều sản xuất 20 thùng dầu trong năm 1938; Continental Oil Company lọc khoảng  $\frac{2}{3}$ , và Ohio Oil khoảng  $\frac{1}{3}$  sản lượng dầu ra. Continental trừ tất cả chi phí khoan vô hình thẳng vào thu nhập, trong khi Ohio vốn hóa những chi phí này và trừ dần theo vòng đời của các giếng dầu.

Có thể kỳ vọng rằng tổng chi phí khấu hao tài sản vô hình của Continental bao gồm 100% chi phí khoan dầu sẽ cao hơn Ohio. Nhưng trong năm 1918, Ohio trừ đi 11.602.000 đô-la hay 21½% trong tổng số 54.000.000 đô-la doanh số bán hàng; trong khi Continental trừ đi 14.038.000 đô-la, hay 17,6% của 80.000.000 đô-la tổng doanh số. Rõ ràng nhà phân tích không cần phải điều chỉnh gì để cân bằng hai phương pháp kế toán. Các lý do có thể được tìm thấy trong nhiều trường hợp là: (a) sau một vài năm phương pháp bút toán xóa dần sẽ gần giống phương pháp tính tổng 100%, vì khấu hao chi phí khoan vô hình liên tục lớn hơn. (b) Trường hợp Continental, doanh nghiệp này giảm 45.000.000 đô-la tài sản năm 1932, theo đó giảm rất nhiều chi phí khấu hao và chi phí cạn kiệt thông thường trong những năm tiếp theo.

3. Chúng tôi nghĩ rằng, thua lỗ trong các tài sản được giải phóng (cao hơn mức khấu hao đã tích lũy) nên được trừ vào thu nhập của năm, hơn là trừ vào thặng dư như cách làm của nhiều doanh nghiệp trong những lĩnh vực khác. Lý do là những chi phí giải phóng tài khoản có thể rất bình thường và mang tính lặp lại ở một doanh nghiệp dầu tích hợp lớn, chứ không chỉ thỉnh thoảng mới xảy ra như trong những ngành khác. Những chi phí dưới đây đến từ các hợp đồng thuê được hủy bỏ, những khoản lỗ đó nên được trừ vào thu nhập.
4. Nguyên tắc lý thuyết phù hợp ở đây là, nhà phân tích nên tính toán phần chi phí cạn kiệt dựa trên cơ sở dự trữ dầu theo định giá thị trường. Điểm này sẽ được thảo luận trong chương tiếp theo, khi

áp dụng vào tính toán khấu hao tài sản vô hình nói chung. Như chúng ta thấy, cách làm này hàm ý rằng, cơ sở kế toán chính xác trong tính toán chi phí cạn kiệt có thể không phải là cơ sở phù hợp để phân tích giá trị đầu tư.

Không may thay, thực hành kinh doanh trong ngành dầu khí khiến việc áp dụng hợp lý nguyên tắc này trở nên cực kỳ khó khăn. Các doanh nghiệp sản xuất dầu khí rõ ràng đã thu hầu hết phần lợi nhuận của ngành; doanh nghiệp lọc dầu và marketing lãi rất ít từ khoản đầu tư. Nếu thu nhập là tiêu chuẩn giá trị ở đây, hầu hết giá trị thị trường của các cổ phiếu dầu khí tiêu biểu sẽ rơi vào tay các doanh nghiệp sản xuất dầu, dựa vào cơ sở này, sẽ cần tính chi phí cạn kiệt tương đối cao trên mỗi thùng dầu. Mặt khác, nếu cách phân chia này được ghi nhận vào giá trị sổ sách, các doanh nghiệp lọc và tiếp thị dầu sẽ có giá trị rất lớn, dự trữ dầu có giá trị nhỏ hơn nhiều, chi phí cạn kiệt cũng nhỏ hơn tương ứng.

Chúng tôi chưa thấy đáp án nào thực sự thỏa đáng cho tình thế tiến thoái lưỡng nan vừa nêu ra, vì với chúng tôi, việc phân chia sức mạnh thu nhập trong ngành giữa doanh nghiệp sản xuất và những nhánh doanh nghiệp khác, về bản chất mang tính phi tự nhiên và không thể lâu dài. Chúng tôi theo đó đề xuất thỏa hiệp thực tế cho vấn đề như sau:

1. Trong trường hợp doanh nghiệp dầu tích hợp, hãy chấp nhận con số chi phí cạn kiệt sẵn có tốt nhất. (Bao gồm chấp nhận cơ sở “tổng quát”, nếu được sử dụng, vì phương pháp này dường như phản ánh đúng thực tế.) Tuy nhiên, bất kỳ chi phí cạn kiệt nào đến từ tăng giá tài sản nên được trừ ra khỏi thu nhập.
2. Trong trường hợp các doanh nghiệp chỉ sản xuất dầu, hoặc chủ yếu sản xuất dầu, nhà phân tích có thể tính toán giá mà thị trường đang trả cho tổng giá trị dự trữ dầu (nếu ước tính này được công bố). Do đó, người này có thể tính toán chi phí cạn kiệt cho riêng mục đích phân tích của mình, theo cách giống với trường hợp doanh nghiệp mỏ.

## NHỮNG HÌNH THỨC TÍNH TOÁN KHẨU HAO TÀI SẢN VỐN KHÁC

**Tài sản thuê và sửa sang tài sản thuê.** Hợp đồng thuê thông thường không cần người đi thuê phải đầu tư vốn tài chính. Người này đơn thuần chỉ trả phí thuê để có thể sử dụng tài sản. Nhưng nếu các khoản phí thuê thấp hơn giá trị sử dụng tài sản rất nhiều và hợp đồng này vẫn còn thời hạn khá dài, thì tài sản thuê có thể mang giá trị rất cao. Vùng khai thác dầu được thuê trên cơ sở phí thuê mỏ tiêu chuẩn với con số chỉ bằng  $1/8$  sản lượng. Các hợp đồng thuê với sản lượng dầu ra lớn được khai thác để đảm bảo có giá trị cao hơn rất nhiều tổng phí thuê, chúng được mua và bán giống với cách mua bán quyền sở hữu phí thuê tài sản. Những khoản tiền cao hơn tương tự cũng được trả cho các hợp đồng thuê bất động sản nội đô dài hạn, thường là trong những năm thịnh vượng.

Nếu doanh nghiệp đã trả tiền cho tài sản thuê, chi phí đó được tính như khoản đầu tư tài chính và sẽ được bút toán xóa theo dòng đời hợp đồng thuê. (Trong trường hợp hợp đồng thuê mỏ dầu, bút toán xóa được thực hiện trên từng thùng dầu, hơn là theo thời gian, vì sản lượng sẽ sụt giảm nhanh chóng từ khi bắt đầu sản xuất.) Những chi phí này thực tế là một phần chi phí thuê trả cho tài sản và hiển nhiên phải được tính trong chi phí hoạt động hiện tại.

Khi các công trình kiến trúc được xây dựng trên tài sản thuê, hoặc doanh nghiệp thay thế và lắp đặt thiết bị, các hoạt động này được gọi là “sửa sang tài sản thuê”. Do đó, chi phí phải được bút toán xóa về 0 theo vòng đời của hợp đồng thuê, vì chúng sẽ trả về chủ đất khi hợp đồng thuê hết hạn. Chi phí thường niên cho mục đích này được gọi là “khấu hao sửa sang tài sản thuê”. Nó cũng có chung một phần bản chất với chi phí khấu hao. Các doanh nghiệp chuỗi cửa hàng thường đầu tư những khoản tiền rất lớn vào sửa sang tài sản thuê, kết quả là chi phí thường niên có thể có ảnh hưởng lớn lên tài khoản thu nhập.

Ví dụ: Ngày 31 tháng 12 năm 1938, bảng cân đối kế toán của F. W. Woolworth có khoản “Các công trình kiến trúc và sửa sang tài sản thuê

được tính hao mòn theo vòng đời hợp đồng thuê” ở giá trị ròng 46.717.000 đô-la. Chi phí trừ vào thu nhập năm 1938 để tính tổng chi phí khấu hao cho các công trình và sửa chữa tài sản thuê này là 3.925.283 đô-la.

Vì các hạng mục trên thuộc nhóm tài sản tính khấu hao, chúng cũng được xử lý tùy ý như những hạng mục khác. Bằng cách trừ khoản chi phí này vào thặng dư thay vì thu nhập, hoặc hạ giá toàn bộ khoản đầu tư tài chính xuống chỉ còn 1 đô-la và loại bỏ hoàn toàn chi phí thường niên này, doanh nghiệp có thể bỏ các hạng mục trên ra khỏi chi phí hoạt động trong thu nhập báo cáo trên cổ phiếu, khiến thu nhập này có vẻ cao hơn.

**Khấu hao bằng sáng chế.** Theo lý thuyết, bằng sáng chế nên được xử lý giống tài sản mỏ; nghĩa là chi phí phải được trừ vào thu nhập trong suốt quãng đời còn lại của bằng sáng chế. Do đó, rõ ràng những chi phí được trừ vào thu nhập doanh nghiệp – dựa trên giá trị sổ sách của bằng sáng chế – phản ánh rất ít thực tế. Câu hỏi này nằm trong phạm vi chương sau về khấu hao nhìn từ góc độ nhà đầu tư. Để tránh chia nhỏ phần thảo luận ra, chúng tôi cũng sẽ dành phần thảo luận ngắn gọn về các phương pháp kế toán liên quan đến bằng sáng chế thường gặp trong các báo cáo doanh nghiệp ở chương sau.

**Khấu hao lợi thế thương mại.** Vấn đề này không quan trọng lắm. Chỉ vài doanh nghiệp áp dụng chính sách trừ tài khoản lợi thế thương mại vào thu nhập thường niên.

*Ví dụ:* Radio Corporation of America trừ 310.000 đô-la mỗi năm cho mục đích này trong giai đoạn 1934 đến 1937. Cách làm này được áp dụng cho tài khoản lợi thế thương mại của công ty con National Broadcasting Company và ngưng thực hiện vào năm 1938, dù rằng vẫn còn 1.876.000 đô-la chưa được tính khấu hao.

Tất nhiên, cách làm này không dựa trên cơ sở dữ kiện, vì lợi thế thương mại không có vòng đời tách biệt khỏi tổng thể doanh nghiệp. Dù hạng mục này có quy mô lớn nhỏ đến đâu, nhà phân tích nên điều chỉnh thu nhập bằng cách loại bỏ chi phí này.

## *Chương 28*

# TÂM QUAN TRỌNG CỦA LỊCH SỬ THU NHẬP

---

---

Trong 6 chương trước, chúng tôi tập trung nghiên cứu kỹ lưỡng tài khoản thu nhập, để tìm ra các kết quả kinh doanh chính xác và đầy đủ thông tin trong mỗi giai đoạn. Câu hỏi quan trọng thứ hai mà nhà phân tích phải tìm ra là những con số quá khứ giúp chỉ báo thu nhập tương lai. Đây là vấn đề quan trọng và khó nhất trong phân tích chứng khoán. Nó quan trọng nhất vì chúng ta phải tốn nhiều công sức nghiên cứu quá khứ để tìm ra những manh mối cho tương lai. Nó khó nhất vì những manh mối này không hoàn toàn đáng tin cậy và thường ít giá trị. Những nhược điểm này làm suy giảm nghiêm trọng giá trị của nghề phân tích, nhưng không hủy hoại nó. Con số thống kê trong quá khứ vẫn là kim chỉ nam đáng tin cậy, trong nhiều trường hợp vẫn dùng như xuất phát điểm chính để định giá và lựa chọn chứng khoán.

**Khái niệm sức mạnh thu nhập.** Khái niệm *sức mạnh thu nhập* có vị trí quan trọng trong lý thuyết đầu tư. Nó kết hợp báo cáo về thu nhập thực tế thể hiện trong giai đoạn quá khứ, kỳ vọng rằng nhất định chúng sẽ diễn ra tương tự trong tương lai, trừ khi các điều kiện liên quan có thay đổi lớn. Lịch sử phải bao quát nhiều năm, đầu tiên vì các kết quả kinh doanh lặp lại luôn ẩn tượng hơn kết quả kinh doanh chỉ xảy ra một

lần; thứ hai vì con số trung bình trong cả giai đoạn tương đối dài sẽ có xu hướng hấp thu và cân bằng những ảnh hưởng méo mó đến từ chu kỳ kinh doanh.

Tuy nhiên, cần phân biệt giữa con số trung bình được tính toán số học từ nhóm các số liệu rời rạc và con số trung bình “thông thường” hoặc “mẫu mực”. Khác biệt giữa sức mạnh thu nhập và loại còn lại có thể nhìn thấy rõ ràng hơn từ ví dụ sau đây:

#### **ĐIỀU CHỈNH THU NHẬP TRÊN CỔ PHIẾU GIAI ĐOẠN 1923-1932**

Năm	S. H. Kress	Hudson Motors
1932	2,80	3,54(d) (đô-la)
1931	4,19	1,25(d)
1930	4,49	0,20
1929	5,92	7,26
1928	5,76	8,43
1927	5,26	9,04
1926	4,65	3,37
1925	4,12	13,39
1924	3,06	5,09
1923	3,39	5,56
Trung bình 10 năm	4,36 (đô-la)	4,75 (đô-la)

Thu nhập trung bình 4,5 đô-la/cổ phiếu của S. H. Kress & Company có thể được gọi là “sức mạnh thu nhập chỉ báo”, vì con số hằng năm thể hiện độ biến thiên rất nhỏ so với con số thông thường. Mặt khác, con số trung bình 4,75 đô-la/cổ phiếu của Hudson Mottors đơn thuần chỉ là con số tính trung bình từ 10 con số rất khác nhau, không có lý do thuyết phục nào để tin rằng thu nhập từ năm 1933 trở đi liên quan đến con số trung bình này.

Những kết luận này cho đến năm 1933, được hỗ trợ bởi các con số trong giai đoạn 6 năm như sau:

Năm	S. H. Kress <sup>1</sup>	Hudson Motors	J. I. Case
1933	4,23 (đô-la)	2,87(d) (đô-la)	14,66(d) (đô-la)
1934	4,76	2,10(d)	7,38(d)
1935	4,63	0,38	5,70
1936	4,62	2,14	12,37
1937	4,62	0,42	19,20
1938	2,76	2,94(d)	8,89
1939	3,86	0,86(d)	1,87(d)

1. Phát biểu trên cơ sở vốn hóa cũ, trước khi chia tách theo tỷ lệ 2:1 vào năm 1936.

**Phân tích định lượng nên được bổ sung bằng các cân nhắc định tính.** Khi nghiên cứu lịch sử thu nhập, nguyên tắc quan trọng trong phân tích chứng khoán cần phải ghi nhớ là:

*Dữ liệu định lượng chỉ hữu ích khi được hỗ trợ bởi khảo sát định tính về doanh nghiệp.*

Các con số lịch sử sẽ không đủ để thể hiện công việc kinh doanh ổn định. Bản chất kinh doanh phải thể hiện sức mạnh thu nhập bền vững lâu dài ở nội tại. Tâm quan trọng của tiêu chuẩn phụ trội này được minh họa rõ trong trường hợp Studebaker Corporation. Mặt khác, con số thu nhập năm có thể biến thiên lớn, nhưng vẫn có cơ sở hợp lý để tính toán thu nhập trung bình chỉ báo cho kết quả kinh doanh trong tương lai. Năm 1934, chúng tôi đã nêu trường hợp United States Steel Corporation minh họa cho điểm này. Phần thảo luận của chúng tôi như sau:

Thu nhập thường niên trong giai đoạn 1923-1932 như sau.

## UNITED STATES STEEL CORPORATION, 1923-1932

Năm	Thu nhập trung bình trên cổ phiếu phổ thông*	Sản lượng thép đầu ra, theo tấn	% trên tổng sản lượng đầu ra toàn quốc	Thu nhập ròng trên tấn trước khấu hao
1932	11,08(d) (đô-la)	3.591.000	34,4	3,54(d) (đô-la)
1931	1,40(d)	7.196.000	37,5	5,71
1930	9,12	11.609.000	39,3	13,10
1929	21,19	15.303.000	37,3	16,90
1928	12,50	13.972.000	37,1	13,83
1927	8,81	12.979.000	39,5	12,66
1926	12,85	14.334.000	40,4	13,89
1925	9,19	13.271.000	39,7	12,49
1924	8,41	11.723.000	41,7	13,05
1923	11,73	14.721.000	44,2	12,20
Trung bình 10 năm	8,13 (đô-la)	11.870.000	39,1	11,03

\* Điều chỉnh thay đổi trong cơ cấu vốn hóa.

Nếu so sánh với các con số của Studebaker trong giai đoạn 1920-1929, thu nhập trên thể hiện nhiều bất ổn hơn. Tuy nhiên, thu nhập trung bình khoảng 8 đô-la/cổ phiếu cho giai đoạn 10 năm là kim chỉ nam quan trọng hơn cho tương lai, so với con số sức mạnh thu nhập khoảng 6,75 đô-la/cổ phiếu. Mức độ đáng tin cậy cao hơn này xuất phát từ vị thế vững chắc của United States Steel trong ngành; từ những dao động khá hẹp trong sản lượng đầu ra và lợi nhuận trên tấn thường niên trong phần lớn giai đoạn này. Hai yếu tố này có thể được sử dụng làm cơ sở tính toán “thu nhập thông thường” ước chừng của U. S. Steel, đại khái như sau:

Sản lượng thành phẩm thông thường hay thường niên.....	13.000.000 tấn
Giá gộp trên tấn thành phẩm .....	100 đô-la
Thu nhập ròng trên tấn trước khấu hao.....	12,5 đô-la
Thu nhập trên 13.000.000 tấn.....	160.000.000 đô-la
Khấu hao, lãi trái phiếu, và cổ phiếu ưu đãi .....	90.000.000 đô-la
Tài khoản sẵn có trả cổ tức cổ phiếu phổ thông.....	70.000.000 đô-la
Thu nhập thông thường trên cổ phiếu .....	8 đô-la

Thu nhập trung bình của thập kỷ 1923-1932 theo đó xấp xỉ bằng con số lý thuyết dựa trên sản lượng và biên độ lợi nhuận “thông thường”. (Phát hành thêm cổ phiếu ngăn không cho con số thông thường này cao hơn con số trung bình 10 năm.) Dù biên độ sai lệch tính toán khá lớn, nó ít nhất cũng là một xuất phát điểm cho chỉ báo thông minh về các khả năng trong tương lai.

Nghiên cứu phân tích này 6 năm sau, chúng tôi rút ra những kết luận có phần mâu thuẫn về giá trị thu nhập trung bình. Thu nhập của United States Steel đã hồi phục lại mức 7,88 đô-la/cổ phiếu trong năm 1937 (8,31 đô-la lợi tức trên lợi nhuận chưa phân phối trước thuế). Giá tăng từ mức trung bình  $45\frac{1}{2}$  năm 1933 đến mức cao 126 vào tháng 3 năm 1937. Do đó, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp có sức mạnh thu nhập cao hơn so với kết quả năm 1932 và giá cổ phiếu được lý giải đầy đủ nhờ thực tế này.

Song, thực tế thu nhập trung bình của giai đoạn 1934-1939 khá đáng thất vọng (tổng cộng cả giai đoạn không cao hơn 14 xu/cổ phiếu). Nếu những kết quả này đúng với ngành thép như hầu hết các ngành khác, chúng tôi phải thừa nhận rằng, phân tích dựa trên giai đoạn 1923-1932 không thực sự hữu ích, vì các điều kiện cơ sở của ngành thép đã thay đổi theo hướng tồi tệ hơn. (Thay đổi này chủ yếu nằm ở chi phí trên đơn vị sản xuất cao hơn và sản lượng trung bình thấp hơn, giá bán nhìn chung được duy trì như cũ.<sup>1)</sup>)

**Thu nhập hiện hành không nên làm cơ sở chính để định giá.** Thị giá cổ phiếu phổ thông được điều chỉnh nhiều hơn bởi thu nhập hiện hành, so với thu nhập trung bình trong dài hạn. Thực tế này là lý do cho hầu hết

1. Các kết luận năm 1933 của chúng tôi về sức mạnh thu nhập của United States Steel khá tương đồng với kết luận của J. B. Williams khi nghiên cứu chi tiết về doanh nghiệp này trong cuốn *Lý thuyết Đầu tư Giá trị*, trang 409-462. Nhưng cũng phải lưu ý, bên cạnh chỉ báo ở trên về sức mạnh thu nhập thông thường, còn có những phát hiện khá bi quan sau nghiên cứu dài hơi hơn về vị thế của United States Steel ở trang 607-611. Thực tế doanh nghiệp này đã thất bại trong việc tái lập lại sức mạnh thu nhập ở giai đoạn 1934-1939, có thể kết luận rằng phân tích dài hơn có tầm quan trọng cao hơn.

những dao động mạnh trong giá cổ phiếu, phần lớn thời gian song hành cùng những thay đổi trong thu nhập doanh nghiệp trong những năm kinh tế tốt và xấu. Tất nhiên thị trường cổ phiếu khá phi lý, do đó nó thay đổi nhìn nhận về giá của doanh nghiệp tương ứng với những thay đổi nhất thời trong lợi nhuận báo cáo.<sup>1</sup> Một doanh nghiệp tư nhân có thể dễ dàng kiếm gấp đôi lợi nhuận trong một năm thịnh vượng so với những năm xấu, nhưng chủ doanh nghiệp sẽ không bao giờ nghĩ đến chuyện tăng hay hạ giá trị khoản đầu tư tài chính tương ứng của mình.

Đây là một trong những điểm khác biệt quan trọng nhất giữa cách hành động của Phố Wall và một doanh nghiệp thông thường. Công chúng đâu cơ có thái độ sai lầm ở điểm này, tạo cơ hội sinh lời cho những bộ óc logic, mua cổ phiếu phổ thông ở mức giá thấp ở thời kỳ thu nhập suy giảm nhất thời và bán chúng ở mức giá cao ở những thời điểm thịnh vượng bất thường.

*Công thức kinh điển để “Đánh bại thị trường”*. Chúng tôi có một công thức lâu đời và kinh điển để “đánh bại thị trường”. Tất nhiên người sử dụng cần phải có cá tính mạnh mẽ để suy nghĩ và hành động ngược lại với đám đông; kiên trì để chờ đợi các cơ hội có thể đến sau rất nhiều năm. Nhưng cũng có những lưu ý khác khiến nguyên tắc thành công đơn giản trong đầu tư cổ phiếu trở nên cực kỳ phức tạp. Trong thực tế, việc thực hành lựa chọn các mức giá mua – bán phù hợp trở nên khó khăn. Hãy nghiên cứu chu kỳ thị trường dài của giai đoạn 1921-1933, một nhà đầu tư có thể bán vào cuối năm 1925, không tham gia thị trường trong giai đoạn 1926-1930 và lại mua cổ phiếu vào năm khủng hoảng 1931. Bước đi đầu tiên là sai lầm nghiêm trọng, còn hành động cuối cùng dẫn đến kết quả rất xáo trộn. Trong những

1. United States Steel tăng giá lên 126 vào tháng 3 năm 1937 như đã đề cập, là ví dụ nổi bật về sự điên rồ của thị trường cổ phiếu. Sự tăng giá này chỉ dựa trên một năm kinh doanh tốt duy nhất, theo sau bằng 6 năm kinh doanh tồi tệ hay bình thường. Trong vòng 12 tháng, giá đã giảm xuống còn 42 – mất đi  $\frac{2}{3}$  mức giá và tổng 730.000.000 đô-la giá trị thị trường của cổ phiếu này. Phạm vi dao động giá của Youngstown Sheet & Tube, Jones & Laughlin Steel trong giai đoạn này thậm chí còn rộng hơn.

chu kỳ thị trường ngắn hạn, các tính toán sai nghiêm trọng như vậy không nhiều khả năng xảy ra, nhưng nhà đầu tư luôn băn khoăn thời gian chính xác để áp dụng nguyên tắc “mua thấp và bán cao”.

Đúng là các giá trị cơ sở có thể thay đổi rất nhiều trong những chu kỳ thị trường khác nhau, thậm chí nhiều hơn nữa trong trường hợp của từng chứng khoán so với tổng thể thị trường. Do đó, nếu một cổ phiếu phổ thông được bán ở giá cao hơn thu nhập trung bình trong quá khứ, giá cổ phiếu vẫn có thể tăng lên mức cao hơn nữa, thậm chí trong giai đoạn khủng hoảng tiếp theo nếu doanh nghiệp kinh doanh tốt hơn. Trường hợp ngược lại có thể xuất hiện khi mua chứng khoán ở mức giá thấp hơn thông thường. Nếu những thay đổi dài hạn không thường xuyên xảy ra, sẽ phải nghi ngờ khả năng thị trường phản ứng mạnh mẽ trước những biến động hiện tại trong bức tranh kinh doanh. Sai lầm thị trường này nằm ở giả định rằng, trong tất cả trường hợp, các thay đổi sẽ diễn biến xa hơn hoặc ít nhất vẫn tiếp tục duy trì, dù kinh nghiệm cho thấy chúng là những phát triển bất thường và nhiều khả năng mọi chuyện sẽ diễn biến theo hướng ngược lại.

Nhà phân tích không thể đi theo xu hướng định giá chứng khoán hỗn loạn của thị trường dựa trên cơ sở thu nhập hiện tại. Người này đôi khi có thể đặt trọng tâm vào các con số gần đây hơn các con số trung bình, nhưng chỉ khi có trong tay những bằng chứng thuyết phục cho thấy các kết quả hiện tại này sẽ tiếp tục được duy trì.

**Phân biệt thu nhập trung bình với xu hướng thu nhập.** Bên cạnh việc nhấn mạnh con số thu nhập hiện tại của doanh nghiệp, thị trường cổ phiếu rất coi trọng xu hướng thu nhập có tính chỉ báo. Trong Chương 27, chúng tôi đã chỉ ra hai nguy cơ nội tại trong hành động khuếch đại xu hướng này. Đầu tiên là xu hướng giả thiết kia có thể dối trá. Thứ hai là các đánh giá dựa trên xu hướng không tuân theo những nguyên tắc số học và do đó, có thể dễ dàng bị phóng đại. Thực tế có mâu thuẫn cơ bản giữa các khái niệm trung bình và xu hướng khi nghiên cứu lịch sử thu nhập. Mâu thuẫn này được minh họa bằng ví dụ được đơn giản hóa dưới đây:

<i>Công ty</i>	<i>Thu nhập trên cổ phiếu trong những năm liên tiếp (đô-la)</i>							<i>Xu hướng</i>
	<i>Năm thứ 1</i>	<i>Năm thứ 2</i>	<i>Năm thứ 3</i>	<i>Năm thứ 4</i>	<i>Năm thứ 5</i>	<i>Năm thứ 6</i>	<i>Năm thứ 7 (hiện tại)</i>	
A	1	2	3	4	5	6	7	4
B	7	7	7	7	7	7	7	Trung bình
C	13	12	11	10	9	8	7	Xấu

Xu hướng thu nhập càng tốt so với thu nhập hiện tại (trong trường hợp này là 7 đô-la/cổ phiếu), thì thu nhập trung bình càng thấp hơn; ngược lại, thu nhập trung bình càng cao hơn thì xu hướng càng tệ hơn. Chúng đặt ra câu hỏi liên quan đến nghiên cứu con số lịch sử thu nhập trên lý thuyết và theo thực tiễn, đó là: Liệu có phải xu hướng cũng quan trọng với tương lai như thu nhập trung bình hay không? Cụ thể, nên đánh giá kết quả kinh doanh khả dĩ của công ty A và công ty C trong giai đoạn 5 năm theo chuỗi 8 – 9 – 10 – 11 – 12 đô-la và chuỗi 7 – 6 – 5 – 4 – 3 đô-la, hay chỉ so sánh con số thu nhập trung bình 4 đô-la của A và 10 đô-la của C?

Đáp án nằm ở lý lẽ thông thường, chứ không phải logic truyền thống. Xu hướng kinh doanh thuận lợi của A chắc chắn phải được xét đến, nhưng không phải bằng cách phóng chiếu tốc độ tăng trưởng vào tương lai xa một cách máy móc. Ngược lại, phải nhớ rằng các trở lực kinh tế tự nhiên và thông thường sẽ ngăn cản đà phát triển không giới hạn của bất kỳ xu hướng nào. Cạnh tranh, pháp luật, quy luật lợi nhuận giảm dần... là những kẻ thù hung hãn của tăng trưởng không giới hạn. Ở mức độ yếu hơn, các yếu tố đối lập có thể ngăn cản xu hướng sụt giảm đang diễn ra. Do đó, thay vì xem xu hướng thuận lợi là chuyện tất nhiên như xu hướng thị trường cổ phiếu, nhà phân tích phải cẩn trọng tiếp cận vấn đề, cố gắng xác định nguồn gốc của những cơn sốt ưu việt và cân nhắc vị thế vững mạnh của doanh nghiệp trước các trở lực trên đường tăng trưởng.

*Thái độ của nhà phân tích trước xu hướng đi lên.* Nếu nghiên cứu định tính thường dẫn đến kết luận thuận lợi, triết lý của nhà phân tích buộc

người này phải định giá đầu tư dựa trên sức mạnh thu nhập giả định, thu nhập này không cao hơn con số mà doanh nghiệp đạt được trong giai đoạn kinh doanh thông thường. Chúng tôi đưa ra đề xuất này, vì giá trị đầu tư chỉ có thể liên hệ đến kết quả kinh doanh trong quá khứ; do đó, không thể sử dụng kỳ vọng tăng trưởng hoặc thậm chí kết quả quá khứ trong điều kiện kinh doanh bất thường để làm cơ sở. Chúng tôi sẽ chỉ ra trong chương tiếp theo, sức mạnh thu nhập giả định này có thể được định giá cao một cách đúng đắn, khi viễn cảnh tương lai có vẻ tốt đẹp trong những điều kiện thông thường. Song, chúng tôi cũng đề xuất xác định cẩn trọng hệ số nhân tối đa (ví dụ 20 trong điều kiện của năm 1940) nếu thực hiện định giá chặt chẽ trong giới hạn đầu tư. Trên cơ sở này, giả sử rằng các điều kiện kinh doanh chung trong năm hiện tại xấu một cách bất thường, sức mạnh thu nhập của công ty A có thể được ghi nhận ở mức 7 đô-la/cổ phiếu, giá trị đầu tư có thể xác lập ở mức 140. Điểm khác nhau trong phương pháp của thị trường cổ phiếu và nhà phân tích, theo góc nhìn của chúng tôi, là thị giá quy định cho “cổ phiếu tốt” trong điều kiện thị trường thông thường có vẻ quá hào nhoáng với người cẩn trọng. Điều này không có nghĩa là nhà phân tích tin rằng thị trường định giá sai, mà là người này không tin định giá đó đúng. Người này sẽ xem phần lớn mức giá này có “cấu phần đầu cơ”, được kết quả kinh doanh minh chứng.

*Thái độ của nhà phân tích trước xu hướng đi xuống.* Khi xu hướng rõ ràng đi xuống, như trong trường hợp của công ty C, nhà phân tích sẽ đặt trọng tâm chủ yếu vào yếu tố bất lợi này. Người này không được giả định rằng, đường cong đi xuống chẳng mấy chốc sẽ đi lên; cũng không được sử dụng con số thu nhập trung bình trong quá khứ cao hơn nhiều con số hiện tại để làm chỉ báo cho thu nhập tương lai. Nhà phân tích cũng phải thận trọng trước bất kỳ kết luận vội vàng nào, rằng doanh nghiệp không có tương lai, thu nhập sẽ biến mất và cổ phiếu sẽ chẳng còn chút giá trị nào. Một lần nữa, nghiên cứu định tính về tình huống và viễn cảnh doanh nghiệp là cần thiết, để đi đến kết luận rằng, ở mức giá nào đó tương đối thấp, cổ phiếu có thể không phải là món hời, bất chấp xu hướng thu nhập

sụt giảm. Góc nhìn của nhà phân tích đồng nhất với góc nhìn của một doanh nhân khôn ngoan, khi xem xét các điểm thuận lợi và khó khăn của doanh nghiệp sở hữu tư nhân.

Để minh họa cho cách lập luận này, chúng tôi bổ sung lịch sử thu nhập ròng trong giai đoạn 1925-1933 của Continental Baking Corporation và American Laundry Machinery Company.

Năm	Continental Baking	American Laundry Machinery
1933	2.788.000 (đô-la)	1.187.000(d) (đô-la)
1932	2.759.000	986.000(d)
1931	4.243.000	772.000
1930	6.114.000	1.849.000
1929	6.671.000	3.542.000
1928	5.273.000	4.128.000
1927	5.570.000	4.221.000
1926	6.547.000	4.807.000
1925	8.794.000	5.101.000

Lợi nhuận của American Laundry Machinery thể hiện xu hướng sụt giảm liên tiếp, Continental Baking cũng có xu hướng xấu tương tự. Phải lưu ý rằng trong năm 1929 – năm thịnh vượng đỉnh điểm với hầu hết doanh nghiệp, thì lợi nhuận của hai doanh nghiệp này vẫn thấp hơn rất nhiều so với con số lịch sử của chúng cách đó 4 năm.

Từ bảng số liệu trên, Phố Wall sẽ nghiêng về kết luận: cả hai doanh nghiệp rõ ràng đang trên con đường suy giảm. Song, thái độ bi quan cực độ này rất không logic. Nghiên cứu về hai doanh nghiệp từ góc độ định tính sẽ chỉ ra rằng: đầu tiên, các ngành mà hai doanh nghiệp này hoạt động rất bền vững và tương đối ổn định; thứ hai, mỗi doanh nghiệp đều có vị trí dẫn đầu ngành và nền tảng tài chính vững. Xu hướng suy giảm trong giai đoạn 1925-1932 nhiều khả năng đến từ các điều kiện bất ngờ hoặc nhất thời. Khi nhìn lạc quan vào sức mạnh thu nhập tương lai, sẽ thấy một con số thu nhập trung bình vững chắc.

**Thua lỗ là yếu tố định tính chứ không phải định lượng.** Khi doanh nghiệp báo cáo lỗ trong năm, thường sẽ tính toán khoản thua lỗ trên cổ phiếu hay lãi suất trên trái phiếu. Ví dụ, trong năm 1932, United States Steel Corporation “lỗ 12,4 lần” trên lãi suất trái phiếu và lỗ 11,08 đô-la/cổ phiếu phổ thông. Phải nhìn nhận rằng, những con số như vậy tự thân chúng không quan trọng về mặt định lượng và giá trị của chúng khi được đưa vào tính toán con số trung bình phải được xem xét kỹ lưỡng.

Giả sử Công ty A lỗ 5 đô-la/cổ phiếu phổ thông trong năm trước, Công ty B lỗ 7 đô-la/cổ phiếu. Cả hai cổ phiếu đều được bán ở giá 25. Liệu có thể nói rằng cổ phiếu Công ty A đáng mua hơn cổ phiếu Công ty B hay không? Tất nhiên là không. Nếu nói có, nó sẽ dẫn đến nghịch lý: càng nhiều cổ phiếu lưu hành thì giá trị trên cổ phiếu càng cao. Nếu Công ty B phát hành 2 cổ phiếu đổi 1 cổ phiếu, mức lỗ sẽ giảm xuống 3,5 đô-la/cổ phiếu, với giả định vừa đưa ra, mỗi cổ phiếu mới sẽ có giá trị cao hơn cổ phiếu cũ. Cách lý luận này cũng áp dụng cho lãi suất trái phiếu. Giả sử Công ty A và Công ty B đều lỗ 1.000.000 đô-la trong năm 1932. Công ty A có 4.000.000 đô-la trái phiếu 5% và Công ty B có 10.000.000 đô-la trái phiếu 5%. Công ty A theo đó sẽ thể hiện mức thu nhập trên lãi suất “lỗ 5 lần” và Công ty B “lỗ 2 lần”. Những con số này không thể kết luận rằng, trái phiếu Công ty A an toàn hơn trái phiếu Công ty B. Vì nếu như vậy, đồng nghĩa với điều ngớ ngẩn là, trái phiếu càng ít thì vị thế càng kém.

Khi con số thu nhập trung bình trong một giai đoạn bao gồm nhiều con số thua lỗ, chúng ta phải đặt câu hỏi rằng: liệu con số trung bình có thực sự mang tính chỉ báo cho sức mạnh thu nhập hay không. Vì con số mỗi năm biến thiên lớn, nên phải làm giảm giá trị đại diện của con số trung bình. Điểm này rất quan trọng khi quan sát thua lỗ trong giai đoạn thập niên 1930. Với hầu hết doanh nghiệp, con số trung bình từ năm 1933 mang tính đại diện cho sức mạnh thu nhập chỉ báo, nhiều hơn so với con số trung bình 10 năm của giai đoạn 1930-1939.<sup>1</sup>

---

1. Câu hỏi mở là liệu giai đoạn 10 năm 1930-1939 hay giai đoạn 6 năm 1934-1939 phản ánh đúng sức mạnh thu nhập tương lai của các doanh nghiệp công nghiệp nặng như United States Steel, Bethlehem Steel, American Locomotive.

**Nhà phân tích không được sử dụng trực giác trong mua bán cổ phiếu.** Khi thiếu các chỉ báo tương phản, chúng tôi mới chấp nhận sử dụng con số trong quá khứ làm cơ sở để đánh giá tương lai. Nhà phân tích phải luôn quan sát để tìm ra các chỉ báo tương phản. Ở đây, chúng tôi phân biệt giữa một bên là tầm nhìn hay trực giác, một bên là lý luận hợp lý thông thường. Năng lực nhìn thấy những gì sắp diễn ra là vô giá, nhưng không thể áp dụng trong phân tích cổ phiếu. (Nếu có năng lực này, bạn chẳng cần phải làm phân tích.) Ở mức độ nhỏ vừa phải, nhà phân tích có thể nhìn đến tương lai bằng logic và kinh nghiệm. Những chuyên gia thống kê chứng khoán không bị đòi hỏi phải đoán trước được đà tăng trưởng mạnh trong tiêu thụ thuốc lá từ năm 1915, xu hướng sụt giảm của kinh doanh xì gà, hay sự ổn định đến bất ngờ của ngành công nghiệp thuốc lá. Ngoài ra, người này cũng chắc hẳn không thể dự đoán được rằng hai công ty bao bì lớn sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu sản phẩm đang gia tăng, mà không bị các hoạt động cạnh tranh xấu tấn công – thứ từng phá hỏng lợi nhuận đang tăng trưởng vù vù của ngành vô tuyến.

*Phân tích tương lai nên thấu đáo chứ không phải tiên đoán.* Giả sử lấy trường hợp của Intertype Corporation từ tháng 3 đến tháng 7 năm 1939, khi cổ phiếu được bán ở giá 8 đô-la. Doanh nghiệp lâu đời này là một trong những đơn vị dẫn đầu ngành máy đúc line cho ngành in. Thu nhập trong những năm gần đây không thuận lợi lắm, cũng chẳng có lý do cụ thể nào để kỳ vọng lạc quan về viễn cảnh tương lai gần. Tuy nhiên, nhà phân tích không thể không ấn tượng bởi bảng cân đối kế toán, thể hiện tài sản ròng hiện tại quy ra thành 20 đô-la/cổ phiếu.

Con số này chẳng có gì hấp dẫn, thậm chí bất thường và thiếu vắng xu thế thuận lợi. Những dữ liệu này chắc chắn dẫn đến kết luận xấu về chứng khoán trong mắt nhà đầu cơ, song lý luận của nhà phân tích có thể đi theo chiều hướng khác.

Năm	Thu nhập trên cổ phiếu	Cổ tức chi trả	Phạm vi giá
1938	0,57	0,45	12 $\frac{3}{4}$ -8
1937	1,41	0,80	26 $\frac{1}{2}$ -9
1936	1,42	0,75	22 $\frac{3}{4}$ -15
1935	0,75	0,40	16-6 $\frac{1}{2}$
1934	0,21		10-5 $\frac{1}{2}$
1933	0,77(d)		11 $\frac{1}{4}$ -1 $\frac{1}{2}$
1932	1,82(d)		7-2 $\frac{1}{2}$
1931	0,56	1,00	18 $\frac{1}{2}$ -4 $\frac{5}{8}$
1930	1,46	2,00	32-12
1929	3,05	1,75	38 $\frac{1}{2}$ -17
Trung bình 1934-1938	0,87		
Trung bình 1929-1938	0,68		

Câu hỏi căn bản cho nhà phân tích là, liệu doanh nghiệp có thể tồn tại và tiếp tục kinh doanh trong những thời điểm xấu và tốt như trước đây hay không. Ở điểm này, khi cân nhắc về ngành, vị thế đáng chú ý của doanh nghiệp trong ngành và cơ cấu tài chính mạnh của nó rõ ràng là đáp án thuyết phục. Nếu đưa ra đáp án này, nhà phân tích sẽ chỉ ra rằng cổ phiếu có thể được mua ở mức giá 8 đô-la với rất ít rủi ro thua lỗ, giá trị của cổ phiếu sẽ tăng gấp đôi trong những điều kiện thuận lợi. Hãy lưu ý rằng 3 trong 5 năm và 6 trong 10 năm trong quá khứ, cổ phiếu được bán ở khoảng 2 đến 4 lần mức giá hồi tháng 7 năm 1939.

Lưu ý rằng, cách suy luận này đặt trọng tâm vào dự đoán xu hướng tương lai chính xác, hơn là đưa ra kết luận chung chung rằng doanh nghiệp sẽ tiếp tục làm kinh doanh giống như trước đây.

Phố Wall thường nghi ngờ rằng, những hành động đoán chừng như vậy chỉ có thể áp dụng cho những công ty có xu hướng bất thường, rất khó và rủi ro để quả quyết rằng một “công ty tăng trưởng” sẽ tiếp tục tăng trưởng. Nhưng theo chúng tôi, trường hợp các công ty Intertype (các công ty cạnh tranh chung một mặt hàng) có hai lợi thế rõ ràng so với cách nhìn thông thường của Phố Wall. Ví dụ như Coca-Cola, đã

tăng trưởng 22 lần thu nhập hiện tại và 35 lần giá trị tài sản suốt trong 15 năm.

Lợi thế đầu tiên là doanh nghiệp tư nhân được quản lý và đầu tư giống như các công ty Intertype. Thứ hai là cách suy luận kiểu này cẩn trọng, cho phép một biên độ an toàn đủ lớn trong trường hợp sai lầm. Nó ít rủi ro vì phân biệt rõ “tự tin vào tương lai” và “hào hứng đầu cơ”.

**Con số lợi nhuận lớn thường nhất thời.** Chúng tôi có một loại tình huống đối lập với thảo luận ở trên. Ở đây, nhà phân tích tìm lý do để đặt câu hỏi cho sự tiếp diễn vô thời hạn của quá khứ thịnh vượng.

*Ví dụ:* Hãy xem doanh nghiệp J. W. Watson (“Stabilator”) Company, sản xuất duy nhất một loại linh kiện xe hơi. Thành công của “món đồ phụ tùng” này thường ngắn hạn; cạnh tranh và thay đổi kỹ thuật là những rủi ro luôn tồn tại đe dọa sự ổn định của sức mạnh thu nhập. Do đó, trong trường hợp này, nhà phân tích phải chỉ ra rằng thị giá thường được tính toán theo hệ số thu nhập hiện tại và trung bình, phản ánh niềm tin không được bão đảm về tính lâu dài của lợi nhuận mang tính nhất thời. Vài dữ liệu liên quan đến đánh giá này được trình bày trong bảng dưới đây.<sup>1</sup>

#### J. W. WATSON COMPANY (đơn vị tính: 1.000 đô-la)

Năm	Thu nhập ròng cho cổ phiếu phổ thông	Trên cổ phiếu	Phạm vi giá cổ phiếu phổ thông	Cổ tức
1932	214.026(d)	1,07(d)	3/8-1/8	-
1931	240.149(d)	1,20(d)	2-1/8	-
1930	264.269(d)	1,32(d)	6-1	-
1929	323.137(d)	1,61(d)	14 7/8-1 1/8	-

1. Cổ phiếu của doanh nghiệp ban đầu được chào bán vào tháng 9 năm 1927 ở giá 24,5 đô-la, cao hơn 17,3 lần thu nhập trung bình của những doanh nghiệp đã niêm yết trong giai đoạn 5 năm trước. Mức giá tương đối cao này một phần đến từ “xu hướng” thu nhập rõ ràng thuận lợi, một phần vì các thu nhập cao trong những năm gần đây và hiện tại, một phần vì những tiêu chuẩn định giá thiếu cẩn trọng bắt đầu được áp dụng vào thời điểm đó.

Hãy xem trang 438-440 phiên bản 1934 của quyển sách này để tham khảo trường hợp tương tự – Gabriel Company.

1928	348.930(d)	1,74(d)	20 - 5¼	50 xu
1927	503.725	2,16	25¾ - 18 ⅛	50 xu
1926	577.450*	2,88*	(Cổ phiếu chưa được niêm yết trước năm 1927)	
1925	502.593*	2,51*		
1924	29.285*	0,15*		
1923	173.907*	0,86*		
1922	142.701*	0,71*		

\* Thu nhập của doanh nghiệp trước đó, áp dụng theo cấu trúc vốn hóa năm 1932.

Cách nhìn tương tự cũng được áp dụng với con số của Coty, Inc., năm 1928. Công ty có lịch sử thu nhập xuất sắc, nhưng thu nhập đến từ một dòng mỹ phẩm thịnh hành được đăng ký nhãn hiệu. Đây là ngành mà những thay đổi sở thích của nữ giới có thể mang lại lợi nhuận, cũng như dễ dàng phá hủy lợi nhuận. Suy luận sẽ rất nguy hiểm, nếu cho rằng lợi nhuận gia tăng nhanh chóng trong những năm trước sẽ cao hơn trong tương lai. Trong trường hợp này, dựa trên bản chất kinh doanh, thời điểm sản phẩm đạt đỉnh phổ biến trong tương lai cũng là lúc lợi nhuận sẽ rơi xuống, nếu không phải luôn xảy ra thì cũng nhiều khả năng xảy ra. Vài dữ liệu thống kê của Coty như sau:

Năm	Thu nhập ròng	Thu nhập trên cổ phiếu (điều chỉnh)
1923	1.070.000 đô-la	0,86 đô-la
1924	2.046.000	1,66
1925	2.505.000	2,02
1926	2.943.000	2,38
1927	3.341.000	2,70
1928	4.047.000	3,09
1929	4.058.000	2,73

Ở mức giá cao 82 năm 1929, Coty Inc., được bán trên thị trường với giá trị vốn hóa khoảng 120.000.000 đô-la, gấp 30 lần thu nhập tối đa của nó. Khoản đầu tư thực tế vào doanh nghiệp (vốn và thặng dư) khoảng 14.000.000 đô-la.

Con số thu nhập sau đó của Coty được trình bày trong bảng sau.

**COTY, INC.**

Năm	Thu nhập ròng	Thu nhập trên cổ phiếu
1930	\$1.318.000	\$0,86
1931	991.000	0,65
1932	521.000	(mức giá thấp năm 1932 là 1½)

Biến thể thứ ba của cách suy luận này có thể áp dụng vào cổ phiếu doanh nghiệp bia rượu trong năm 1933. Những cổ phiếu này có con số thu nhập hiện tại và tương lai rất lớn dựa trên năng lực sản xuất và lợi nhuận ước đoán trên thùng. Chẳng cần giác quan thứ 6, nhà phân tích cũng có thể tự tin dự báo rằng, cơn lũ vốn đổ vào ngành mới này sẽ dẫn đến năng suất quá cao và cạnh tranh gay gắt.

Do đó, lợi nhuận tiếp tục cao hơn khi đầu tư tiên mặt ít khả năng xảy ra. Nhiều doanh nghiệp sẽ là những khoản đầu tư tài chính thất bại, hầu hết các công ty còn lại sẽ không kiếm đủ lợi nhuận để đáp ứng mức giá lạc quan đến từ thành công ban đầu của chúng.

## *Chương 29*

# **CÁC LÝ DO CỤ THỂ ĐỂ NGHỊ NGỜ HAY TỪ CHỐI SỐ LIỆU QUÁ KHỨ**

---

Khi phân tích doanh nghiệp, mỗi yếu tố chính trong kết quả hoạt động kinh doanh đều phải được nghiên cứu kỹ để tìm ra tín hiệu của những thay đổi bất lợi trong tương lai. Quy trình này có thể được minh họa bằng những ví dụ đa dạng đến từ ngành mỏ. 4 yếu tố chính trong những nghiên cứu này là: (1) dòng đời của khu mỏ, (2) sản lượng đầu ra hằng năm, (3) chi phí sản xuất, (4) giá bán. Tầm quan trọng của yếu tố đầu tiên đã được thảo luận trong quan hệ với các chi phí cạn kiệt được trừ ra khỏi thu nhập. Cả sản lượng đầu ra và chi phí có thể bị ảnh hưởng xấu nếu nguồn quặng được khai thác trong tương lai khác với cái được khai thác trong quá khứ về vị trí, đặc điểm hay chất lượng.<sup>1</sup>

**Tỷ lệ sản lượng đầu ra và chi phí hoạt động.** Ví dụ: *Calumet và Hecla Consolidated Copper Company*. Các báo cáo của đơn vị sản xuất đồng này năm 1936 và những năm sau đó minh họa cho rất nhiều câu hỏi về dự trữ quặng. Tài khoản thu nhập năm 1936 có thể được tổng kết như sau:

---

1. Khi dự trữ quặng chỉ được báo cáo theo số tấn hay số năm vòng đời, những dữ liệu này có thể mang tính đối lừa khi thiếu sự bảo đảm về chất lượng của số quặng còn lại. Ví dụ: chi phí cạn kiệt của Alaska Juneau Gold Mining Company báo cáo 85 năm tuổi đời còn lại từ năm 1934. Tuy nhiên, báo cáo đăng ký công bố con số chỉ khoảng 25 năm từ năm 1934. Sự thật là “tuổi đời” dài hơn nhưng chất lượng quặng thấp và không có tính thương mại.

Đồng sản xuất ra.....	78.500.000 lb.
Đồng bán .....	95.200.000lb. ở giá 9,8 xu
Lợi nhuận trước chi phí khấu hao và cạn kiệt.....	3.855.000 đô-la
Chi phí khấu hao .....	1.276.000 đô-la
Chi phí cạn kiệt .....	1.726.000 đô-la
Thu nhập trên cổ phiếu sau khi trừ khấu hao nhưng chưa trừ chi phí cạn kiệt trên 2.006.000 cổ phiếu .....	1,29 đô-la

Đầu năm 1937, cổ phiếu được bán ở giá 20 đô-la/cổ phiếu, công ty có tổng giá trị 40.000.000 đô-la, hay 30.000.000 đô-la cho các tài sản mỏ cộng với 10.000.000 đô-la cho vốn lưu động.

Phân tích chi tiết về cấu phần thu nhập năm 1936 sẽ cho thấy chúng đến từ 4 nguồn thu nhập riêng biệt chính như sau:

Nguồn đồng	Số triệu/ pound	Lợi nhuận trước chi phí khấu hao và cạn kiệt	
		Xu/pound (xấp xỉ)	Tổng (đô-la) (xấp xỉ)
Đồng được sản xuất trước đó	17,3	4,5	775.000
Mỏ Conglomerate	36,3	3,6	1.305.000
Mỏ Ahmeeek	23,0	3,3	760.000
Nhà máy tái chế đồng	19,2	5,3	1.015.000
	95,8	4,0	3.855.000

Trong tất cả 4 nguồn lợi nhuận này, ngoại trừ nguồn lợi nhuận nhỏ nhất giới hạn vòng đời, giá bán đồng sản xuất trong những năm trước tất nhiên không thể được giữ nguyên. Nguồn sản xuất chính của doanh nghiệp trong 70 năm – mỏ Conglomerate – sẽ cạn kiệt “trong vòng 12 hoặc 14 tháng”. Đồng tái chế đến từ việc tái chế phế phẩm cũ và nguồn kim loại rẻ, chỉ giới hạn trong khoảng thời gian từ 5 đến 7 năm. Nguồn sản lượng đầu ra dài hạn duy nhất là mỏ Ahmeeek, có chi phí vận hành cao nhất và bị đóng cửa từ tháng 4 năm 1932 đến 1935. (Cũng có những tài sản chi phí cao khác vẫn đóng cửa cho đến năm 1936.) Do đó, phân tích sẽ chỉ ra rằng nhiều khả năng lợi nhuận kỳ vọng trong tương lai đến từ mỏ Conglomerate và

các hoạt động tái chế không vượt quá 7-8.000.000. Do đó, bên cạnh những phát triển mới mang tính đầu cơ, một phần rất lớn của con số 40.000.000 giá trị doanh nghiệp được hỗ trợ bởi thu nhập từ những tài sản có chi phí cao chỉ đóng góp phần nhỏ vào kết quả kinh doanh năm 1936.<sup>1</sup>

*Freeport Sulphur Company.* Số liệu thống kê của Freeport Texas Company trong năm 1933 cũng mang theo vấn đề tương tự cho nhà phân tích và câu hỏi về cách sử dụng chính xác lịch sử thu nhập trong quá khứ để hỗ trợ việc bán chứng khoán mới. Cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi tích lũy 6% có tổng 2.500.000 đô-la được bán ở giá 100 đô-la/cổ phiếu vào tháng 1 năm 1933, để huy động vốn cho mỏ sulphur mới thuê từ những công ty khác.

Trích đoạn quảng cáo chào bán ra công chúng có nội dung như sau:

1. Các mỏ dự trữ sulphur có dòng đời dự kiến ít nhất 25 năm dựa trên doanh số bán hàng trung bình hằng năm của giai đoạn 1928-1932;
2. Thu nhập của giai đoạn 1928-1932 trung bình là 2.952.500 đô-la, hay 19,6 lần yêu cầu cổ tức cổ phiếu ưu đãi.

Phát biểu này có ý nghĩa là, giả sử không có thay đổi trong giá bán sulphur, doanh nghiệp tự tin có thu nhập kỳ vọng xấp xỉ con số quá khứ trong 25 năm tới.

Tuy nhiên, các dữ liệu trong tình huống này không bao gồm khoản giảm trừ nào. Thu nhập trong quá khứ của công ty này đến từ hoạt động của hai tài sản ở Bryanmound và ở Hoskins Mound. Mỏ Bryanmound do công ty sở hữu đã đóng góp rất nhiều vào lợi nhuận. Nhưng đến năm 1933, dòng đời của nó “rõ ràng giới hạn” (theo đúng ngôn từ trong hồ sơ niêm yết); thực tế các dự trữ mỏ này không nhiều khả năng tồn tại thêm 3 năm nữa. Hoskins Mound được thuê từ Texas Company. Sau khi trả chi phí tiền thuê cố định 1,06 đô-la trên tấn, không dưới 70% lợi nhuận còn lại được

1. Trong phiên bản năm 1934, chúng tôi thảo luận tình huống tương tự về doanh nghiệp này vào năm 1927. Ở thời điểm đó, phần lớn lợi nhuận đến từ hoạt động của nhà máy tái chế đồng có vòng đời giới hạn.

trả cho Texas Company như chi phí thuê.<sup>1</sup> Một nửa doanh thu của Freeport đến từ nguồn sulphur sản xuất ở Hoskins. Tài sản mới ở Grande Ecaille, La., giờ sắp được phát triển, sẽ đòi hỏi phải chi trả phí thuê mỏ cố định khoảng 40% trên thu nhập ròng.

Khi nghiên cứu các dữ kiện này, chúng ta sẽ thấy thu nhập của Freeport Texas trong giai đoạn 1928-1932 không có ảnh hưởng đến kết quả kỳ vọng trong hoạt động tương lai. Những mỏ dự trữ sulphur theo báo cáo vẫn còn sử dụng được trong 25 năm, là những mỏ quặng nằm ở vị trí hoàn toàn khác và được khai thác dưới những điều kiện hoàn toàn khác so với quá khứ. Phí thuê mỏ sẽ phải trích từ lợi nhuận trên số lượng sulphur sản xuất từ dự án mới, trong khi mỏ Bryanmound hoàn toàn do Freeport sở hữu và do đó doanh nghiệp được giữ lại 100% lợi nhuận.

Bên cạnh yếu tố chi phí cao hơn, cũng cần phải đặc biệt chú ý thực tế rằng, hầu hết lợi nhuận tương lai của Freeport giờ đây được kỳ vọng đến từ dự án mới. Mỏ ở Grande Ecaille vẫn chưa được trang bị đầy đủ và đưa vào vận hành, do đó vẫn còn rất nhiều rủi ro trong giai đoạn phát triển tài sản. Chi phí sản xuất ở mỏ mới có thể cao hơn hoặc thấp hơn so với ở Bryanmound. Từ góc nhìn phân tích tài chính, điểm quan trọng là có hai tài sản khá khác nhau ở đây, giống như hai doanh nghiệp hoàn toàn tách biệt. Do đó, thu nhập giai đoạn 1928-1932 của Freeport Texas hầu như chẳng liên quan đến tương lai của nó, giống như những công ty sulphur khác, ví dụ Texas Gulf Sulphur.

Quay trở lại góc nhìn của doanh nhân về giá trị chứng khoán, các con số của Freeport Texas cho thấy những cách suy luận thú vị sau. Tháng 6 năm 1933, cổ phiếu doanh nghiệp này được bán ngoài thị trường với tổng giá trị 32.000.000 đô-la (25.000 cổ phiếu ưu đãi ở giá 125 và 730.000 cổ

1. Tỷ lệ này trước đó là 50% cho đến khi Freeport trừ bớt chi phí sử dụng vốn trên tài sản này. Minh họa cho bức tranh chung của chương này là việc Freeport rót giá từ 109½ xuống 65% trong giai đoạn tháng 1 đến tháng 2 năm 1928 trùng hợp với thay đổi trong tỷ lệ phí thuê mỏ cố định. Người nghiên cứu có thể xem xét diễn tiến tương tự trong trường hợp Texas Gulf Sulphur, diễn ra trong năm 1934-1935.

phiếu phổ thông ở giá 40). Một phần lớn lợi nhuận tương lai của nó được kỳ vọng đến từ khoản đầu tư 3.000.000 đô-la để trang bị cho tài sản mới thuê từ 3 công ty dầu mỏ lớn. Nhiều khả năng các công ty dầu này thương lượng những điều khoản cho thuê tốt nhất cho mình. Thị trường thực tế đang định giá 20.000.000 đô-la hoặc cao hơn cho một doanh nghiệp mới chỉ được đầu tư 3.000.000 đô-la. Tất nhiên, doanh nghiệp này có khả năng bán ở giá cao hơn 6 lần số tiền đầu tư. Nhưng từ góc độ kinh doanh thông thường, việc bỏ khoản tiền cao hơn rất nhiều lần kết quả được ước đoán trong tương lai, có vẻ cực kỳ thiếu cẩn trọng.<sup>1</sup>

Rõ ràng thị trường cổ phiếu giống như cách ví von “trái tim” trong danh ngôn của Pháp, cũng có những lý do riêng của nó. Theo người viết, khi những lý do này đi chệch hướng rất xa so với kinh nghiệm và lý lẽ kinh doanh hợp lý, người mua cổ phiếu phổ thông luôn mất tiền, dù tạm thời họ có thể tích lũy những khoản lời và những giao dịch may mắn có thể sinh lợi trong dài hạn.

**Giá tương lai của sản phẩm.** 3 ví dụ trước đây liên quan đến tương lai tiếp diễn của tỷ lệ sản lượng và chi phí vận hành dự báo trên thu nhập quá khứ. Chúng ta cũng phải cân nhắc những chỉ báo này trong giá bán sản phẩm tương lai. Ở đây, chúng ta thường sẽ phỏng đoán hoặc tiên tri. Nhà phân tích thực sự chỉ có thể nói rất ít về mức giá tương lai, bởi chúng nằm ngoài phạm vi dự báo có cơ sở. Trong ngành mỏ, chúng tôi có thể nhắc đến những khoản lợi nhuận kẽch xù của các đơn vị sản xuất kẽm thời Đại chiến, vì giá kẽm thương phẩm cao. Butte và Superior Mining Company kiếm không dưới 64 đô-la mỗi cổ phiếu trước chi phí khấu hao và cạn kiệt

1. Vì cổ phiếu ưu đãi của Freeport Texas khá ít, chỉ bằng 1/10 tổng giá trị thị trường của doanh nghiệp, phân tích sẽ không đặt dấu hỏi cho độ an toàn của chứng khoán ưu tiên cao này, chỉ phản ánh tính lành mạnh trong định giá cổ phiếu phổ thông theo các tiêu chuẩn đầu tư. Sau 1933, công ty thực tế phải đổi mới với những vấn đề sản xuất nghiêm trọng, khiến thu nhập sụt giảm và giảm giá trị thị trường, sau đó các vấn đề này đã được giải quyết. Nhưng thu nhập trung bình đạt được năm 1940 – 3,3 đô-la/cổ phiếu năm 1937 – chắc chắn không thể lý giải cho mức giá 49 mà các nhà đầu cơ đã chi trả trong năm 1933.

trong vòng hai năm 1915-1916, kết quả là thu về khoảng 13 xu trên pound sản lượng kẽm đầu ra, so với con số trước thời chiến trung bình khoảng  $5\frac{1}{4}$  xu. Sức mạnh thu nhập tương lai của doanh nghiệp gần như chắc chắn sẽ thấp hơn rất nhiều so với thời chiến, những con số này cũng không thể tính toán chung với kết quả của những năm khác để cho ra con số thu nhập trung bình hay thu nhập “thông thường”<sup>1</sup>.

*Thay đổi trong vị thế của những đơn vị sản xuất chi phí thấp.* Ngành khai thác đồng là một ví dụ quan trọng. Phân tích về doanh nghiệp trong lĩnh vực này phải tính toán đến thực tế từ năm 1914, nhiều đơn vị sản xuất chi phí thấp mới xuất hiện và nhiều công ty khác thành công trong việc giảm chi phí khai thác thông qua các cải tiến trong lĩnh vực luyện kim. Điều này có nghĩa là “trọng tâm” chi phí sản xuất của cả ngành chắc chắn hạ xuống. Với các điều kiện khác không đổi, giá bán tương lai sẽ thấp hơn trong quá khứ (Diễn tiến này được minh họa sinh động trong ngành cao su thô). Nói cách khác, các mỏ trước đó từng được xếp vào nhóm đơn vị sản xuất chi phí thấp hơn trung bình, nay có thể mất đi lợi thế này, trừ khi chúng cũng cải tiến mạnh mẽ kỹ thuật sản xuất. Nhà phân tích phải cân nhắc những phát triển này trong tính toán của mình, bằng cách nhìn nhận cẩn trọng giá đồng trong tương lai, ít nhất phải so sánh với giai đoạn trước thời chiến hay con số trung bình trước giai đoạn khủng hoảng.<sup>2</sup>

**Mức giá bất thường và quan hệ giá trong số liệu lịch sử của I. R. T. System.** Phân tích lịch sử của Interborough Rapid Transit System ở New York City, chúng ta thấy nhiều sai biệt rất lớn giữa thị giá và giá trị thực hay giá trị tương đối. Hai trong số những sai biệt này dẫn đến thực tế rằng, với

1. Cách suy luận tương tự được áp dụng với nhiều doanh nghiệp trong thời chiến, như doanh nghiệp máy bay trong năm 1939-1940.

2. Một khác, vàng tăng giá năm 1933 làm mất đi giá trị con số 20,67 đô-la trên mỗi ounce vàng thu nhập trước đó của những đơn vị kinh doanh vàng cho mục đích thống kê. Chuyên giá vàng tương lai có duy trì ở mức 35 đô-la hay không vẫn là suy đoán, nhưng không có lý do nào để thực hiện tính toán dựa trên giá trị cũ.

các lý do cụ thể, thu nhập hiện tại và quá khứ không nên được chấp nhận làm chỉ báo cho sức mạnh tương lai. Nói một cách ngắn gọn, chi tiết hai tình huống này như sau:

Trong nhiều năm trước năm 1918, Interborough Rapid Transit Company rất thành công. Trong 12 tháng kết thúc vào 30 tháng 6 năm 1917, nó có thu nhập 26 đô-la/cổ phiếu trên vốn cổ phần và trả 20 đô-la cổ tức trên mỗi cổ phiếu. Hầu hết tất cả cổ phiếu này được sở hữu bởi Interborough Consolidated Corporation, doanh nghiệp vốn cổ phần (trước kia có tên là Interborough – Metropolitan Corporation) đang lưu hành trái phiếu ủy thác cầm cố, cổ phiếu ưu đãi 6% và cổ phiếu phổ thông. Tính cả thu nhập chưa phân phối từ doanh nghiệp con của nó, doanh nghiệp này kiếm được 11,5 đô-la/cổ phiếu ưu đãi và khoảng 2,5 đô-la/cổ phiếu phổ thông. Cổ phiếu ưu đãi được bán ở giá 60 và cổ phiếu phổ thông ở giá 10. Những chứng khoán này được giao dịch tích cực, chúng được các đơn vị tài chính khác nhau khuyến nghị mua đến công chúng đầu tư, vì tốc độ tăng trưởng tốt của giao thông điện ngầm.

Rất ít các phân tích cho thấy bức tranh thực hoàn toàn khác về doanh nghiệp này. Các tuyến điện ngầm được xây dựng theo hợp đồng giữa thành phố New York và Interborough (cũng như những hợp đồng giữa thành phố và Brooklyn Rapid Transit Company). Ngay sau khi những tuyến đường mới được đưa vào hoạt động trong năm tiếp theo, thu nhập săn có của Interborough bị giới hạn theo hợp đồng giai đoạn 1911-1913, thấp hơn rất nhiều lợi nhuận hiện tại. Thành phố có quyền nhận khoản lợi nhuận cao trên khoản đầu tư khổng lồ vào những tuyến đường mới này. Sau khi tất cả những khoản chi trả này được thực hiện đầy đủ, bao gồm cả những khoản tích lũy còn nợ, thành phố và Interborough sẽ chia sẻ đều lợi nhuận thặng dư. Tuy nhiên, những khoản chi trả ưu tiên cho thành phố lớn đến nỗi các chuyên gia xác nhận rằng, trong những điều kiện thuận lợi nhất, cần hơn 30 năm để được chia thặng dư thu nhập cho công ty.

Bảng tóm tắt phụ thêm thể hiện tầm quan trọng của các dữ liệu.

## INTERBOROUGH RAPID TRANSIT SYSTEM

Hạng mục	Thu nhập thực năm 1917 (đô-la)	Thu nhập tối đa khi hợp đồng với thành phố đi vào vận hành (đô-la)
Tài khoản trả cổ tức cổ phiếu I. R. T.	9.100.000	5.200.000
Khoản chia sẻ áp dụng cho Interborough Consolidated Corp.	8.800.000	5.000.000
Lãi suất trái phiếu Inter. Consol.	3.520.000	3.520.000
Tài khoản trả cổ tức ưu đãi Inter. Consol.	5.280.000	1.480.000
Yêu cầu cổ tức cổ phiếu ưu đãi	2.740.000	2.740.000
Tài khoản sẵn có trả cổ tức cổ phiếu phổ thông Inter. Consol.	2.540.000	1.260.000(d)
Thu nhập trên cổ phiếu ưu đãi Inter. Consol.	11,50	3,25
Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông Inter. Consol.	2,50	-

Dữ liệu cơ sở theo đó cho thấy, rõ ràng thay vì tương lai tươi sáng, sức mạnh thu nhập của Interborough sắp sụt giảm nghiêm trọng trong vòng một năm. Lúc đó sẽ rất khó để có thể duy trì con số cổ tức 6 đô-la/cổ phiếu ưu đãi mà công ty nắm giữ vốn cổ phần, sẽ không có chút thu nhập nào sẵn có để trả cổ tức cổ phiếu phổ thông trong nhiều năm tới. Dựa trên những con số này, về mặt toán học, chắc chắn cả hai cổ phiếu của Interborough Consolidated đều có giá trị thấp hơn rất nhiều so với giá bán hiện tại.<sup>1</sup>

Điển biến sau đó không chỉ xác nhận luận điểm này, mà còn cho thấy khi thu nhập hay giá trị bị cố định ở ngưỡng trên, thường xuất hiện rủi ro con số thực thấp hơn con số tối đa. Các tuyến điện ngầm mới khai trương đúng lúc chi phí vận hành gia tăng mạnh vì lạm phát thời chiến. Bên cạnh

1. Có những dấu hiệu cho thấy nỗ lực thao túng của các cá nhân nội bộ trong năm 1916-1917, nhằm nâng giá cổ phiếu trước giai đoạn thu nhập bắt đầu thấp hơn. Việc trả đầy đủ cổ tức trên cổ phiếu ưu đãi trong giai đoạn chuyển tiếp thu nhập lớn chỉ mang tính tạm thời, không thể bù chữa từ góc nhìn chính sách doanh nghiệp, nhưng có thể hiểu là một sáng kiến hỗ trợ cổ phiếu đang mất giá. Các khoản cổ tức không chỉ thiểu công bằng với người sở hữu trái phiếu 4½% mà nhiều khả năng cũng không hợp pháp.

đó, nó làm giảm lợi nhuận của những tuyến đường cũ như đã tiên đoán. Interborough Rapid Transit Company nhanh chóng buộc phải giảm cổ tức, đến năm 1919 thì hoàn toàn ngừng chi trả cổ tức. Kết quả là doanh nghiệp nắm giữ vốn cổ phần Interborough Consolidated ngừng chi trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi vào năm 1918. Năm tiếp theo, nó vỡ nợ lãi suất trái phiếu, phá sản và biến mất khỏi thị trường, cả cổ phiếu ưu đãi lẫn cổ phiếu phổ thông đều bị xóa sổ hoàn toàn. Hai năm sau, Interborough Rapid Transit Company, chỉ thoát khỏi vụ thụ lý trong gang tấc bằng cách “tự nguyện” tái cấu trúc, nới thời gian đáo hạn của chứng khoán. Tuy nhiên, công ty này lại một lần nữa không thể chi trả khi chứng khoán đáo hạn đã nới vào năm 1932, kết quả là bên thụ lý giành lấy quyền kiểm soát tài sản.

Trong giai đoạn 10 năm giữa hai hồ sơ thụ lý, một tình huống thu nhập khác tương tự như năm 1917 xuất hiện. Trong năm 1928, Interborough báo cáo thu nhập 3.000.000 đô-la hay 8,5 đô-la/cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu được bán ở giá 62 đô-la. Song thu nhập này bao gồm cả 4.000.000 đô-la “nợ ưu tiên” từ đơn vị điện ngầm. Con số sau đại diện cho khoản tiền hạn chế mà Interborough Rapid Transit phải trả từ thu nhập kinh doanh điện ngầm, để bù đắp khoản lỗ cho những năm trước khi vận hành các tuyến đường mới. Vào 30 tháng 6 năm 1928, con số ưu tiên còn lại chỉ là 1.413.000 đô-la. Do đó, tất cả lợi nhuận sẵn có của cổ phiếu Interborough đến từ nguồn doanh thu đặc biệt chỉ còn tồn tại trong vài tháng nữa. Tuy nhiên, những nhà đầu cơ chênh mảng lại vốn hóa sức mạnh thu nhập cổ phiếu của Interborough theo hướng dài hạn, dù phân tích đã chỉ ra rằng thu nhập này hoàn toàn mang tính bất thường và tạm thời.

## Chương 30

# HỆ SỐ GIÁ – THU NHẬP CỔ PHIẾU PHỐ THÔNG ĐIỀU CHỈNH THEO THAY ĐỔI CƠ CẤU VỐN HÓA

---

Trong các chương trước, chúng tôi đã nhắc nhiều đến ý tưởng đầu tư của Phố Wall liên quan đến mối quan hệ giữa thu nhập và giá trị. Một cổ phiếu phổ thông được xem là đáng giá gấp vài lần thu nhập hiện tại. Số lần hay hệ số nhân này, phụ thuộc một phần vào tâm lý phổ biến, một phần vào bản chất và số liệu lịch sử của doanh nghiệp. Trước giai đoạn thị trường bò năm 1927-1929, con số 10 lần thu nhập là tiêu chuẩn chấp nhận đo lường. Nói chính xác hơn, con số đó là xuất phát điểm trong định giá cổ phiếu phổ thông, chứng khoán được đặc biệt yêu thích sẽ có hệ số cao hơn và ngược lại.

Bắt đầu khoảng năm 1927, tiêu chuẩn 10 lần sức mạnh thu nhập này được thay thế bởi bộ tiêu chuẩn so sánh mới khá rõ rệt. Mặt khác, xuất hiện xu hướng định giá cổ phiếu phổ thông rộng rãi hơn trước. Cách làm này được tóm tắt trong tuyên bố nổi tiếng của một chuyên gia tài chính đầu ngành, người cho rằng các cổ phiếu tốt đáng giá gấp 15 lần thu nhập của chúng.<sup>1</sup> Xu

---

1. Phát biểu này được trích dẫn trên *Wall Street Journal* vào 26 tháng 3 năm 1928, như sau: “Raskob nhận xét: ‘Cổ phiếu của General Motors, theo chỉ số trung bình Dow, Jones & Co., nên được bán ở giá 15 lần sức mạnh thu nhập, hay 225 đô-la/cổ phiếu, trong khi ở mức 180 đô-la hiện tại, cổ phiếu này chỉ được bán ở giá gấp 12 lần thu nhập hiện tại.’”

hướng giá bao quát hơn trong định giá các loại cổ phiếu phổ thông khác nhau cũng xuất hiện. Các công ty nằm trong nhóm đặc biệt được ưa thích trong giai đoạn 1928-1929, ví dụ như công ty tiện ích công cộng hay chuỗi cửa hàng, được bán ở hệ số nhân rất cao so với thu nhập hiện tại, có khi đạt 25 hoặc 40 lần. Điều này cũng đúng với chứng khoán “blue chip”, những công ty hàng đầu trong nhiều lĩnh vực khác nhau. Như đã chỉ ra ở trước, cách định giá hào phóng này dựa trên giả định xu hướng thu nhập tiếp tục đi lên tương tự như giai đoạn quá khứ. Sau năm 1932, xuất hiện xu hướng giá cao hơn trong quan hệ với thu nhập vì lãi suất dài hạn rót sâu.

**Định giá chính xác là bất khả thi.** Phân tích chứng khoán không thể đưa ra những nguyên tắc chung về “giá trị phù hợp” của bất kỳ cổ phiếu phổ thông nào. Thực tế, không có nguyên tắc nào như vậy cả. Các cơ sở giá trị dịch chuyển quá thường xuyên để có thể đưa ra bất kỳ công thức chính xác hợp lý nào. Toàn bộ ý tưởng xây dựng giá trị trên thu nhập hiện tại rất ngớ ngẩn, vì chúng ta biết rằng thu nhập hiện tại liên tục thay đổi. Và hệ số nhân sẽ là 10, 15 hay 30 chỉ đơn thuần là lựa chọn tùy ý.

Nhưng bản thân thị trường cổ phiếu không có thời gian để đắn đo khoa học. Nó phải đưa ra giá trị trước, sau đó tìm ra lý do sau. Vị thế của thị trường chứng khoán rất giống với thẩm phán trong phiên xử lý tội vi phạm lối húa; không có cách hợp lý nào để đo lường giá trị ở đây, nhưng chúng phải được đo lường theo cách nào đó để rút ra kết luận. Do đó, giá cổ phiếu không được tính toán cẩn thận, mà là kết quả của mớ hỗn độn những phản ứng hành vi của con người. Thị trường cổ phiếu là cỗ máy bỏ phiếu hơn là một chiếc cân. Nó phản ứng trước các dữ liệu không theo cách trực tiếp, mà chỉ sau khi chúng ảnh hưởng đến các quyết định của người mua và người bán.

**Vai trò hạn chế của nhà phân tích trong định giá cổ phiếu.** Trước bức tranh dữ kiện thay đổi và sở thích đầy biến động của con người, nhà phân tích rõ ràng không thể đưa ra đánh giá chung về mức giá cổ phiếu phổ thông. Tuy nhiên, có vài hành động cụ thể nhưng hạn chế mà người này có thể thực hiện như dưới đây:

1. Nhà phân tích có thể thiết lập cơ sở cho định giá cổ phiếu phổ thông một cách cẩn trọng hay mang tính đầu tư, khác với những định giá đầu cơ.
2. Nhà phân tích có thể chỉ ra tầm quan trọng của (a) cấu trúc vốn hóa và (b) nguồn thu nhập lên định giá cổ phiếu.
3. Nhà phân tích có thể tìm ra những yếu tố bất thường trong bảng cân đối kế toán sẽ ảnh hưởng đến thu nhập.

**Cơ sở để xuất cho định giá đầu tư tối da.** Nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông tương tự với nhà đầu cơ hành động dựa trên thu nhập tương lai, thay vì thu nhập quá khứ. Cơ sở để định giá là ước đoán thông minh và cẩn trọng về sức mạnh thu nhập trong tương lai. Đo lường thu nhập tương lai chỉ có thể cẩn trọng nếu được giới hạn trong kết quả kinh doanh thực một giai đoạn. Tuy nhiên, chúng tôi đã đề xuất xem xét riêng lợi nhuận trong những năm gần đây nhất, có thể chấp nhận như một công cụ đo lường thu nhập tương lai, nếu (1) các điều kiện kinh doanh trong năm đó không đặc biệt tốt, (2) doanh nghiệp thể hiện xu hướng thu nhập đi lên trong vài năm trong quá khứ, (3) nghiên cứu của nhà đầu tư về ngành mang lại niềm tin tăng trưởng tiếp diễn trong tương lai. Trong trường hợp vô cùng đặc biệt, nhà đầu tư có thể hội đủ lý do để tin vào thu nhập cao hơn trong tương lai, so với bất kỳ thời điểm nào trong quá khứ. Trường hợp này có thể đến từ việc có bằng sáng chế mới, phát hiện ra nguồn quặng mới... Nhưng trong hầu hết các tình huống, nhà phân tích sẽ tính toán giá trị đầu tư của cổ phiếu từ thu nhập trung bình trong giai đoạn 5 hay 10 năm. Điều này không đồng nghĩa rằng, tất cả cổ phiếu phổ thông cùng thu nhập trung bình đều có cùng giá trị. Nhà đầu tư cổ phiếu phổ thông (người mua cẩn trọng) chắc chắn sẽ định giá cao những chứng khoán có con số thu nhập hiện tại cao hơn con số trung bình, hoặc những chứng khoán có viễn cảnh tương lai tốt hơn trung bình hay sức mạnh thu nhập nội tại ổn định. Điểm cốt yếu trong cách nhìn của chúng tôi là, hệ số nhân phải có ngưỡng trên phù hợp trong mọi trường hợp để định giá vẫn nằm trong giới hạn cẩn trọng. Chúng tôi đề xuất mức giá cao nhất cho khoản đầu tư cổ phiếu phổ thông là khoảng 20 lần thu nhập trung bình.

Nguyên tắc này về bản chất mang tính tùy ý, song nó không hoàn toàn như vậy. Đầu tư phải bao hàm giá trị có thể minh chứng, giá trị cổ phiếu phổ thông tiêu biểu chỉ có thể được chứng minh bằng con số thu nhập đã được xác lập, tức là con số thu nhập trung bình. Nhưng rất khó để tin rằng con số thu nhập thấp hơn 5% mức thị giá là thuyết phục cho mức giá đó. Rõ ràng hệ số giá – thu nhập như vậy không thể mang lại biên độ an toàn mà chúng tôi đã yêu cầu cho vị thế của nhà đầu tư. Có thể người mua chấp nhận con số này với kỳ vọng rằng thu nhập tương lai sẽ cao hơn quá khứ. Cơ sở định giá như vậy có thể mang tính đầu cơ. Nó nằm ngoài phạm vi tầm nhìn của đầu tư cổ phiếu phổ thông.

*Giá cao hơn có thể phổ biến trong đầu cơ.* Chúng ta cần hiểu rõ ý đồ ở đây. Chúng tôi không ngụ ý rằng, sẽ là sai lầm nếu trả 20 lần thu nhập trung bình để mua cổ phiếu phổ thông. Chúng tôi cho rằng mức giá như vậy mang tính đầu cơ. Hành động mua có thể dễ dàng sinh lợi, nhưng trong trường hợp này, nó là một hành động đầu cơ thông minh hay may mắn. Chỉ vài người thông minh hay liên tục may mắn trong các hoạt động đầu cơ của mình. Do đó, hậu quả là những người mua cổ phiếu theo thói quen sẽ mất rất nhiều tiền trong dài hạn. Nếu thiếu cơ chế kiểm tra máy móc, những người này có xu hướng không thể chống lại sự cám dỗ định kỳ của thị trường bò, với những lý lẽ rất lọt tai để thuyết phục người mua trả những mức giá lý cho cổ phiếu phổ thông.

*Những điều kiện cần khác cho cổ phiếu phổ thông xếp loại đầu tư và hệ quả.* Nếu con số 20 lần thu nhập được sử dụng như ngưỡng trên của giá khi mua đầu tư, thì thông thường, giá phải được trả thấp hơn con số tối đa này rất nhiều. Con số khoảng 12 hay  $12\frac{1}{2}$  lần thu nhập trung bình có thể phù hợp với tình huống của một công ty có viễn cảnh trung lập. Chúng tôi cũng phải nhấn mạnh rằng, hệ số hợp lý thị giá với thu nhập trung bình không phải là điều kiện duy nhất cho đầu tư cổ phiếu phổ thông. Nó là điều kiện cần, nhưng không phải là điều kiện đủ. Công ty phải đáp ứng đủ các yêu cầu về mặt cơ cấu tài chính, quản trị và viễn cảnh tương lai.

Nguyên tắc này dẫn đến hệ quả quan trọng: *Một khoản đầu tư cổ phiếu phổ thông hấp dẫn là khoản đầu cơ hấp dẫn*. Điều này đúng vì, nếu một cổ phiếu phổ thông có thể đáp ứng yêu cầu của nhà đầu tư cẩn trọng, người này sẽ nhận được toàn bộ giá trị cho khoản tiền mình bỏ ra, cộng với viễn cảnh tương lai thỏa đáng, thì chứng khoán này cũng có cơ hội tăng giá rất cao.

**Các ví dụ về cổ phiếu phổ thông đầu cơ và đầu tư.** Định nghĩa của chúng tôi về cơ sở đầu cơ mua cổ phiếu phổ thông không giống với thực hành của Phố Wall trong vấn đề cổ phiếu phổ thông xếp hạng cao. Vì với những chứng khoán này, mức giá cao hơn rất nhiều hệ số 20 lần thu nhập trung bình vẫn có thể được xem là chất lượng, những cổ phiếu này được gọi tên là “chứng khoán đầu tư” bất chấp mức giá được bán. Theo cách nhìn của chúng tôi, mức giá được trả cho “những cổ phiếu phổ thông tốt nhất” khiến những cổ phiếu này về căn bản mang tính đầu cơ, vì cần phải có tăng trưởng tương lai để lý giải cho những mức giá kia. Do đó, hoạt động đầu tư cổ phiếu phổ thông như chúng tôi định nghĩa, sẽ nằm ở vị trí trung lập, nghĩa là nằm giữa các chứng khoán giá thấp mang tính đầu cơ vì chất lượng đáng ngờ và những chứng khoán vững chắc ít nhiều mang tính đầu cơ vì giá cao.

**NHÓM A: CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG MANG TÍNH ĐẦU CƠ VÀO THÁNG 12 NĂM 1938  
VÌ GIÁ CAO (CON SỐ ĐƯỢC ĐIỀU CHỈNH ĐỂ PHẢN ÁNH CÁC THAY ĐỔI  
TRONG CẤU TRÚC VỐN HÓA)**

Hạng mục	Nhóm A		
	General Electric	Coca Cola	Johns-Manville
Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông			
1938	0,96 đô-la	5,95 đô-la	1,09 đô-la
1937	2,20	5,73	5,80
1936	1,52	4,66	5,13
1935	0,97	3,48	2,17
1934	0,59	3,12	0,22
1933	0,38	2,20	0,64(d)
1932	0,41	2,17	4,47(d)
1931	1,33	2,96	0,45
1930	1,90	2,79	3,66
1929	2,24	2,56	8,09

Trung bình 10 năm	1,25	3,56	2,15
Trung bình 5 năm (1934-1938)	1,25	4,59	2,88
Trái phiếu	-	-	-
Cổ phiếu ưu đãi	-	600.000 cp. giá 60	75.000 cp. giá 130
		36.000.000	9.750.000
Cổ phiếu phổ thông	28.784.000 cp. giá 43½	3.992.000 cp. giá 132¼	850.000 cp. giá 105
	1.250.000.000	529.500.000	89.300.000
Tổng vốn hóa	1.250.000.000	565.500.000	99.050.000
Tài sản hữu hình ròng, 31/12/1938	335.182.000	43.486.000	48.001.000
Tài sản ngắn hạn ròng, 31/12/1938	155.023.000	25.094.000	17.418.000
Thu nhập trung bình trên giá cổ phiếu phổ thông, 1929-1938	2,9%	2,7%	2,0%
Thu nhập tối đa trên giá cổ phiếu phổ thông, 1929-1938	5,1%	4,5%	7,7%
Thu nhập tối thiểu trên giá cổ phiếu phổ thông, 1929-1938	0,9%	1,6%	(d)
Thu nhập trung bình trên giá cổ phiếu phổ thông, 1934-1938	2,9%	3,5%	2,7%

Những khác biệt này được minh họa bằng 9 ví dụ đi kèm vào ngày 31 tháng 12 năm 1938.

**NHÓM B: CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG MANG TÍNH ĐẦU CƠ  
VÀO THÁNG 12 NĂM 1938 VÌ SỐ LIỆU BẤT THƯỜNG**

Hạng mục	Nhóm B		
	Goodyear Tire và Rubber	Simmons	Youngstown Sheet & Tube
Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông: (đô-la)			
1938	1,34	1,42	0,89(d)
1937	1,95	2,88	6,79
1936	3,90	3,53	7,03
1935	0,12	1,14	0,64
1934	0,66(d)	0,84(d)	2,95(d)
1933	0,79(d)	0,04	7,76(d)
1932	4,24(d)	2,57(d)	11,75(d)
1931	0,04	0,79(d)	6,55(d)
1930	0,37(d)	1,05(d)	5,17
1929	10,23	4,15	17,28
Trung bình 10 năm	1,15	0,79	0,70
Trung bình 5 năm (1934-1938)	1,35	1,63	2,12
Trái phiếu	50.235.000	10.000.000	87.000.000
Cổ phiếu ưu đãi	650.000 cp. giá 108	-	150.000 cp. giá 81
Cổ phiếu phổ thông	70.250.000 2.059.000 cp. giá 37%	1.158.000 cp. giá 32	12.165.000 1.675.000 cp. giá 54½
	77.500.000	37.050.000	90.900.000
Tổng vốn hóa	197.985.000	47.050.000	190.065.000
Tài sản hữu hình ròng, 31/12/1938	170.322.000	28.446.000	224.678.000
Tài sản ngắn hạn ròng, 31/12/1938	96.979.000	14.788.000	83.375.000
Thu nhập trung bình trên giá cổ phiếu phổ thông, 1929-1938	3,1%	2,5%	1,3%
Thu nhập tối đa trên giá cổ phiếu phổ thông, 1929-1938	27,2%	13,0%	31,8%
Thu nhập tối thiểu trên giá cổ phiếu phổ thông, 1929-1938	(d)	(d)	(d)
Thu nhập trung bình trên giá cổ phiếu phổ thông, 1934-1938	3,6%	5,1%	3,9%

*Nhận xét về những nhóm khác.* Các doanh nghiệp liệt kê trong nhóm A đại diện cho những công ty công nghiệp “hạng nhất” hay “blue chip”, được đặc biệt yêu thích trong giai đoạn đầu cơ bùng nổ 1928-1929 và những năm sau đó. Các công ty này có vị thế tài chính vững mạnh, viễn cảnh tương lai được cho là tuyệt vời, trong hầu hết trường hợp có thu nhập tương đối ổn định hay tăng trưởng trong quá khứ. Tuy nhiên, thị giá của những cổ phiếu này không cao hơn khi được xem xét thu nhập trung bình của chúng. Thực tế, lợi nhuận trong năm tốt nhất của giai đoạn 1929-1938 thấp hơn 8% mức thị giá tháng 12 năm 1938. Nó cũng bán ở giá cao ngất ngưởng so với giá trị vốn đầu tư thực.

**NHÓM C: CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG ĐÁP ỨNG  
CÁC BÀI KIỂM TRA ĐẦU TƯ VÀO THÁNG 12 NĂM 1938  
TỪ GÓC NHÌN ĐỊNH LƯỢNG**

Hạng mục	Nhóm C		
	Adams-Millis	American Safety Razor	J. J. Newberry
Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông (đô-la):			
1938	3,21	1,48	4,05
1937	2,77	2,47	5,27
1936	2,55	2,70	6,03
1935	2,93	2,42	4,94
1934	3,41	2,03	5,38
1933	2,63	1,40	3,06
1932	1,03	1,14	1,07
1931	4,72	1,58	1,73
1930	4,83	2,50	2,27
1929	4,83	2,57	3,15
Trung bình 10 năm	3,29	2,03	3,70
Trung bình 5 năm (1934-1938)	2,97	2,22	5,13
Trái phiếu	-	-	5.587.000
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	51.000 cp. giá 106

Cổ phiếu phổ thông	156.000 cp. giá 21 3.280.000	524.000 cp. giá 14½ 7.800.000	5.405.000 380.000 cp. giá 34½ 13.110.000
Tổng vốn hóa	3.280.000	7.800.000	24.102.000
Tài sản hữu hình ròng, 31/12/1938	3.320.000	6.484.000	25.551.000
Tài sản ngắn hạn ròng, 31/12/1938	926.000	3.649.000	8.745.000
Thu nhập trung bình trên giá cổ phiếu phổ thông, 1929-1938	15,7%	13,7%	10,7%
Thu nhập tối đa trên giá cổ phiếu phổ thông, 1929-1938	23,0%	18,2%	17,5%
Thu nhập tối thiểu trên giá cổ phiếu phổ thông, 1929-1938	4,9%	7,7%	3,1%
Thu nhập trung bình trên giá cổ phiếu phổ thông, 1934-1938	14,1%	14,9%	14,9%

Doanh nghiệp được phân tích trong nhóm B tất nhiên mang tính đầu cơ vì lịch sử thu nhập bất ổn. Chúng thể hiện mối quan hệ biến thiên cao giữa thị giá và thu nhập trung bình, thu nhập tối đa và giá trị tài sản.

Cổ phiếu phổ thông ở nhóm C là những ví dụ đáp ứng được bài kiểm tra cụ thể và định lượng về chất lượng đầu tư. Những bài kiểm tra này bao gồm:

1. Thu nhập ổn định hợp lý, trong điều kiện môi trường kinh doanh biến động giai đoạn 10 năm.
2. Thu nhập trung bình hình thành một hệ số thỏa đáng với thị giá.<sup>1</sup>
3. Cơ cấu tài chính đủ an toàn và vị thế vốn lưu động mạnh.

---

1. Lưu ý rằng thu nhập *trung bình* của 3 công ty trong nhóm C hầu như luôn cao hơn 2,5 lần thị giá so với thu nhập *tối đa* của công ty trong nhóm A.

Dù chúng tôi không đề xuất rằng cổ phiếu phổ thông mua để đầu tư buộc phải có giá trị tài sản tương đương giá, đặc điểm của chứng khoán nhóm C là chúng không được bán ở giá rất cao so với các nguồn lực thực của doanh nghiệp.

Đầu tư cổ phiếu phổ thông như chúng tôi đã thấy trước, sẽ giới hạn trong những chứng khoán có số liệu như minh họa ở nhóm C. Nhưng hành động mua thực tế bất kỳ chứng khoán nào trong nhóm này cũng đòi hỏi người mua phải có niềm tin vào viễn cảnh thuận lợi của doanh nghiệp.

### **DỰ PHÒNG NHỮNG THAY ĐỔI TRONG CƠ CẤU VỐN HÓA**

Khi xử lý các con số thu nhập trong quá khứ trên cơ sở cổ phiếu, các con số phải được điều chỉnh để phản ánh những thay đổi quan trọng trong cơ cấu vốn hóa diễn ra trong kỳ. Ở trường hợp đơn giản nhất, thay đổi cơ cấu vốn hóa sẽ chỉ liên quan đến thay đổi số lượng cổ phiếu phổ thông đến từ trả cổ tức bằng cổ phiếu, chia tách... Cân thiết phải tính toán lại vốn hóa xuyên suốt giai đoạn trên cơ sở số lượng cổ phiếu hiện tại. (Những tính toán này chỉ được thực hiện bởi vài dịch vụ thống kê.)

Khi thay đổi cơ cấu vốn hóa do phát hành thêm chứng khoán ở mức giá tương đối thấp (thường thông qua thực hiện quyền đăng ký hay chứng khế), hay do chuyển đổi chứng khoán ưu tiên cao, việc điều chỉnh sẽ khó khăn hơn. Trong những trường hợp này, thu nhập sẵn có cho cổ phiếu phổ thông trong kỳ trước phải tăng lên tương ứng so với con số đến từ hoạt động phát hành cổ phiếu bổ sung. Khi trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông, lãi vay được trả trước đó phải được cộng lại vào thu nhập, khi đó một con số thu nhập mới sẽ được sử dụng để tính toán trên cơ sở số lượng cổ phiếu lớn hơn. Nếu cổ phiếu được bán ở giá tương đối thấp, điều chỉnh đúng sẽ cho ra thu nhập từ 5% đến 8% số tiền thu được từ bán cổ phiếu. (Việc tính toán không cần thiết trừ khi các thay đổi nhắc đến ở đây rất quan trọng.)

Cần phải điều chỉnh thu nhập trên cổ phiếu để phản ánh mức giá tăng số cổ phiếu lưu hành trong tương lai từ chuyển đổi hay thực thi chứng

khế quyền chọn. Khi những người giữ chứng khoán khác có bất kỳ lựa chọn nào, nhà phân tích phải dự trù cho những hệ quả xấu khả dĩ lên thu nhập trên cổ phiếu phổ thông đến từ hành động thực thi quyền chọn.

*Ví dụ:* Cân thực hiện điều chỉnh này khi phân tích thu nhập báo cáo của American Airlines, Inc., trong 12 tháng, kết thúc vào ngày 30 tháng 9 năm 1939.

Thu nhập theo báo cáo.....	1.128.000 đô-la
Thu nhập trên cổ phiếu của khoảng	
300.000 cổ phiếu lưu hành .....	3,76 đô-la
(Giá tháng 12/1939 khoảng 37)	

Có 2.600.000 đô-la giấy nợ  $4\frac{1}{2}\%$ , chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông ở giá 12,5 đô-la/cổ phiếu. Nhà phân tích phải giả định hành động chuyển đổi trái phiếu sẽ dẫn đến kết quả điều chỉnh như sau:

Thu nhập, cộng ngược lại 117.000 đô-la	
chi phí lãi vay .....	1.245.000 đô-la
Thu nhập trên cổ phiếu của khoảng	
508.000 cổ phiếu lưu hành .....	2,45 đô-la
Hơn $\frac{1}{3}$ thu nhập theo báo cáo đã biến mất khi thực hiện điều chỉnh cân thiết này.	

*Ví dụ* American Water Works & Electric Company có thể được sử dụng để minh họa cho cả hai loại điều chỉnh.

Điều chỉnh A phản ánh việc chi trả cổ tức cổ phiếu trong năm 1928, 1929 và 1930.

Điều chỉnh B giả định hành động thực thi quyền chuyển đổi giá trị 15.000.000 đô-la trái phiếu chuyển đổi 5% phát hành năm 1934, theo đó thu nhập tăng lên theo con số lãi suất phải trả, nhưng số lượng cổ phiếu cũng tăng lên 750.000. (Các điều chỉnh ở trên đều độc lập với bất kỳ điều chỉnh khả dĩ nào trong thu nhập theo báo cáo, từ góc nhìn chi phí khấu hao như đã thảo luận từ trước.)

Năm	Thu nhập sẵn có* cho cổ phiếu phổ thông theo báo cáo			Điều chỉnh A		Điều chỉnh B		
	Thu nhập (đô-la)	Số lượng cổ phiếu	Thu nhập/ cổ phiếu (đô-la)	Số lượng cổ phiếu	Thu nhập/ cổ phiếu (đô-la)	Thu nhập	Số lượng cổ phiếu	Thu nhập/cổ phiếu (đô-la)
1933	2.392	1.751	1,37	1.751	1,37	3.140	2.501	1,26
1932	2.491	1.751	1,42	1.751	1,42	3.240	2.501	1,30
1931	4.904	1.751	2,80	1.751	2,80	5.650	2.501	2,26
1930	5.424	1.751	3,10	1.751	3,10	6.170	2.501	2,47
1929	6.621	1.657	4,00	1.741	3,80	7.370	2.491	2,95
1928	5.009	1.432	3,49	1.739	2,88	5.760	2.489	2,30
1927	3.660	1.361	2,69	1.737	2,11	4.410	2.487	1,76
Trung bình 7 năm			2,70		2,50			2,04

\* Con số cổ phiếu và thu nhập tính theo đơn vị 1.000.

Cần thực hiện điều chỉnh giá trị sổ sách hay giá trị tài sản hiện tại trên cổ phiếu phổ thông tương ứng khi phân tích bảng cân đối kế toán.

### DỰ PHÒNG LỢI ÍCH CỦA CHỨNG KHOÁN QUYỀN THAM GIA

Khi tính toán thu nhập sẵn có của cổ phiếu phổ thông, cần tính toán đầy đủ quyền của những người sở hữu chứng khoán tham gia, dù rằng con số liên quan có đang được chi trả hay không. Cũng phải tính đến các hợp đồng quản lý sẽ lấy mất tỷ lệ phần trăm lợi nhuận lớn làm khoản thù lao, như trong trường hợp quỹ ủy thác đầu tư. Các trường hợp đặc biệt đôi khi liên quan đến “cổ phiếu hạn chế”, tùy thuộc vào thu nhập hay những cân nhắc khác.

Ví dụ: Trico Products Corporation, nhà sản xuất linh kiện xe ôtô lớn có 675.000 cổ phiếu phổ thông, trong đó 450.000 cổ phiếu (do chủ tịch sở hữu) nguyên thủy “giới hạn” trả cổ tức. Cổ phiếu không giới hạn có quyền ưu tiên nhận cổ tức 2,5 đô-la, phần còn lại cả hai loại cổ phiếu sẽ chia đều. Bên cạnh đó, nhóm cổ phiếu hạn chế sau sẽ được giải phóng khỏi điều khoán hạn chế nếu thu nhập năm 1925 và những năm sau đó đạt được con

số theo quy định. (Đến cuối năm 1938, có tổng cộng 239.951 cổ phiếu đã được giải phóng.)

#### THU NHẬP ĐIỀU CHỈNH: TRICO PRODUCTS CORPORATION<sup>1</sup>

Năm	Thu nhập sẵn có cho cổ phiếu phổ thông (đô-la)	Thu nhập trên cổ phiếu hạn chế		
		A. Bỏ qua cổ phiếu hạn chế (đô-la)	B. Lợi nhuận phân phối tối đa trên cổ phiếu hạn chế (đô-la)	C. Cho phép giải phóng cổ phiếu hạn chế (nghĩa là trên tổng cơ cấu vốn) (đô-la)
1929	2.250.000	6,67	4,58	3,33
1930	1.908.000	5,09	3,94	2,83
1931	1.763.000	4,70	3,72	2,61
1932	965.000	2,57	2,54	1,44
1933	1.418.000	3,78	3,21	2,10
1934	1.772.000	4,72	3,74	2,62
1935	3.567.000	9,84	6,52	5,38
1936	4.185.000	9,75	7,25	6,39
1937	3.792.000	8,97	6,82	5,99
1938	2.320.000	5,56	4,53	3,70
Trung bình 10 năm	3.394.000	6,17	4,69	3,64

1 Tính toán cho giai đoạn 1935-1938 đã bị ảnh hưởng bởi hoạt động mua lại cổ phiếu không hạn chế từ phía doanh nghiệp.

Ở bảng trên, cột C đo lường chính xác nhất về sức mạnh thu nhập cho các cổ phiếu không giới hạn. Cột A không liên quan.

Tình huống tương tự như Trico Products Corporation là cổ phiếu Montana Power Company trước tháng 6 năm 1921.

**Nguyên tắc tổng quát.** Những nội dung ở các trang trước có thể được tóm tắt trong nguyên tắc tổng quát sau:

Giá trị nội tại của cổ phiếu phổ thông theo sau các chứng khoán chuyển đổi, hoặc đứng trước nguy cơ bị pha loãng từ hoạt động thực thi quyền chọn cổ phiếu hay đặc quyền tham gia của những người giữ chứng khoán khác, không thể được định giá đúng ở mức cao hơn so với giá trị khi tất cả đặc quyền đó được thực thi đầy đủ.

## *Chương 31*

### **CẤU TRÚC VỐN HÓA**

---

---

Cơ cấu vốn hóa giữa chứng khoán ưu tiên cao và cổ phiếu phổ thông ảnh hưởng lớn lên sức mạnh thu nhập trên cổ phiếu. Các ví dụ giả thiết sẽ giúp làm rõ điểm này. Chúng tôi giả định có 3 công ty công nghiệp A, B và C, mỗi công ty có sức mạnh thu nhập (nghĩa là thu nhập trung bình gần đây) 1.000.000 đô-la. Chúng giống nhau về tất cả khía cạnh, ngoại trừ cấu trúc vốn hóa. Công ty A được vốn hóa hoàn toàn từ 100.000 cổ phiếu phổ thông. Công ty B có 6.000.000 đô-la trái phiếu 4% và 100.000 cổ phiếu phổ thông. Công ty C có 12.000.000 đô-la trái phiếu 4% và 100.000 cổ phiếu phổ thông.

Chúng tôi giả sử rằng trái phiếu có giá trị bằng mệnh giá và cổ phiếu phổ thông có giá bằng 12 lần thu nhập trên cổ phiếu. Vậy thì giá trị của 3 công ty sẽ như sau:

Công ty	Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông (đô-la)	Giá trị cổ phiếu phổ thông (đô-la)	Giá trị trái phiếu (đô- la)	Tổng giá trị doanh nghiệp (đô-la)
A	1.000.000	12.000.000		12.000.000
B	760.000	9.000.000	6.000.000	15.000.000
C	520.000	6.000.000	12.000.000	18.000.000

Chúng ta cần phải chú ý đến các con số này. Những công ty với sức mạnh thu nhập giống nhau lại có giá trị khác nhau rất nhiều, chỉ vì cách cơ cấu vốn hóa của chúng. Cấu trúc vốn hóa tự thân nó được quyết định bởi những người kiểm soát doanh nghiệp. Liệu giá trị đúng của doanh nghiệp có thể được tăng giảm tùy ý, bằng cách thay đổi tỷ lệ tương đối giữa chứng khoán ưu tiên cao và cổ phiếu phổ thông hay không?

**Liệu giá trị doanh nghiệp có thể được thay đổi bằng cách tùy ý biến đổi cấu trúc vốn hay không?** Để trả lời đúng câu hỏi này, chúng ta phải nghiên cứu các ví dụ một cách cẩn thận hơn. Khi tính toán giá trị của 3 doanh nghiệp, chúng tôi giả định rằng trái phiếu có giá bằng mệnh giá, cổ phiếu sẽ có giá cao hơn 12 lần thu nhập. Liệu những giả định này có đúng không? Đầu tiên hãy cân nhắc trường hợp của công ty B. Nếu không có yếu tố bất lợi nào trong bức tranh, trái phiếu có thể được bán ở giá khoảng 100, vì lãi suất được bảo đảm bằng thu nhập cao gấp 4 lần. Sự tồn tại của khoản nợ dài hạn này cũng không ngăn được cổ phiếu bán ở giá gấp 12 lần sức mạnh thu nhập đã xác lập.

Tuy nhiên có thể lập luận rằng, nếu cổ phiếu công ty B cao hơn 12 lần thu nhập, cổ phiếu công ty A sẽ có giá cao hơn con số này, vì chúng không có nợ xếp trước. Do đó, rủi ro ở đây thấp hơn, chúng ít bị tổn thương hơn trong trường hợp thu nhập sụt giảm so với cổ phiếu công ty B. Điều này tất nhiên đúng, nhưng cổ phiếu công ty B cũng sẽ phản ứng nhanh nhạy hơn khi thu nhập gia tăng. Con số sau đây sẽ minh họa rõ ràng cho điểm này:

Giá định thu nhập	Thu nhập trên cổ phiếu (đô-la)		Thay đổi trong thu nhập trên cổ phiếu từ con số cơ sở	
	Công ty A	Công ty B	Công ty A	Công ty B
\$1.000.000	10,00	7,60	(Cơ sở)	(Cơ sở)
750.000	7,50	5,10	-25%	-33%
1.250.000	12,50	10,10	+25%	+33%

Liệu có công bằng khi giả định rằng, tính nhạy cảm cao của công ty B trước sự sụt giảm lợi nhuận có thể được bù trừ bằng tính nhạy cảm cao hơn

trước viễn cảnh gia tăng? Nếu nhà đầu tư kỳ vọng thu nhập cao hơn trong tương lai và chọn cổ phiếu phổ thông với tâm lý này, liệu người này có đủ lý do để chọn loại chứng khoán sẽ hưởng lợi từ đợt gia tăng nhất định không? Chúng ta theo đó dẫn ngược lại kết luận ban đầu rằng, công ty B có thể có giá trị 3.000.000 đô-la hay cao hơn 25% công ty A, chỉ vì cơ cấu phân chia vốn hóa giữa trái phiếu và cổ phiếu.

**Nguyên tắc tối ưu cấu trúc vốn hóa.** Dù nghịch lý, kết luận này được củng cố bởi hành vi của cổ phiếu phổ thông trên thị trường. Nếu phân tích mâu thuẫn này kỹ hơn, chúng ta sẽ thấy rằng nó đến từ cấu trúc vốn hóa đơn giản hóa quá mức của công ty A. Cổ phiếu phổ thông của công ty A rõ ràng chứa hai yếu tố đại diện bởi trái phiếu và cổ phiếu phổ thông của công ty B. Một phần cổ phiếu công ty A rốt cuộc tương đương với trái phiếu công ty B, theo lý thuyết nên được định giá trên cùng cơ sở, nghĩa là 4%. Phần còn lại của cổ phiếu công ty A nên được định giá ở mức 12 lần thu nhập. Lý luận này sẽ mang đến cho chúng ta giá trị kết hợp 15.000.000 đô-la, nghĩa là gấp  $6\frac{2}{3}\%$  trung bình, cho hai cấu phần vốn của công ty A, tất nhiên cũng giống với trái phiếu và cổ phiếu công ty B khi được tính toán chung.

Nhưng giá trị 15.000.000 đô-la của cổ phiếu công ty A không thường được hiện thực hóa trong thực tiễn. Lý do là vì người mua cổ phiếu phổ thông hiếm khi nhận ra sự tồn tại của “cấu phần trái phiếu” trong mỗi cổ phiếu phổ thông, trong bất kỳ tình huống nào, người này sẽ không sẵn lòng trả thêm cho nó.<sup>1</sup> Thực tế này dẫn chúng tôi đến nguyên tắc quan trọng cho cả người mua chứng khoán và ban quản trị doanh nghiệp:

1. Hãy xem phần thảo luận về American Laundry Machinery ở trang 505-507 phiên bản 1934 của cuốn sách này cho phần minh họa hiệu ứng khả dĩ khi thay đổi cấu trúc vốn, từ chỉ có cổ phiếu sang kết hợp cổ phiếu và trái phiếu. Những thay đổi kiểu này được thực hiện bởi American Zinc (thông qua cổ tức cổ phiếu ưu đãi năm 1916) và Maytag Company thông qua phân phối thu nhập tương tự năm 1928. Phương pháp thông thường để đưa cấu trúc vốn hóa mang tính đầu cơ vào doanh nghiệp là thông qua hình thức doanh nghiệp nắm vốn cổ phần phát hành những chứng khoán ưu tiên cao và cổ phiếu phổ thông riêng, dựa trên cơ sở sở hữu cổ phiếu phổ thông của công ty con. Ví dụ: Chesapeake Corporation năm 1927, Kaufmann Department Stores Securities Corporation năm 1925.

*Cấu trúc vốn hóa tối ưu cho bất kỳ doanh nghiệp nào cũng bao gồm các chứng khoán ưu tiên cao, sao cho chúng có thể được phát hành an toàn và được mua cho mục đích đầu tư.*

Cụ thể, phát biểu này có nghĩa là cấu trúc vốn hóa của công ty B được yêu thích hơn công ty A từ góc nhìn cổ đông, giả định rằng trong cả hai trường hợp, 6.000.000 đô-la trái phiếu là khoản đầu tư lành mạnh. Dưới những điều kiện như vậy, việc cổ đông hoàn toàn đóng góp vốn vào doanh nghiệp có thể được gọi là cơ cấu vốn quá cẩn trọng, vì nó có xu hướng khiến đồng tiền của cổ đông trở nên ít hiệu quả hơn so với trường hợp một phần vốn được vay mượn. Tình huống tương tự cũng đúng trong hầu hết các doanh nghiệp tư nhân, khi người chủ nhìn nhận đó là một chính sách sinh lợi phù hợp để sử dụng cẩn trọng tiền vay ngân hàng ngắn hạn cho những nhu cầu thời vụ, hơn là tài trợ cho toàn bộ hoạt động bằng vốn của người chủ.

**Thực hành của doanh nghiệp dẫn đến thiếu hụt các trái phiếu công nghiệp lành mạnh.** Giống với việc ngân hàng cũng mong muốn doanh nghiệp khỏe mạnh thỉnh thoảng vay tiền, nhà đầu tư nhìn chung cũng muốn các doanh nghiệp công nghiệp cổ phần khỏe mạnh huy động một phần vốn thông qua trái phiếu. Chính sách này sẽ gia tăng con số trái phiếu xếp hạng cao trên thị trường, cho phép nhà đầu tư có phạm vi lựa chọn rộng hơn và khiến việc bán trái phiếu không lành mạnh trở nên khó khăn. Không may thay, thực hành của các doanh nghiệp công nghiệp cổ phần trong những năm gần đây có xu hướng làm thiếu hụt các trái phiếu công nghiệp tốt. Các doanh nghiệp mạnh nhìn chung tiết giảm việc phát hành trái phiếu mới, trong nhiều trường hợp còn thu hồi trái phiếu cũ. Tuy nhiên, hành động né tránh sử dụng nợ trái phiếu của các công ty công nghiệp hùng mạnh nhất trên thực tế ảnh hưởng xấu đến nhà đầu tư và chính sách đầu tư theo nhiều cách. Những quan sát sau về điểm này được viết vào năm 1934, phần lớn vẫn còn áp dụng được:

1. Cần hạn chế các công ty công nghiệp mới có vị thế yếu kém huy động vốn từ trái phiếu. Việc thiếu vắng tương đối nhiều trái phiếu tốt buộc các đơn vị bảo lãnh phát hành bán và nhà đầu tư mua chứng khoán yếu kém, dẫn đến những kết quả tai hại.
2. Việc thiếu trái phiếu tốt cũng có xu hướng dẫn nhà đầu tư vào lãnh thổ của cổ phiếu ưu đãi. Với các lý do đã trình bày chi tiết ở chương 14, cổ phiếu ưu đãi thẳng về lý thuyết không lành mạnh, do đó chúng không phải là lựa chọn đầu tư hiệu quả.
3. Việc loại bỏ các chứng khoán ưu tiên cao trong cơ cấu vốn của nhiều doanh nghiệp lớn, tất nhiên làm gia tăng chất lượng cổ phiếu đầu tư, nhưng nó cũng gia tăng nhu cầu mua các cổ phiếu này của nhà đầu tư. Thực tế này dẫn đến việc, nhiều người lẽ ra nên mua trái phiếu lành mạnh thì lại mua cổ phiếu. Hơn nữa, nó cũng tạo ra lý do ngụy biện cho mức giá quá cao của các cổ phiếu phổ thông này; cuối cùng, nó làm lộn xộn các động cơ đầu tư và đầu cơ, khiến nhiều nhà đầu tư vốn cẩn trọng đã bị sa ngã trong giai đoạn 1927-1929.

**Định giá thu nhập khi cấu trúc vốn nặng trên đinh.** Để thảo luận xa hơn lý thuyết cấu trúc vốn hóa này, hãy nghiên cứu trường hợp của công ty C. Chúng tôi định giá 18.000.000 đô-la cho công ty này bằng cách giả định rằng, 12.000.000 đô-la trái phiếu được bán ở mệnh giá và cổ phiếu được bán ở giá gấp 12 lần thu nhập 5,2 đô-la/cổ phiếu của nó. Nhưng giả định về giá trái phiếu này rõ ràng ngụy biện. Thu nhập cao hơn hai lần chi phí lãi vay không đủ để bảo đảm cho trái phiếu công nghiệp, do đó nhà đầu tư sẽ thiếu khôn ngoan khi mua một trái phiếu như vậy ở mệnh giá. Ví dụ này mang đến tình huống minh họa hữu ích cho luận điểm của chúng tôi, rằng hệ số bảo đảm hai lần lãi suất là không đủ. Nếu nó đủ như vài nhà đầu tư nghĩ, thì chủ của bất kỳ doanh nghiệp thịnh vượng hợp lý nào có thu nhập 8% trên số tiền đầu tư, có thể lấy lại toàn bộ vốn bằng cách bán trái phiếu 4%, mà họ vẫn kiểm soát doanh nghiệp cùng với  $\frac{1}{2}$  thu nhập của nó. Cách dàn xếp này cực kỳ hấp dẫn

cho người chủ sở hữu, nhưng thiếu thông minh khi đứng từ góc độ của người mua trái phiếu.

Ví dụ về công ty C cũng chỉ ra hiệu ứng của tỷ lệ lãi suất trên biên độ an toàn của trái phiếu ưu tiên. Nếu 12.000.000 đô-la trái phiếu có tỷ lệ lãi suất 6%, chi phí lãi vay 720.000 đô-la sẽ được bảo đảm bằng thu nhập ít hơn  $1\frac{1}{2}$  lần. Hãy giả sử rằng công ty D cũng có trái phiếu như vậy. Một nhà đầu tư khinh suất khi nhìn vào hai con số, có thể từ chối trái phiếu 6% của công ty D do hệ số bảo đảm lãi suất thiểu an toàn chỉ là 1,39, nhưng lại chấp nhận trái phiếu của công ty C ở mệnh giá, vì người này thoái mái với con số thu nhập cao hơn hai lần chi phí lãi vay cố định. Cách phân biệt này chẳng hề thông minh. Nhà đầu tư của chúng tôi sẽ từ chối trái phiếu chỉ đơn thuần vì nó trả tỷ lệ lãi suất cao hơn, và sẽ chấp nhận trái phiếu chỉ đơn thuần vì nó trả tỷ lệ lãi suất thấp hơn. Tuy nhiên, thực tế là biên độ an toàn tối thiểu của trái phiếu phải đủ cao, để tránh khả năng độ an toàn trong có vẻ đảm bảo kia hạ tỷ lệ lãi suất. Cách lý luận tương tự cũng được áp dụng cho tỷ lệ cổ tức của cổ phiếu ưu đãi.

Vì quy mô quá lớn, trái phiếu công ty C không an toàn, do đó chúng nhiều khả năng được bán ở giá chiết khấu sâu so với mệnh giá. Chúng tôi không thể đề xuất mức giá phù hợp cho chứng khoán như vậy, nhưng chúng tôi đã chỉ ra rằng trái phiếu sẽ mang tính đầu cơ do thiếu an toàn thường không được mua ở giá cao hơn 70. Cũng nhiều khả năng việc phát hành trái phiếu quá tay sẽ khiến giá cổ phiếu không thể đạt đến 12 lần thu nhập, vì những người mua cổ phiếu cẩn trọng sẽ tránh né công ty C, do nó phải chịu quá nhiều rủi ro tài chính trong trường hợp tình hình diễn biến bất lợi. Kết quả có thể là, thay vì được định giá 18.000.000 đô-la, tổng giá trị của trái phiếu và cổ phiếu của công ty C sẽ thấp hơn 15.000.000 đô-la (định giá của công ty B), hay thậm chí ít hơn 12.000.000 đô-la (giá trị của công ty A).

Từ những dữ liệu này, chúng ta nên nhận ra rằng, kết quả bất lợi này không phải lúc nào cũng diễn ra. Nếu nhà đầu tư đủ vô tư và nhà đầu cơ đủ hào hứng, các chứng khoán của công ty C có thể được bán trên thị

trường với tổng giá trị 18.000.000 đô-la hoặc cao hơn nữa. Tình huống này không chắc diễn ra và không lành mạnh.<sup>1</sup> Lý thuyết cấu trúc tài chính của chúng tôi không thể thừa nhận rằng, cấu trúc tài chính của công ty C đạt tiêu chuẩn hay phù hợp. Điều này cũng cho thấy, có những giới hạn lợi thế rõ ràng của chứng khoán ưu tiên cao. Chúng tôi đã trình bày thực tế này trong nguyên tắc cấu trúc vốn hóa tối ưu, chứng khoán ưu tiên cao sẽ mất lợi thế khi số lượng của chúng lớn hơn con số phát hành an toàn hay mua để đầu tư.

Chúng tôi mô tả loại cấu trúc vốn của công ty A là “quá thận trọng”; công ty C có thể được gọi là “đầu cơ”; trong khi công ty B là “phù hợp” hay “đúng đắn”.

**Yếu tố đòn bẩy trong cấu trúc vốn hóa đầu cơ.** Dù cấu trúc vốn hóa đầu cơ khiến tất cả chứng khoán của doanh nghiệp nằm ngoài phạm vi đầu tư, nó có thể đem lại cho cổ phiếu một lợi thế đầu cơ rõ ràng. Mức tăng thu nhập 25% của công ty C (từ 1.000.000 đô-la lên 1.250.000 đô-la) đồng nghĩa với việc tăng 50% thu nhập trên cổ phiếu phổ thông (từ 5,2 đô-la lên 7,7 đô-la). Thực tế này làm xuất hiện xu hướng bán các doanh nghiệp vốn hóa đầu cơ ở giá tương đối cao trong những khoảng thời gian tốt hay thị trường tốt. Ngược lại, chúng bị đánh giá thấp hơn rất nhiều trong giai đoạn khủng hoảng. Tuy nhiên, có lợi thế thực tế là, những chứng khoán như vậy khi bán ở giá thấp hơn, có thể tăng giá nhiều hơn so với khả năng giảm giá.

---

1. Năm 1925, chứng khoán của Dodge Brothers (xe mô tô) được bán cho công chúng trên cơ sở 160.000.000 đô-la giá trị gốc trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi, khoảng 50.000.000 đô-la thị giá cổ phiếu phổ thông. Giá trị tài sản ròng chỉ khoảng 80.000.000 đô-la, thu nhập trung bình khoảng 16.000.000 đô-la. Cấu trúc vốn rõ ràng nặng phân định này ban đầu không cản trở giá chứng khoán, nhưng thu nhập sụt giảm mạnh trong năm 1927 nhanh chóng cho thấy cấu trúc này thiếu lành mạnh. (Năm 1928, công ty này bị Chrysler mua lại.)

## AMERICAN WATER WORKS &amp; ELECTRIC COMPANY

Hạng mục	1921	1923	1924	1929	Hệ số của năm 1929 với năm 1921
Thu nhập thuần* (đô-la)	20.574	36.380	38.356	54.119	2,63 :1
Thu nhập ròng trả lãi suất*	6.692	12.684	13.770	22.776	3,44 :1
Lãi suất cố định và cổ tức cổ phiếu ưu đãi*	6.353	11.315	12.780	16.154	2,54 :1
Tài khoản trả cổ tức cổ phiếu phổ thông*	339	1.369	990	6.622	19,53 :1
<i>Cơ sở năm 1921: †</i>					
Số lượng cổ phiếu phổ thông	92.000	100.000	100.000	130.000	1,41 :1
Thu nhập trên cổ phiếu	3,68	13,69	9,90	51,00	13,86 :1
Giá cao của cổ phiếu phổ thông (đô-la)	6½	44¾	209	Khoảng 2.500	385,00 :1
% thu nhập trên giá cao của cổ phiếu phổ thông	56,6%	30,6%	4,7%	2,04%	0,037 :1
<i>Theo báo cáo:</i>					
Số lượng cổ phiếu phổ thông	92.000	100.000	500.000	1.657.000	
Thu nhập trên cổ phiếu	3,68	13,69	1,98	4,00	
Giá cao của cổ phiếu phổ thông	6½	44¾	41⅓	199	

\* Đơn vị 1.000.

† Số lượng cổ phiếu và giá điều chỉnh để loại bỏ hiệu ứng từ trả cổ tức cổ phiếu và chia tách.

Số liệu của cổ phiếu phổ thông American Water Works & Electric Company giữa năm 1921–1929 thể hiện bức tranh tăng giá khó tin, phần lớn đến từ cấu trúc vốn hóa mang tính đầu cơ cao. Bốn số liệu thống kê hằng năm trong giai đoạn này được tổng hợp trong bảng trên.

Người mua cổ phiếu của American Water Works ở mức giá cao 6 ½ năm 1921, nếu người này giữ lại các khoản phân phối trên cổ phiếu, sẽ sở hữu khoảng 12 ½ cổ phiếu khi cổ phiếu này được bán ở giá 199 vào năm 1929. Khoản tiền 6,5 đô-la của người này sẽ gia tăng lên 2.500 đô-la. Trong khi thị giá của cổ phiếu phổ thông theo đó tăng 400 lần, thu nhập ròng chỉ tăng có 2,6 lần so với con số trước đó. Giá trị cổ phiếu phổ thông tăng bất cân xứng như vậy do những yếu tố sau, sắp xếp theo thứ tự quan trọng nhất đến ít quan trọng hơn:

1. Chứng khoán này được định giá cao hơn so với thu nhập trên cổ phiếu. Năm 1921, vốn hóa của công ty được đánh giá là nặng phân định; trái phiếu được bán ở giá thấp, thu nhập trên cổ phiếu không được nhìn nhận nghiêm túc vì công ty không trả cổ tức cho cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2. Năm 1929, tâm lý hào hứng chung dành cho các cổ phiếu doanh nghiệp tiện ích công cộng khiến giá cổ phiếu phổ thông cao gần 50 lần mức thu nhập cao nhất trong lịch sử của nó.
2. Cấu trúc vốn mang tính đầu cơ cho phép cổ phiếu phổ thông có được lợi thế tăng tài sản và thu nhập khi doanh nghiệp tăng trưởng. Hầu như tất cả các nguồn tài chính phụ trội cần thiết để huy động đến từ việc bán chứng khoán ưu tiên cao. Cần quan sát rằng, dù doanh thu ròng tăng chỉ khoảng 160% từ năm 1921 đến 1929, nhưng tài khoản trên cổ phiếu phổ thông cũ gia tăng 14 lần trong cùng giai đoạn.
3. Biên độ lợi nhuận cải thiện trong những năm này, được thể hiện trong hệ số lãi ròng trên lãi gộp cao hơn. Cấu trúc vốn mang tính đầu cơ đã giúp cổ phiếu phổ thông hưởng lợi lớn từ những khoản lợi nhuận phụ trội.

Những ví dụ khác: Hành vi của các doanh nghiệp được vốn hóa đầu cơ dưới những điều kiện kinh doanh khác nhau được minh họa rõ ràng bằng phân tích đính kèm của A. E. Staley Manufacturing Company, nhà sản xuất chế phẩm từ ngô. Để so sánh, hãy tham khảo phân tích tương ứng của American Maize Products Company, một doanh nghiệp được vốn hóa cẩn trọng trong cùng lĩnh vực.

Con số nổi bật nhất của Staley là thu nhập thường niên trên cổ phiếu biến động bất thường. Kinh doanh rõ ràng phải chịu những biến động lợi nhuận ròng lớn, hệ quả là cổ phiếu phổ thông biến động quá mạnh vì chỉ tồn tại lượng nhỏ cổ phiếu phổ thông so với chứng khoán ưu tiên cao.<sup>1</sup> Chỉ

---

1. Năm 1934, doanh nghiệp tuyên bố trả cổ tức 100% theo đó tăng gấp đôi lượng cổ phiếu phổ thông. Đến năm 1937, doanh nghiệp chia tách cổ phiếu theo tỷ lệ 10:1 và thay đổi mệnh giá từ

phí khấu hao lớn cũng tương đương với một khoản chi phí cố định nặng nề. Do đó sụt giảm thu nhập ròng trước khấu hao từ 3.266.000 đô-la trong năm 1929 xuống còn 1.540.000 đô-la trong năm tiếp theo, giảm hơn 50%, dẫn đến sụt giảm thu nhập trên cổ phiếu từ 84 đô-la xuống chỉ còn 3,74 đô-la. Lợi nhuận ròng của American Maize Products cũng biến động tương tự nhưng khoản chi phí cố định nhỏ, khiến dao động trong thu nhập trên cổ phiếu phổ thông ít ngoạn mục hơn.

#### A. E. STALEY

Năm	Thu nhập sẵn có* cho cổ phiếu phổ thông theo báo cáo			Điều chỉnh A		Điều chỉnh B		
	Thu nhập (đô- la)	Số lượng cổ phiếu	Thu nhập/ cổ phiếu (đô-la)	Số lượng cổ phiếu	Thu nhập/cổ phiếu (đô-la)	Thu nhập (đô- la)	Số lượng cổ phiếu	Thu nhập/ cổ phiếu (đô-la)
1933	2.392	1.751	1,37	1.751	1,37	3.140	2.501	1,26
1932	2.491	1.751	1,42	1.751	1,42	3.240	2.501	1,30
1931	4.904	1.751	2,80	1.751	2,80	5.650	2.501	2,26
1930	5.424	1.751	3,10	1.751	3,10	6.170	2.501	2,47
1929	6.621	1.657	4,00	1.741	3,80	7.370	2.491	2,95
1928	5.009	1.432	3,49	1.739	2,88	5.760	2.489	2,30
1927	3.660	1.361	2,69	1.737	2,11	4.410	2.487	1,76
Trung bình 7 năm			2,70		2,50			2,04

\* Đơn vị 1.000.

---

100 đô-la về 10 đô-la. Những phát triển này gia tăng lượng cổ phiếu lưu hành lên 20 lần. Sự nhứt quán của yếu tố biến động trong thu nhập trên cổ phiếu phổ thông được thể hiện ở những con số sau, dựa trên cấu trúc vốn hóa năm 1933:

1934	28,46 đô-la
1935	2,76(d)
1936	52,88
1937	18,40(d)
1938	38,80
1939	68,00

## AMERICAN MAIZE PRODUCTS

Năm	Thu nhập ròng trước khấu hao* (đô-la)	Khấu hao* (đô-la)	Chi phí cố định và cổ tức cổ phiếu ưu đãi* (đô-la)	Tài khoản thu nhập trên cổ phiếu phổ thông* (đô-la)	Thu nhập /cổ phiếu (đô-la)
1933	1.022	301		721	2,40
1932	687	299		388	1,29
1931	460	299		161	0,54
1930	1.246	306	22	918	3,06
1929	1.835	312	80	1.443	4,81
1928	906	317	105	484	1,61
1927	400	318	105	23(d)	0,08(d)

\* Đơn vị 1.000.

## CẤU TRÚC VỐN HÓA (THÁNG 1 NĂM 1933)

Hạng mục	A. E. Staley	American Maize Products
Trái phiếu 6%	(4.000.000 cp.* giá 75) = 3.000.000 đô-la	(300.000 cp. giá 20) = 6.000.000 đô-la
Cổ phiếu ưu đãi 7 đô-la	(50.000 cp. giá 44) = 2.200.000	
Cổ phiếu phổ thông	(21.000 cp. giá 45) = 950.000 đô-la	
Tổng giá trị vốn hóa	6.150.000 đô-la	6.000.000 đô-la
Thu nhập trung bình, 1927-1932, khoảng	900.000	615.000
Phần trăm của thu nhập trên vốn hóa năm 1933	14.6%	10.3%†
Thu nhập trung bình trên cổ phiếu phổ thông	14,76 đô-la	1,87 đô-la
Phần trăm thu nhập trên giá cổ phiếu phổ thông	32.8%	9.4%†
Vốn lưu động, 31 tháng 12 năm 1932	3.664.000 đô-la	2.843.000 đô-la
Tài sản ròng, 31 tháng 12 năm 1932	15.000.000 đô-la	4.827.000 đô-la

\* Trừ đi lượng trái phiếu ước tính trong ngân quỹ.

† Sai biệt giữa hai con số này đến từ cách xử lý cổ phiếu ưu đãi lưu hành khác nhau trong giai đoạn 1927-1930. Một lượng nhỏ cổ phiếu ưu đãi còn lại trong giai đoạn 1931-1933 được bỏ qua trong tính toán ở trên.

**Cấu trúc vốn hóa đầu cơ có thể khiến doanh nghiệp bị định giá quá thấp.** Tình huống thị trường của chứng khoán Staley vào tháng 1 năm 1933 là xác nhận thực tế cho phân tích lý thuyết của chúng tôi về công ty C ở trên. Cấu trúc vốn hóa nặng phần đĩnh dẫn đến giá trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi thấp, cổ phiếu ưu đãi sau đó bị ảnh hưởng đặc biệt từ việc ngừng chi trả cổ tức vào năm 1931. Kết quả là, thay vì tổng giá trị cao hơn khi có chứng khoán ưu tiên cao, công ty có mức thị giá tương đối thấp so với doanh nghiệp được vốn hóa cẩn trọng là American Maize Products. (American Maize Products thể hiện quan hệ thông thường giữa thu nhập trung bình và thị giá. Nó không được gọi là vốn hóa quá cẩn trọng, vì sự biến động trong thu nhập thường niên là lý do để tránh sử dụng lượng lớn các chứng khoán ưu tiên cao. Mặt khác, lượng trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi nhỏ không mang đến lợi thế hay bất lợi gì đặc biệt).

Thực tế rằng, A. E. Staley Company bị định giá thấp vào tháng 1 năm 1933 khi so sánh với American Maize Products khi tham chiếu vị thế tài sản ngắn hạn tương đối và tổng nguồn lực. Giá trị tài sản ròng của Staley được bán chỉ bằng  $\frac{1}{3}$  so với American Maize.

Việc những chứng khoán đầu cơ như cổ phiếu phổ thông của Staley giảm giá rất mạnh trong các điều kiện bất lợi, cũng tương đương với khả năng tăng giá ấn tượng khi các điều kiện được cải thiện, vì thu nhập trên cổ phiếu khi đó tăng trưởng rất mạnh. Lưu ý rằng vào đầu năm 1927, cổ phiếu phổ thông của Staley bán ở giá khoảng 75, một năm sau nó được bán ở giá gần 300. Tương tự, cổ phiếu tăng từ mức giá thấp 33 năm 1932 lên tương đương 320 vào năm 1939.

Một ví dụ về mức giá thay đổi ngoạn mục hơn nhiều đến từ Mohawk Rubber. Năm 1927, cổ phiếu phổ thông được bán ở giá 15, đại diện cho tổng giá trị chỉ 300.000 đô-la của chứng khoán ưu tiên thấp, xếp sau 1.960.000 đô-la cổ phiếu ưu đãi. Công ty thua lỗ 610.000 đô-la vào năm 1926 từ 6.400.000 đô-la doanh số bán hàng. Năm 1927, doanh số bán giảm xuống còn 5.700.000 đô-la, nhưng công ty thu về khoản lợi nhuận ròng 630.000 đô-la. Khoản tiền này tương đương 23 đô-la/cổ phiếu phổ thông. Giá sau đó tăng từ mức thấp

15 năm 1927 lên mức cao 251 vào năm 1928. Năm 1930, công ty lãi lỗ 669.000 đô-la, trong năm tiếp theo giá giảm chỉ còn 4 đô-la.

Trong doanh nghiệp có vốn hóa đầu cơ, cổ đông cổ phiếu phổ thông hưởng lợi hoặc có khả năng hưởng lợi ở mức giá mà những người giữ chứng khoán ưu tiên cao phải trả. Doanh nghiệp vận hành bằng rất ít tiền của cổ đông cổ phiếu phổ thông và rất nhiều tiền của những người giữ chứng khoán ưu tiên cao. Vị thế giữa người này và người kia giống như tình huống “Sắp tôi thắng, ngửa anh thua”. Vị thế chiến lược này của cổ đông cổ phiếu phổ thông tương đối ít trách nhiệm là hình thái cực đoan của “giao dịch trên vốn cổ phần”. Nói cách khác, người này có được “quyền mua rẻ” trên lợi nhuận tương lai của doanh nghiệp.

**Tính hấp dẫn đầu cơ của cổ phiếu phổ thông “Shoe string – Dây giày”.** Thảo luận của chúng tôi về đầu tư giá trị cố định đã nhấn mạnh tầm quan trọng của bất lợi (đến từ bất công) gắn liền với vị thế của những người giữ chứng khoán ưu tiên cao, khi vốn ưu tiên thấp chiếm tỷ trọng rất nhỏ. Câu hỏi sẽ xuất hiện tiếp theo là, liệu cổ phiếu phổ thông có lợi thế hay không trong cấu trúc vốn hóa như vậy, theo đó có khiến cổ phiếu phổ thông hấp dẫn từ góc nhìn đầu cơ. Câu hỏi này dẫn chúng ta hoàn toàn ra khỏi lãnh địa của đầu tư cổ phiếu phổ thông và sẽ dẫn đến chuyến hành trình vào lãnh thổ của đầu cơ thông minh, thậm chí khoa học.

Ví dụ của A. E. Staley chỉ ra rằng, trong những thời điểm xấu, cấu trúc vốn hóa đầu cơ có thể cho ra những phản ứng rất xấu trên thị giá của cả chứng khoán ưu tiên cao lẫn cổ phiếu phổ thông. Trong giai đoạn như vậy, cổ đông cổ phiếu phổ thông không thể hưởng lợi từ cái giá của người giữ trái phiếu. Thực tế này rõ ràng làm mất đi giá trị đến từ lợi thế đầu cơ nội tại của những cổ phiếu phổ thông như vậy. Chúng ta chỉ nên mua những chứng khoán này khi chúng được bán ở mức giá thấp bất thường, do các điều kiện bất lợi tạm thời. Nhưng rõ ràng đây là cách ngụy biện lặp lại vấn đề, vì nó giả định rằng nhà đầu cơ thông minh có thể liên tục phát hiện, chờ đợi những điều kiện bất thường và tạm thời này. Nếu vậy, người này có thể kiếm được rất nhiều tiền bất chấp mua loại cổ phiếu gì, dưới những điều

kiện như vậy thì người này tốt hơn nên chọn cổ phiếu phổ thông ưu tiên cao ở giá hời, hơn là những chứng khoán có tính đầu cơ cao hơn.

**Các khía cạnh thực tiễn của thảo luận trên.** Để đánh giá vấn đề dưới góc nhìn thực tiễn, việc mua những cổ phiếu phổ thông vốn hóa đầu cơ phải được xem xét dưới những điều kiện tổng quát hoặc điều kiện thị trường bình thường, nghĩa là không bị thổi phồng hay xì hơi. Giả sử nhà đầu cơ có được (1) đa dạng hóa, (2) đánh giá đủ tốt trong việc chọn lựa doanh nghiệp với các viễn cảnh tương lai thỏa đáng, dường như anh ta phải có khả năng thu lợi lớn trong dài hạn từ những chứng khoán dạng này. Khi mua những chứng khoán như vậy, phải có xu hướng nghiêng về những công ty mà hầu hết vốn ưu tiên cao nằm ở hình thái cổ phiếu ưu đãi, thay vì trái phiếu. Cơ cấu này sẽ xóa bỏ hay tối thiểu hóa rủi ro vốn cổ phần ưu tiên thấp bị xóa sổ khi vỡ nợ, do đó cho phép cổ động cổ phiếu phổ thông “Dày giày” duy trì vị thế của mình khi doanh nghiệp kinh doanh tốt trở lại. (Vì cổ phiếu ưu đãi mang lại cho cổ động cổ phiếu phổ thông lợi ích, nó rõ ràng không có lợi cho cổ động cổ phiếu ưu đãi).

Tuy nhiên, chúng ta không được quên khó khăn đặc biệt trong quá trình hiện thực hóa toàn bộ lợi nhuận tương lai với bất kỳ khoản đầu tư nào. Như chúng tôi đã chỉ ra trong những tình huống tương tự về trái phiếu chuyển đổi, ngay khi các khoản lợi nhuận lớn xuất hiện, người giữ trái phiếu rơi vào tình trạng tiến thoái lưỡng nan, vì người này chỉ có thể giữ để có lợi nhuận nhiều hơn trong tương lai bằng cách chấp nhận đánh đổi rủi ro mất đi những khoản lợi nhuận đã tích lũy. Cũng giống với cách trái phiếu chuyển đổi mất đi lợi thế đặc biệt khi giá tăng đến mức vượt ra khỏi nhóm các lựa chọn đầu tư thắng, giao kèo cổ phiếu phổ thông “Dày giày” cũng được chuyển đổi thành giao kèo ngày càng có giá trị lớn hơn khi giá tiếp tục tăng. Trong ví dụ của chúng tôi về Mohawk Rubber, người mua thông minh ở giá 15 lẽ ra không nên kỳ vọng giữ nó cao hơn giá 100, thậm chí dù mức giá có đạt 250, vì ở mức 100 hay thấp hơn, cổ phiếu đã mất đi những đặc điểm của một chứng khoán ưu tiên thấp được vốn hóa đầu cơ.

## *Chương* 32

# CỔ PHIẾU GIÁ THẤP PHÂN TÍCH NGUỒN THU NHẬP

---

### **CỔ PHIẾU GIÁ THẤP**

Thảo luận trong chương trước được đặt trong quan hệ với cổ phiếu giá thấp. Hầu hết chứng khoán dạng vốn hóa đầu cơ được bán dưới phạm vi giá thấp. Tất nhiên, định nghĩa “giá thấp” có phần tùy ý. Các mức giá dưới 10 đô-la chắc chắn thuộc về nhóm này; những cổ phiếu trên 20 đô-la thường không thuộc nhóm này; do đó đường phân cách được đặt đâu đó giữa 10 và 20.

**Lợi thế số học của chứng khoán giá thấp.** Cổ phiếu phổ thông giá thấp sở hữu lợi thế số học nội tại từ thực tế rằng, chúng nhiều khả năng tăng giá hơn giảm giá. Ở thị trường chứng khoán, một chứng khoán dễ dàng tăng từ 10 lên 40 hơn, so với tăng từ 100 lên 400. Thực tế này xuất phát từ thái độ ưu ái của công chúng đầu tư, những người thiên vị chứng khoán có phạm vi giá 10 lên 40 hơn chứng khoán bán ở giá cao trên 100. Ngoài ra, trong rất nhiều trường hợp, cổ phiếu phổ thông giá thấp mang đến cho người sở hữu lợi thế về sở hữu, hay “quyền mua” của doanh nghiệp tương đối lớn ở mức chi phí tương đối nhỏ.

Nghiên cứu thống kê về hành vi giá tương đối của các cổ phiếu công nghiệp thuộc nhiều nhóm giá khác nhau được trình bày vào tháng 4 năm 1936, trên Tạp chí *The Journal of Business* của Đại học Chicago. Nghiên cứu

này thực hiện trong giai đoạn 1926-1935 và tiết lộ nhiều đặc tính ưu việt của các chứng khoán giá thấp khác nhau, so với chứng khoán giá cao từ góc nhìn đầu cơ. Sau đây là đoạn trích tóm tắt các kết quả và kết luận của tác giả:

Trừ khi xuất hiện các lỗi quá nghiêm trọng trong nghiên cứu thống kê, nghiên cứu này đã khẳng định tồn tại các mối quan hệ chắc chắn giữa mức giá và dao động giá, mà cho đến nay vẫn chưa được các chuyên gia nghiên cứu thị trường cổ phiếu phát hiện ra. Các quan hệ này có thể được phát biểu tóm tắt như sau:

1. Cổ phiếu giá thấp có xu hướng dao động tương đối cao hơn cổ phiếu giá cao.
2. Trong thị trường bò, cổ phiếu giá thấp có xu hướng tăng cao hơn so với cổ phiếu giá cao, chúng không mất đi những khoản tăng giá này trong giai đoạn suy thoái tiếp theo. Nói cách khác, cổ phiếu giá thấp ít giảm giá hơn so với tăng giá, khi so sánh với các hành vi tương tự của cổ phiếu giá cao.

Giả sử: (1) hành vi giá tương lai của nhiều nhóm cổ phiếu khác nhau sẽ tương tự như hành vi giá trong quá khứ và (2) việc chọn cổ phiếu dựa trên hoạt động trong năm hiện tại không ảnh hưởng trọn vẹn (nếu có) đến diễn biến ưu việt của cổ phiếu giá thấp, có thể đi đến các kết luận logic sau:

1. Cổ phiếu công nghiệp giá thấp mang đến cơ hội lợi nhuận đầu cơ cao hơn cổ phiếu công nghiệp giá cao.
2. Trong trường hợp hai hay nhiều hơn các cổ phiếu công nghiệp mang lại lợi nhuận tương lai tương đương nhau, nhà đầu cơ nên mua cổ phiếu được bán ở giá thấp nhất.

**Một số lý do giải thích hầu hết người mua cổ phiếu giá thấp đều mất tiền.** Thái độ yêu thích rõ ràng của công chúng dành cho “cổ phiếu giá rẻ” dường như có cơ sở rất logic. Tuy nhiên, rõ ràng là hầu hết người mua cổ phiếu giá thấp đều mất tiền. Tại sao lại như vậy? Lý do cơ sở là công chúng mua các cổ phiếu được bán và hoạt động bán hàng đặt lợi ích của người bán lên trên người mua. Kết quả là rất nhiều các chứng khoán giá thấp mà công chúng mua là sai;

nghĩa là chúng không mang đến các lợi thế thực sự của chứng khoán giá thấp. Lý do vì các doanh nghiệp này đang trong điều kiện tài chính tệ hại, hoặc vì cổ phiếu phổ thông nhìn có vẻ giá thấp, song mức giá đó thực sự đã đại diện đầy đủ hay quá cao cho quy mô doanh nghiệp. Trường hợp sau thường đúng hơn với các chứng khoán mới trong phạm vi giá thấp. Trong những tình huống như vậy, giá thấp giả tạo đến từ thủ thuật đơn giản khi tạo ra số lượng cổ phiếu quá nhiều, đến nỗi mức thu nhập vài đô-la trên cổ phiếu cũng là quá xa xỉ. Thực tế này đúng với các cổ phiếu mỏ từ xa xưa, lặp lại với cổ phiếu rượu bia vào năm 1933 và cổ phiếu hàng không trong giai đoạn 1938-1939.

Một cổ phiếu phổ thông giá thấp thực sự sẽ thể hiện tổng giá trị cổ phiếu nhỏ hơn trong quan hệ với tài sản của doanh nghiệp, doanh số và lợi nhuận trong quá khứ hay tương lai. Các ví dụ thể hiện ở đây sẽ minh họa khác biệt giữa mức giá “thấp thực sự” và “thấp giả tạo”.

Hạng mục	Wright-Hargraves Mines, Ltd. (khai mỏ vàng)	Barker Bros. Corp (cửa hàng bán lẻ)
Tháng 7 năm 1933:		
Giá cổ phiếu phổ thông	7	5
Số lượng cổ phiếu lưu hành	5.500.000	148.500
Tổng giá trị cổ phiếu phổ thông (đô-la)	38.500.000	743.000
Cổ phiếu ưu đãi ở mệnh giá		2.815.000
Cổ phiếu ưu đãi ở thị giá		500.000
Năm 1932:		
Doanh số (đô-la)	3.983.000	8.154.000
Thu nhập ròng	2.001.000*	703.000(d)
Giai đoạn 1924-1932:		
Doanh số tối đa (đô-la)	\$ 3.983.000	\$16.261.000
Thu nhập ròng tối đa	2.001.000*	1.100.000
Thu nhập ròng trên cổ phiếu phổ thông (đô-la)	0,36*	7,59
Vốn lưu động, tháng 12 năm 1932 (đô-la)	1.930.000	5.010.000
Tài sản hữu hình ròng, tháng 12 năm 1932	4.544.000	7.200.000

\* Trước chi phí cạn kiệt

Giá cổ phiếu của Wright-Hargreaves nhìn bề ngoài thì thấp, nhưng thực tế mức giá đó được định giá rất cao so với số liệu tài chính doanh nghiệp. Trường hợp ngược lại là Barker Brothers vì tổng giá trị 743.000 đô-la cổ phiếu phổ thông quá nhỏ trong quan hệ với quy mô doanh nghiệp. (Hãy lưu ý rằng phát biểu tương tự cũng có thể áp dụng cho cổ phiếu ưu đãi của Barker Brothers, mức giá 18 chỉ là một phần giá trị của cổ phiếu phổ thông giá thấp.)<sup>1</sup>

Quan sát thị trường cổ phiếu sẽ thấy rằng, cổ phiếu của các doanh nghiệp sắp bị thụ lý nhiều khả năng tích cực hơn những doanh nghiệp ở mức giá rất thấp chỉ vì thu nhập hiện tại kém. Hiệu ứng này đến từ mong muốn của những người trong nội bộ để bán các khoản nắm giữ của họ trước khi quá trình thụ lý xóa sổ chúng, từ đó tạo ra nguồn cung lớn cổ phiếu giá thấp và thuyết phục công chúng vô ý mua chúng. Nhưng khi cổ phiếu giá thấp đáp ứng các điều kiện đầu cơ hấp dẫn của chúng tôi, áp lực bán và nỗ lực mua thường không xuất hiện. Do đó, chứng khoán này không tích cực và thu hút rất ít sự chú ý của công chúng. Phân tích này giải thích lý do vì sao công chúng hẫu như chỉ mua chứng khoán giá thấp sai và bỏ qua những cơ hội thực sự hứa hẹn của nhóm chứng khoán này.

**Giá thấp đi kèm với cấu trúc vốn hóa đầu cơ.** Theo định nghĩa của chúng tôi, doanh nghiệp có cấu trúc vốn đầu cơ sẽ có lượng tương đối lớn chứng khoán ưu tiên cao và lượng tương đối nhỏ cổ phiếu phổ thông. Dù trong hầu hết trường hợp, cổ phiếu phổ thông được bán ở mức giá thấp, nhưng tình huống có thể không xảy ra nếu lượng cổ phiếu nhỏ. Trong trường hợp Staley, thậm chí với mức giá 50 đô-la của cổ phiếu phổ thông năm 1933, cấu trúc vốn vẫn mang tính đầu cơ, vì trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi ở mệnh giá sẽ đại diện cho 90% tổng giá trị vốn hóa. Ngay cả khi không có chứng

1. Để tham khảo trường hợp đối lập, có thể so sánh con số của Continental Motors Corporation và Gilchrist Company khi cả hai được bán ở giá 5 đô-la vào cuối năm 1939. Vượt xa hơn những phân biệt cơ bản của chúng tôi, hình thành trên quan hệ giữa giá trị vốn hóa doanh nghiệp, tài sản và doanh thu của nó, có sự tương phản nổi bật trong lịch sử thu nhập và vị thế vốn lưu động của doanh nghiệp.

khoán ưu tiên cao, cổ phiếu phổ thông vẫn có thể tương đương với các chứng khoán trong một doanh nghiệp có vốn hóa đầu cơ. Khả năng này sẽ xuất hiện khi giá trị thị trường của cổ phiếu phổ thông chiếm tỷ lệ nhỏ so với quy mô doanh nghiệp, bất chấp nó được vốn hóa thế nào.

Để minh họa điểm này, chúng tôi phân tích cô đọng về Mandel Brothers, Inc., và Gimbel Brothers, Inc., hai doanh nghiệp kinh doanh bách hóa vào tháng 9 năm 1939.

Hạng mục	Gimbel Bros.	Mandel Bros.
Tháng 9 năm 1939:		
Trái phiếu ở mệnh giá (đô-la)	26.753.000	
Cổ phiếu ưu đãi (đô-la)	197.000 cp. giá 50 9.850.000	
Cổ phiếu phổ thông (đô-la)	977.000 cp. giá 8 7.816.000	297.000 cp. giá 5 1.485.000
Tổng vốn hóa (đô-la)	44.419.000	1.485.000
Kết quả 12 tháng đến 31 tháng 7 năm 1939:		
Doanh số		
Thu nhập ròng trước lãi suất (đô-la)	87.963.000	17.883.000
Thu nhập sẵn có trả cổ tức cổ phiếu phổ thông	1.073 1.105(d)	155.000 155.000
Thu nhập trên cổ phiếu	1,13(d)	0,52
Giai đoạn 1934-1938:		
Doanh thu tối đa (1937) (đô-la)	100.081.000	19.378.000
Thu nhập ròng tối đa (1937) cho cổ phiếu phổ thông	2.032.000	414.000
Thu nhập tối đa trên cổ phiếu phổ thông (1937)	2,08	1,33
Giá cao nhất của cổ phiếu phổ thông	29% (1937)	18 (1936)
Thu nhập trung bình trên cổ phiếu phổ thông	0,23	0,46
Ngày 31 tháng 1 năm 1939:		
Tài sản ngắn hạn ròng (đô-la)	22.916.000	4.043.000
Tài sản hữu hình ròng	75.614.000	6.001.000
Chi phí thuê trả năm 1937	1.401.000	867.000

Gimbels Brothers đại diện cho bức tranh tiêu biểu về doanh nghiệp có cấu trúc vốn đầu cơ. Mặt khác, Mandel Brothers không có chứng khoán ưu tiên cao xếp trước cổ phiếu phổ thông, nhưng bất chấp thực tế này, giá trị thị trường tương đối nhỏ của toàn bộ chứng khoán khiến cổ phiếu mang tính đầu cơ (ở mức độ thấp hơn) như cấu trúc vốn của Gimbels Brothers. Tuy nhiên, lưu ý rằng các khoản chi trả phí thuê của Mandel Brothers cao hơn rất nhiều so với Gimbels Brothers và những chi phí thuê này tương tự với chứng khoán ưu tiên cao.

**Sản lượng và chi phí sản xuất lớn tương đương với cấu trúc vốn đầu cơ.** Ví dụ này mở rộng khái niệm của chúng ta về cổ phiếu đầu cơ. Vị thế đầu cơ hay vị thế biên có thể đến từ bất kỳ nguyên nhân nào, làm giảm tỷ lệ phần trăm lợi nhuận gộp sẵn có cho cổ phiếu phổ thông xuống một con số thấp hơn bình thường, do đó tạo ra giá trị thấp hơn bình thường cho cổ phiếu phổ thông khi so với sản lượng của doanh nghiệp. Chi phí sản xuất cao bất thường cũng tương tự như các chi phí ưu tiên cao quá lớn khi làm sụt giảm tỷ lệ lãi gộp sẵn có cho cổ phiếu phổ thông. Các ví dụ giả thiết về 3 doanh nghiệp sản xuất đồng sau đây sẽ làm rõ ý này và rút ra vài kết luận về chủ đề sản lượng lớn so với chi phí hoạt động thấp.

Hạng mục	Công ty A	Công ty B	Công ty C
Cấu trúc vốn hóa			
Trái phiếu 6%		\$50.000.000	
Cổ phiếu phổ thông	1.000.000 cp.	1.000.000 cp.	1.000.000 cp.
Sản lượng	100.000.000 lb.	150.000.000 lb.	150.000.000 lb.
Chi phí sản xuất (trước lãi suất) (xu)	7	7	9
Chi phí lãi vay trên pound sản lượng (xu)		2	
Tổng chi phí trên pound sản lượng (xu)	7	9	9

A		
Giá đồng giả định (xu)	10	10
Lợi nhuận trên pound sản lượng (xu)	3	1
Sản lượng trên cổ phiếu	100 lb.	150 lb.
Lợi nhuận trên cổ phiếu (đô-la)	3	1,5
Giá trị cổ phiếu ở mức 10 lần thu nhập (đô-la)	30	15
Sản lượng trên 1 đô-la giá trị thị trường cổ phiếu	3½ lb.	10 lb.
B		
Giá đồng giả định (xu)	13	13
Lợi nhuận trên pound sản lượng (xu)	6	4
Lợi nhuận trên cổ phiếu (đô-la)	6	6
Giá trị cổ phiếu ở mức 10 lần thu nhập (đô-la)	60	60
Sản lượng trên 1 đô-la giá trị thị trường cổ phiếu	1½ lb.	2½ lb.

Dễ thấy rằng, chi phí sản xuất cao hơn của công ty C sẽ có hiệu ứng giống hệt với yêu cầu lãi suất trái phiếu của công ty B (giả sử sản lượng đầu ra và chi phí sản xuất được duy trì ở mức như đã trình bày).

*Nguyên tắc tổng quát được rút ra.* Bảng trên thể hiện cụ thể mối quan hệ đảo nghịch thường xuất hiện giữa lợi nhuận trên đơn vị và sản lượng đầu ra trên giá trị cổ phiếu.

Nguyên tắc tổng quát có thể được phát biểu rằng, chi phí đơn vị càng thấp thì chi phí sản xuất trên một đô-la giá trị thị trường cổ phiếu càng thấp và ngược lại. Vì công ty A có chi phí là 7 xu, cổ phiếu của nó được bán ở giá trên pound sản lượng đầu ra cao hơn so với công ty B với chi phí là 9 xu. Ngược lại, công ty C có sản lượng pound đầu ra trên đô-la giá trị cổ phiếu cao hơn so với công ty A. Thực tế này quan trọng từ góc nhìn kỹ thuật đầu cơ. Khi giá sản lượng đầu ra tăng, giá cổ phiếu của những đơn vị sản xuất chi phí cao thường sẽ tăng nhanh hơn so với cổ phiếu đơn vị sản xuất chi

phí thấp. Bảng ở trên thể hiện mức tăng giá đồng từ 10 lên 13 xu, sẽ tăng giá cổ phiếu công ty A lên 100%, giá công ty B và C lên 300%. Ngược lại với ấn tượng chung của Phố Wall, cổ phiếu của các đơn vị chi phí cao là những giao kèo mua hợp lý hơn so với các đơn vị chi phí thấp, khi người mua tin rằng giá sản phẩm sắp tăng và hy vọng sẽ chớp cơ hội này.<sup>1</sup> Mua cổ phiếu phổ thông vốn hóa đầu cơ cũng có cùng lợi thế như vậy, khi doanh số hay lợi nhuận được dự báo nhiều khả năng sẽ cải thiện.

## **NGUỒN THU NHẬP**

“Nguồn thu nhập” thường được cho là đồng nhất với “loại hình kinh doanh”. Suy nghĩ này xuất hiện trong phần lớn cơ sở đầu tư mà công chúng sử dụng để định giá thu nhập trên cổ phiếu của một cổ phiếu phổ thông bất kỳ. Các “hệ số nhân” khác nhau được sử dụng cho những loại doanh nghiệp khác nhau, nhưng chúng tôi phải chỉ ra rằng, cách phân biệt này tự thân chúng sẽ thay đổi qua thời gian.<sup>2</sup> Trước Thế chiến, cổ phiếu đường sắt được đánh giá cao nhất trong tất cả các loại, vì chúng được cho là ổn định. Trong giai đoạn 1927-1929, nhóm công ty tiện ích công cộng được bán ở hệ số so với thu nhập cao nhất, vì lịch sử tăng trưởng đều đặn của chúng. Giữa năm 1933 và 1939, những đạo luật bất lợi và đặc biệt là nỗi sợ cạnh tranh từ chính phủ đã làm giảm mạnh lòng yêu thích dành cho cổ phiếu tiện ích công cộng. Hầu hết các định giá cao gần đây gắn với những công ty công nghiệp vững chãi, sở hữu viễn cảnh thuận lợi trong dài hạn. Vì những biến động lặp đi lặp lại này trong hành vi và tính phổ biến của các loại chứng khoán, phân tích chứng khoán phải cẩn thận khi đưa ra bất kỳ nguyên tắc định giá loại hình doanh nghiệp nào. Chắc chắn là lịch sử ổn

1. Việc cổ phiếu công ty B tăng từ 15 lên 60 bởi vì giá đồng tăng từ 10 lên 13 xu, tự bản thân nó đã cực kỳ phi lý, vì thông thường không có gì đảm bảo mức giá kim loại cao hơn này sẽ lâu bền. Tuy nhiên, vì thị trường thực sự hành động theo cách phi lý trí đó, nhà đầu cơ phải ghi nhận hành vi này trong tính toán của mình.

2. Hãy xem Cowles, Alfred, 3d, và cộng sự (Chi số Cổ phiếu Phố thông, 1871-1937), trang 43-46, 404-418, Bloomington, Ind., 1938, để tham khảo nghiên cứu hệ số thu nhập – giá cho các nhóm công ty công nghiệp khác nhau trong những năm liên tiếp từ 1871 đến 1937.

định, tăng trưởng càng ấn tượng, viễn cảnh càng triển vọng, thì thu nhập trên cổ phiếu càng được định giá phóng khoáng hơn. Tuy nhiên, nó phải luôn tuân theo nguyên tắc của chúng tôi, đó là hệ số nhân cao hơn mức 20 của chúng tôi (nghĩa là “cơ sở thu nhập” thấp hơn 5% giá cổ phiếu) sẽ đưa chứng khoán ra khỏi vùng giá đầu tư.

**Ba ví dụ cho giai đoạn đặc biệt:** Kỹ thuật phân tích sẽ sinh lợi khi nghiên cứu nguồn thu nhập trong quan hệ với các tài sản cụ thể của doanh nghiệp. Điểm này khá quan trọng, khi một phần lớn thu nhập đến từ các khoản đầu tư vốn, hay từ những nguồn thu nhập cố định và đáng tin cậy khác. Ba ví dụ dưới đây được sử dụng để làm rõ thêm khía cạnh khó phát hiện này trong phân tích cổ phiếu phổ thông.

1. *Northern Pipe Line Company.* Trong giai đoạn 1923-1925, Northern Pipe Line Company báo cáo thu nhập và cổ tức như sau:

Năm	Thu nhập ròng (đô-la)	Thu nhập/cổ phiếu* (đô-la)	Cổ tức chi trả
1923	308.000	7,70	10 đô-la cộng thêm
1924	214.000	5,35	15
1925	311.000	7,77	8 6

\* Cấu trúc vốn hóa, 40.000 cổ phiếu phổ thông

Năm 1924, cổ phiếu được bán ở mức giá thấp 72, năm 1925 ở mức  $67\frac{1}{2}$ , năm 1926 ở mức 64. Các mức giá này nhìn chung ít hơn 10 lần thu nhập theo báo cáo và phản ánh thái độ thiếu hào hứng của công chúng dành cho cổ phiếu này, do lợi nhuận và cổ tức sụt giảm rõ ràng so với những năm trước.

Tuy nhiên phân tích tài khoản thu nhập sẽ cho thấy những nguồn thu nhập sau.<sup>1</sup>

1. Dù rằng các báo cáo gửi cổ đông có rất ít thông tin, dữ liệu tài chính và vận hành đầy đủ nằm trong hồ sơ gửi lên Hội đồng Thương mại Liên Tiểu bang và sẵn có cho công chúng nghiên cứu.

Thu nhập (đô-la)	1923		1924		1925	
	Tổng	Trên cổ phiếu	Tổng	Trên cổ phiếu	Tổng	Trên cổ phiếu
Thu nhập từ:						
Hoạt động đường ống	179.000	4,48	69.000	1,71	103.000	2,57
Lãi suất và phí thuê	164.000	4,10	159.000	3,99	170.000	4,25
Hạng mục bất thường	35.000	nợ 0,88	nợ 14.000	0,35	có 38.000	có 0,95
	308.000	7,70	214.000	5,35	311.000	7,77

Tài khoản thu nhập này đặc biệt, vì một phần lớn lợi nhuận không đến từ kinh doanh đường ống. Khoảng 4 đô-la thu nhập trên cổ phiếu thường đến từ đầu tư và phí thuê. Bảng cân đối kế toán thể hiện gần 3.200.000 đô-la (hay 80 đô-la/cổ phiếu) trái phiếu Liberty và những chứng khoán khả bán mạ vàng khác, có thu nhập lãi suất khoảng 4%.

Thực tế này đặt ra yêu cầu, phải áp dụng cơ sở định giá đặc biệt khi tính thu nhập trên cổ phiếu, bởi hệ số cơ sở thông thường “10 lần thu nhập” sẽ dẫn đến kết luận không hợp lý. Các khoản đầu tư mạ vàng 80 đô-la/cổ phiếu sẽ cho ra thu nhập 3,2 đô-la/cổ phiếu. Ở mức 10 lần thu nhập, khoản tiền 80 đô-la sẽ “có giá” chỉ 32 đô-la/cổ phiếu – một hệ số hết sức ngắn. Tất nhiên, phần thu nhập của Northern Pipe Line Company đến từ các trái phiếu nên được định giá ở cơ sở cao hơn, so với phần đến từ kinh doanh đường ống đầy biến động. Theo đó, cách định giá hợp lý cổ phiếu Northern Pipe Line Company được đề xuất như sau. Thu nhập từ kinh doanh đường ống dẫn dầu sẽ được định giá trên cơ sở thấp vì xu hướng không tốt của chúng. Thu nhập từ lãi suất và phí thuê phải được định giá trên cơ sở tương ứng với giá trị thực của tài sản sản xuất ra thu nhập. Phân tích này đã rõ ra rằng, ở mức giá 64 vào năm 1926, cổ phiếu của Northern Pipe Line được bán ở mức giá rất thấp so với giá trị nội tại của nó.<sup>1</sup>

1. Tình huống tương tự xuất hiện trong trường hợp Davis Coal và Coke Company trước khi phân phối 50 đô-la/cổ phiếu cho cổ đông từ khoản nắm giữ trái phiếu chính phủ năm 1937-

Trung bình 1923-1925*	Cơ sở định giá	Giá trị/cổ phiếu (đô-la)
Thu nhập/cổ phiếu từ kinh doanh đường ống (đô-la)	2,92	15% (6% lần thu nhập)
Thu nhập/cổ phiếu từ lãi suất và tiền thuê (đô-la)	4,10	5% (20 lần thu nhập)
Tổng thu nhập (đô-la)	7,02	100

\* Các khoản lợi nhuận và thua lỗ bất thường không được tính toán ở đây.

2. *Lackawanna Securities Company*. Doanh nghiệp này giữ một phần lớn trái phiếu 4% của Glen Alden Coal Company, mà trước đây sở hữu bởi Delaware, Lackawanna & Western Railroad Company. Cổ phiếu của nó được phân phối theo tỷ lệ cho cổ đông của Delaware, Lackawanna & Western. Lackawanna Securities Company có 844.000 cổ phiếu phổ thông lưu hành. Vào 31 tháng 12 năm 1931, ngoại trừ khoảng 1 đô-la trên giá trị tiền mặt của cổ phiếu, tài sản duy nhất của nó gồm 51.000.000 đô-la giá trị mệnh giá của trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 Glen Alden lãi suất 4%. Năm 1931, tài khoản thu nhập như sau:

Lãi suất nhận được từ trái phiếu Glen Alden .....	2.084.000 đô-la
Trừ: .....	17.000 đô-la
Chi phí .....	17.000 đô-la
Thuế liên bang .....	250.000 đô-la
Thu nhập săn trả cổ tức cho cổ phiếu phổ thông .....	1.817.000 đô-la
Thu nhập trên cổ phiếu .....	2,15 đô-la

Thoạt nhìn, mức giá 32 của năm 1932 cho cổ phiếu có thu nhập 2,15 đô-la không nằm ngoài phạm vi giá. Song, những thu nhập này không

---

1938. Không lâu trước đó, cổ phiếu được bán ở giá 35. Nghiên cứu từ báo cáo thường niên thấy rằng, thu nhập trung bình 2,06 đô-la/cổ phiếu và cổ tức trung bình 2,56 đô-la trong giai đoạn 1934-1937 hoàn toàn đến từ những nguồn khác, chứ không phải kinh doanh than.

đến từ hoạt động thương mại hay sản xuất bình thường, mà từ năm giữ những trái phiếu xếp hạng cao. (Năm 1931, Glen Alden Coal Company có thu nhập 9.550.000 đô-la săn có để trả lãi suất 2.151.000 đô-la, theo đó bảo đảm yêu cầu lãi suất trái phiếu  $4\frac{1}{2}$  lần.) Bằng cách định giá thu nhập lãi suất trên cơ sở khoảng 10%, thị trường thực tế đang định giá trái phiếu Glen Alden chỉ ở mức 37 xu trên một đô-la. (Giá 23 cho một cổ phiếu của Lackawanna Securities Company tương đương với 60 đô-la mệnh giá trái phiếu Glen Alden, cộng thêm 1 đô-la tiền mặt).

Một lần nữa như trong ví dụ của Northern Pipe Line, phân tích sẽ thể hiện đầy thuyết phục rằng, cơ sở 10 lần thu nhập thông thường sẽ dẫn đến việc định giá thấp cho chứng khoán trong tình huống đặc biệt này.

#### TOBACCO PRODUCTS CORPORATION

Hạng mục	Giá: Tháng 12/1931	Giá trị thị trường
Vốn hóa (đô-la)		
2.240.000 cổ phiếu nhóm A 7%	6	13.440.000
3.300.000 cổ phiếu phổ thông	$2\frac{1}{4}$	7.425.000
Tổng (đô-la)		20.825.000
Thu nhập ròng cho năm 1931		~ 2.200.000
Thu nhập trên cổ phiếu nhóm A		~ 1
Thu nhập săn có cho cổ phiếu phổ thông sau khi trả cổ tức nhóm A		-
Cổ tức trả cho nhóm A		0,80

3. *Tobacco Products Corporation of Virginia*. Ví dụ này cũng như hai ví dụ trên, công ty được bán ra thị trường ở giá khoảng 10 lần thu nhập theo báo cáo gần nhất. Nhưng thu nhập năm 1931 của Tobacco Products hoàn toàn đến từ hoạt động cho American Tobacco Company thuê tài sản, hợp đồng có giá trị thuê 2.500.000 đô-la trong 99 năm, từ năm 1923. Vì American Tobacco Company chắc chắn có khả năng đáp ứng các nghĩa vụ nợ của mình, thu nhập thuê thường niên này tương đương với lãi suất của khoản đầu tư xếp hạng cao. Giá trị của nó theo đó cao hơn 10 lần thu nhập. Điều này có nghĩa

là định giá thị trường cho cổ phiếu Tobacco Products vào tháng 12 năm 1931 thấp hơn rất nhiều so với vị thế thực của doanh nghiệp này. (Giá trị thuê thực tế được tính toán khoảng 35.600.000 đô-la trên cơ sở tính toán khấu hao. Công ty cũng sở hữu lượng lớn cổ phiếu của United Cigar Stores dù chẳng có chút giá trị nào sau đó, nhưng tất nhiên khoản nắm giữ phụ trội này không làm giảm đi giá trị của hợp đồng thuê với American Tobacco.)

**Tầm quan trọng tương đối của những tình huống loại này.** Lĩnh vực nghiên cứu đại diện bởi các ví dụ ở trên không quan trọng về mặt định lượng, vì chỉ có một tỷ lệ phần trăm rất nhỏ những doanh nghiệp thuộc về nhóm này. Tuy nhiên, các tình huống không thường xuyên kiểu này có giá trị thực tế trong thảo luận của chúng ta. Nó giúp minh họa những khác biệt kỹ thuật to lớn giữa cách tiếp cận phản biện của phân tích chứng khoán, với những phản ứng và định giá rất nồng cạn của thị trường cổ phiếu.

**Đề xuất hai cách hành động.** Khi các tình huống vừa thảo luận ở trên dẫn đến hệ quả định giá thấp chứng khoán, chúng tôi đề xuất hai cách hành động. Đầu tiên, nhà phân tích có cơ hội phát hiện ra những chứng khoán bị định giá thấp và kiểm lời từ chúng. Nhưng cũng nên chỉ ra rằng, cơ cấu tài chính dẫn đến hiện tượng định giá thấp này là sai, cổ đông sẽ đòi hỏi phải chỉnh sửa sai lầm này. Thực tế là doanh nghiệp như Northern Pipe Line hay Lackawanna Securities có xu hướng bán trên thị trường cao hơn rất nhiều so với giá trị thực, điều này minh chứng rằng toàn bộ cấu trúc tài chính này là sai lầm từ góc nhìn của người chủ doanh nghiệp.

Cuối cùng, tồn tại nguyên tắc cơ bản về tính nhất quán. Sẽ thiếu nhất quán nếu doanh nghiệp đường ống dầu sử dụng vốn để đầu tư vào trái phiếu mạ vàng. Toàn bộ cấu trúc của Lackawanna Securities cũng không nhất quán, vì nó thay thế trái phiếu xếp hạng cao – chứng khoán mà nhà đầu tư sẵn sàng trả giá cao để mua, bằng cổ phiếu không có đặc tính rõ ràng – chứng khoán mà không ai chịu mua trừ khi giá bán đặc biệt thấp. (Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn chịu các gánh nặng thuế thu nhập không cần thiết, tương tự như trường hợp của Tobacco Products.)

Các bên liên quan, nghĩa là cổ đông, nên phát hiện ra các cấu trúc phi logic loại này và yêu cầu chỉnh sửa bất thường này. Việc chỉnh sửa này cuối cùng cũng được thực hiện trong cả 3 ví dụ vừa nêu. Trong trường hợp Northern Pipe Line, vốn không sử dụng trong hoạt động kinh doanh đường ống được trả lại cho cổ đông, bằng các khoản phân phối đặc biệt có tổng trị giá 70 đô-la/cổ phiếu. Lackawanna Securities Company bị giải thể hoàn toàn, còn trái phiếu của Glen Alden trong ngân khố được phân phối theo tỷ lệ tương ứng đến cổ đông thay cho cổ phiếu. Cuối cùng, Tobacco Products Corporation được tái cơ cấu trên cơ sở 6 ½% trái phiếu phát hành dựa trên hợp đồng cho American Tobacco thuê, để tài sản có giá trị cố định được đại diện bởi một chứng khoán giá trị cố định (sau đó được chuộc lại ở mệnh giá), thay vì bởi cổ phiếu của doanh nghiệp phải chịu những ảnh hưởng đầu cơ mạnh. Thông qua các hoạt động tái điều chỉnh này, giá trị thực nhanh chóng được thiết lập trên thị giá.<sup>1</sup>

Các tình huống vừa phân tích đòi hỏi chuyển đổi quan tâm từ con số tài khoản thu nhập sang những con số liên quan nhất định trong bảng cân đối kế toán. Do đó, chủ đề “Nguồn thu nhập” dẫn chúng ta đến lĩnh vực nghiên cứu tiếp theo: Bảng cân đối kế toán.

1. Người nghiên cứu có thể cân nhắc hai ví dụ xa hơn minh họa cho điểm này năm 1939, đó là:

- a. Westmoreland Coal Company, bán ở giá 8 đô-la dù rằng công ty này có tài sản tiền mặt 18 đô-la/cổ phiếu. Trường hợp này giống với ví dụ của Davis Coal & Coke, dù có vài khác biệt. Hãy xem phần thảo luận về công ty này ở trang 588-589.
- b. American Cigarette và Cigar cũng tồn tại hợp đồng dài hạn với American Tobacco Company (như ví dụ của Tobacco Products), nhưng tình huống bị phức tạp hóa bởi các hoạt động thua lỗ của chính công ty và bởi công ty sở hữu những tài sản khác.

Cũng nên tham khảo thảo luận về Lehigh Coal & Navigation Company ở trang 451, trong đó chúng tôi đề xuất rằng thua lỗ từ khai mỏ nên được tách bạch khỏi phần lớn thu nhập đến từ cho thuê đường sắt.

Phần VI

**PHÂN TÍCH**

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

**- Ý NGHĨA CỦA GIÁ TRỊ TÀI SẢN**

---

## *Giới thiệu Phần VI*

# **GIẢI MÃ BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

**BRUCE GREENWALD**

---

**G**iá trị trường tồn của *Phân tích chứng khoán* nằm ở những ý tưởng phê phán được phát triển bởi Graham và Dodd, vào thời điểm đó và sau này, nó vẫn mang tính cơ sở cho bất kỳ chiến lược đầu tư nào được tư duy kỹ lưỡng. Đầu tiên là phân biệt giữa “đầu tư” và “đầu cơ” được Graham và Dodd xác định:

*Hoạt động đầu tư thông qua phân tích kỹ lưỡng, hứa hẹn sẽ đảm bảo an toàn tiền gốc và mang lại khoản lợi nhuận thỏa đáng. Các hoạt động không đáp ứng những yêu cầu này là hoạt động đầu cơ.*

Định nghĩa này nhấn mạnh “phân tích kỹ lưỡng” và “an toàn tiền gốc và lợi nhuận thỏa đáng”. Những yêu cầu này vẫn được giữ nguyên kể từ phiên bản năm 1934.

Ý tưởng liên quan thứ hai là việc tập trung vào giá trị nội tại của chứng khoán. Theo Graham và Dodd:

*Giá trị được lý giải bằng các dữ kiện ví dụ như tài sản, thu nhập, cổ tức, viễn cảnh có thể xác định. Nó khác với giá trị thị trường, thứ bị thao túng nhân tạo hoặc bị bóp méo bởi tâm lý kỳ vọng quá mức.*

Trong thế giới lý tưởng, giá trị nội tại sẽ bằng giá trị thực của chứng khoán. Theo ngôn ngữ ngày nay, nó sẽ là giá trị chiết khấu hiện tại của dòng tiền kỳ vọng trong tương lai. Nếu những dòng tiền kỳ vọng này và tỷ lệ chiết khấu phù hợp có thể được tính toán hoàn hảo từ những dữ kiện sẵn

có, thì giá trị nội tại và giá trị thực phải giống nhau. Tuy nhiên, Graham và Dodd nhận ra rằng điều này không bao giờ khả thi.

“Việc thiếu dữ liệu hay dữ liệu không chính xác và tính bất định của tương lai, sẽ khiến giá trị nội tại luôn là khái niệm khó nắm bắt”.

Tuy nhiên, việc nghiên cứu kỹ lưỡng giá trị nội tại là trọng tâm của bất kỳ quá trình đầu tư nào. Trên hết, nó đóng vai trò tổ chức nghiên cứu và sử dụng các thông tin sẵn có, bảo đảm những dữ liệu liên quan sẽ được nghiên cứu và dữ liệu không liên quan sẽ bị bỏ qua. Thứ hai, nó giúp chúng ta nhìn nhận đúng các yếu tố không chắc chắn trong bất kỳ tính toán giá trị nội tại đặc biệt nào. Graham và Dodd nhận ra rằng, thậm chí một giá trị nội tại rất không hoàn hảo cũng hữu ích trong việc ra quyết định đầu tư. Theo ngôn ngữ của họ:

*Chỉ cần xác định liệu giá trị đó có đủ - ví dụ để bảo đảm cho một trái phiếu hoặc giải thích lý do mua một cổ phiếu - hoặc giá trị đó quá cao hoặc quá thấp so với thị giá hay không... Mức độ khác biệt được biểu thị bởi “dãy giá trị ước chừng” giả thuyết sẽ mở rộng ra hơn, khi tính không chắc chắn của bức tranh gia tăng.*

Chứng khoán khi đó sẽ chỉ được mua ở những mức giá đủ thấp, dưới giá trị nội tại, để mang lại biên độ an toàn bảo vệ nhà đầu tư khỏi giá trị nội tại “khác biệt” được tính toán. Đối lập với nhà đầu cơ, Graham và Dodd đòi hỏi nhà đầu tư nên biết rõ nhất giá trị của bất kỳ chứng khoán nào mình mua, cũng như mức độ không chắc chắn gắn với giá trị đó. Khoản đầu tư chỉ nên được thực hiện ở mức giá có biên độ an toàn, đủ để bù đắp cho tính không chắc chắn liên quan. Phương pháp đạt được “an toàn tiền gốc và lợi nhuận thỏa đáng” rõ ràng có lợi thế hơn, so với bất kỳ giải pháp thay thế nào.

Nền tảng logic thuyết phục là nguồn lực để *Phân tích chứng khoán* tiếp tục cho ra phiên bản mới. Cuốn sách còn mang đến lộ trình “phân tích kỹ lưỡng” và hoàn chỉnh.

Trong đầu tư cổ phiếu phổ thông, Graham và Dodd nghiên cứu cả vai trò của bối cảnh hiện tại lẫn viễn cảnh tương lai. Họ phân tích định lượng các báo cáo tài chính và nhìn nhận định tính các yếu tố ít khả năng định

lượng hơn, ví dụ như ban quản trị. Trong phạm vi phân tích định lượng, hai tác giả nghiên cứu toàn diện tất cả báo cáo tài chính, chủ yếu là bảng cân đối kế toán doanh nghiệp.

Ở khía cạnh này, họ đi ngược lại với cách nhìn đương thời. Khi mô tả cách thực hành này, Graham và Dodd lưu ý rằng:

*Chúng ta sẽ chẳng tìm thấy gì nhiều ngoài khái niệm khá mơ hồ rằng: “một cổ phiếu tốt là một khoản đầu tư tốt”. Cổ phiếu “tốt” là những cổ phiếu của (1) các doanh nghiệp dẫn đầu với kết quả kinh doanh đẹp, hoặc (2) bất kỳ doanh nghiệp tài chính nào cũng có viễn cảnh tăng trưởng thu nhập tương lai đặc biệt hấp dẫn... Các giá trị bảng cân đối kế toán được xem là hoàn toàn nằm ngoài bức tranh. Thu nhập trung bình ít quan trọng hơn khi xuất hiện xu hướng thị trường. “Chỉ số giá-thu nhập” được ứng dụng rất khác nhau, đôi khi cho quá khứ, đôi khi cho hiện tại, đôi khi cho tương lai gần.*

Mô tả này lẽ ra được viết vào thời nay. Hệ số giá-thu nhập vẫn chiếm vị trí quan trọng trong các thảo luận định giá. Chúng được áp dụng thậm chí còn “phong phú” hơn so với trước đây; ngày nay chúng bao gồm cả hệ số giá thu nhập trước lãi suất và thuế (EBIT) và/hoặc hệ số giá thu nhập trước lãi suất, thuế, khấu hao và hao mòn (EBITDA). Bảng cân đối kế toán một lần nữa lại “hoàn toàn nằm ngoài bức tranh”. Ngày nay, cũng giống với năm 1934, một phân tích “kỹ lưỡng” giá trị nội tại của tất cả thông tin liên quan vẫn hiếm gặp, chứ chưa thành nguyên tắc chung.

Với bảng cân đối kế toán, Graham và Dodd mô tả 3 nhóm thông tin hữu ích cơ bản. Đầu tiên, bảng cân đối kế toán nhận diện số lượng và bản chất của những nguồn lực gắn liền với doanh nghiệp. Với một doanh nghiệp sinh lợi, những nguồn lực này là cơ sở của thu nhập. Trong môi trường cạnh tranh, doanh nghiệp không sở hữu những nguồn lực này nhìn chung khó có thể kỳ vọng đạt được nhiều lợi nhuận. Nếu doanh nghiệp không còn khả năng sinh lợi, thì bảng cân đối kế toán dùng để nhận diện những nguồn lực có thể thu giữ lại khi thanh lý tài sản, lượng tiền mặt mà những nguồn lực này mang lại.

Thứ hai, những nguồn lực trong bảng cân đối kế toán là cơ sở phân tích bản chất và tính ổn định của các nguồn thu nhập. Graham và Dodd đã ghi chú:

*Thực tế, có những giả định nhất định ủng hộ việc mua cổ phiếu dưới giá tài sản và phản đối việc mua cao hơn con số giá trị đó... Doanh nghiệp được bán ở mức giá cao vì nó có lợi nhuận trên vốn cao; khoản thu lợi cao này thu hút các đối thủ cạnh tranh, song không nhiều khả năng tiếp diễn mãi mãi. Ngược lại, trường hợp doanh nghiệp được bán ở mức giá chiết khấu cao vì thu nhập thấp bất thường. Việc thiếu vắng những đối thủ cạnh tranh mới, các đối thủ cũ có xu hướng rút ra khỏi thị trường và những nguồn lực kinh tế tự nhiên khác, cuối cùng cũng có xu hướng cải thiện tình hình, khôi phục lại tỷ lệ lợi nhuận thông thường trên khoản đầu tư.*

Ở đây, chúng ta nhận ra rằng, các khoản lợi nhuận trên tài sản cao hơn rất nhiều chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp sẽ chỉ tồn tại bền vững trong những trường hợp đặc biệt. Do đó, ước tính thu nhập sẽ thực tế và chính xác hơn nếu xác định được những giá trị tài sản đúng. Nếu không, thu nhập nhiều khả năng chỉ tồn tại trong ngắn hạn và có giá trị thấp hơn con số thu nhập chứa những lợi nhuận tất yếu trên tài sản.

Thứ ba, phần tài sản nợ trên bảng cân đối kế toán thể hiện các nguồn vốn, mô tả tình trạng tài chính của doanh nghiệp. Tỷ lệ nợ ngắn hạn cao (hay nợ dài hạn sắp đáo hạn trong tương lai gần cao) báo hiệu khả năng rơi vào khó khăn tài chính. Trong tình huống này, thậm chí giảm sút nhỏ trong lợi nhuận cũng có thể khiến giá trị doanh nghiệp bị sụt giảm nghiêm trọng trong dài hạn.

Thứ tư, các thay đổi của bảng cân đối kế toán qua thời gian có thể là bài thuốc thử cho chất lượng thu nhập. Theo nguyên tắc ngày nay, bài thuốc thử này đến từ báo cáo lưu chuyển tiền tệ, cân bằng doanh thu và dòng chi phí với những thay đổi trong vị thế tài chính tổng quát. Tuy nhiên, Graham và Dodd vẫn đúng khi lưu ý rằng:

*Mẫu bảng cân đối kế toán được tiêu chuẩn hóa tốt hơn báo cáo doanh thu, do đó thường không phải phê bình nhiều.*

Bảng cân đối kế toán là bức tranh tài sản có và tài sản nợ của doanh nghiệp ở một thời điểm cụ thể. Độ chính xác và giá trị của các tài sản này có thể được kiểm tra ở thời điểm đó. Thực tế này tạo ra những ràng buộc

quan trọng có thể thao túng tài sản có và tài sản nợ. Ngược lại, những con số như doanh thu và thu nhập do lưỡng các thay đổi qua thời gian. Nếu theo dõi, chúng phải được quan sát trong giai đoạn dài. Năm 1934 và ngày nay, khác biệt cơ bản này khiến các con số trong bảng cân đối kế toán đáng tin cậy hơn (theo lý thuyết). Thực tế, như chúng tôi sẽ thảo luận phía sau, trong khi thị trường cổ phiếu tung hô tăng trưởng thu nhập của WorldCom vào cuối thập kỷ 1990, dấu hiệu khủng hoảng tài chính đã xuất hiện trong bảng cân đối kế toán. Cuối cùng, cuộc khủng hoảng dẫn đến một trong những vụ phá sản lớn nhất trong lịch sử theo góc nhìn mệnh giá nợ của doanh nghiệp.

## PHÂN TÍCH KỸ LƯỠNG

Đánh giá bảng cân đối kế toán là một trong những đóng góp quan trọng nhất của Graham và Dodd cho ý tưởng hình thành phân tích “kỹ lưỡng” giá trị nội tại. Song, nó cũng thường bị công chúng bỏ qua nhất, ngoại trừ một cộng đồng tương đối nhỏ những nhà đầu tư giá trị.

Để tìm hiểu lý do mà bảng cân đối kế toán thường không được chú ý, chúng ta phải quay ngược lại thời điểm *Phân tích chứng khoán* ra đời. Vào thời đó, nền kinh tế và các doanh nghiệp vận hành dưới những điều kiện khủng hoảng. Kết quả là Graham và Dodd nghiên cứu bảng cân đối kế toán để quyết định giá trị thanh lý, hay giá trị tài sản ngắn hạn trừ đi tất cả tài sản nợ. Logic đằng sau khuynh hướng này rất thuyết phục và cẩn trọng. Nếu doanh nghiệp có thể được mua ở giá rất thấp so với giá trị thanh lý, thì nó chắc chắn là món hời. Thu nhập có thể gia tăng nhờ những cải thiện trong môi trường kinh doanh ngành mà doanh nghiệp đang hoạt động (cạnh tranh giảm, nhu cầu tiêu dùng quay trở lại), hoặc do quản trị tốt. Nếu thu nhập cải thiện, khiến giá trị thị trường cao hơn giá trị thanh lý, tất cả mọi thứ đều tốt đẹp. Mặt khác, nếu thu nhập không cải thiện tích cực trước khi giá trị thanh lý của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng nghiêm trọng, thì doanh nghiệp có thể được thanh lý và phân phối cho cổ đông. Trong cả hai trường hợp, cổ đông mua dưới giá trị thanh lý sẽ thu được “khoản lợi nhuận thỏa đáng” trên khoản đầu tư của mình.

Rủi ro duy nhất mà Graham và Dodd nhận thức rất rõ, đó là ban quản trị có thể tiếp tục vận hành doanh nghiệp không sinh lãi, quá trình này làm

hao mòn giá trị của tài sản. Do đó, hai tác giả ủng hộ một phiên bản riêng của mình về sự chủ động tích cực của cổ đông trong vai trò là một bổ sung cần thiết cho loại hình đầu tư này. Như hai tác giả đã viết:

*Lựa chọn cổ phiếu phổ thông là một hành động đơn lẻ; sở hữu nó là cả quá trình tiếp diễn. Chắc chắn phải cẩn trọng và suy xét khi là cổ đông, giống như khi muốn trở thành cổ đông. Song trên thực tế, các cổ đông Mỹ điển hình giống như loài vật ngoan cố và thờ ơ nhất dù bị giam cầm.*

Nhìn tổng thể, cách tiếp cận này không chê vào đâu được, thực tế nó đã thành công vào thời điểm đó.

Sau thời điểm đó, phương pháp mua dưới giá thanh lý bị đánh giá thấp, vì hai lý do. Đầu tiên, mức thuế gia tăng nhanh từ sau 1940 khiến chiến lược liên quan đến các khoản lợi nhuận ngắn hạn phát sinh chi phí thuế cao. Lý do thứ hai quan trọng hơn, các cơ hội mua cổ phiếu ở giá dưới giá thanh lý tồn tại nhiều vào thập niên 1930, đã biến mất trong giai đoạn thịnh vượng kéo dài sau đó. Có khá ít ngành công nghiệp không sinh lợi trong những khoảng thời gian gần đây mà phải thanh lý doanh nghiệp. Thực tế này thể hiện trong mức giá chung của cổ phiếu, khiến khái niệm “tài sản ròng” mà Graham và Dodd yêu thích (nghĩa là, doanh nghiệp bán dưới giá trị tài sản ngắn hạn trừ tất cả tài sản nợ) rất hiếm thấy. Và khi tài sản ròng xuất hiện, yêu cầu thứ hai - ban quản trị không làm mất giá trị các tài sản đó với tốc độ nhanh - cũng rất hiếm thấy.

Nhiều bài học mở rộng hơn nhưng vẫn giữ được tinh thần chung mà Graham và Dodd áp dụng vào bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp. Mọi người giờ đây thừa nhận rằng với những doanh nghiệp sinh lãi, tài sản sẽ hao mòn và phải được thay thế. Theo đó, giá trị thay thế - chi phí thấp nhất để tái sinh tài sản ròng của doanh nghiệp theo tính toán từ một đối thủ cạnh tranh có vị thế tốt nhất - tiếp tục được sử dụng giống như cách Graham và Dodd đã ghi nhận. Nếu phỏng đoán cho thấy, doanh nghiệp sẽ có lợi nhuận cao hơn chi phí vốn, thì sẽ sử dụng cách tính toán từ góc nhìn đối thủ cạnh tranh. Ngược lại, sẽ làm giảm lợi nhuận và giảm giá trị của doanh nghiệp. Cụ thể, sức mạnh thu nhập không được hỗ trợ bởi giá trị tái sinh tài sản sẽ luôn đứng trước nguy cơ suy giảm, do áp lực cạnh tranh, ngoại trừ những tình huống đặc biệt. Cả yêu cầu “an toàn tiền vốn” và lời

hứa “lợi nhuận thỏa đáng”, đòi hỏi nhà đầu tư “kỹ lưỡng” phải đánh giá cẩn thận về giá trị thay thế tài sản doanh nghiệp khi phóng chiếu thu nhập của mình. Nhà đầu tư thực hiện điều này sẽ có lợi thế hơn so với những người không làm, có kết quả đầu tư tốt hơn so với những nhà đầu tư ít kỹ lưỡng hơn trong dài hạn.

Thứ trì hoãn Graham và Dodd không cân nhắc giá trị thay thế của tài sản là khó khăn khi tính toán giá trị này. Họ chọn cách tập trung vào những thông tin tài chính mới sẵn có đến từ SEC. Với những chiếc máy tính ngày nay, thông tin như vậy có thể được thu thập và xử lý gần như ngay lập tức. Hơn nữa, báo cáo ngành và các ấn phẩm kinh doanh trực tuyến sẵn có mang đến rất nhiều thông tin về giá trị tài sản mà thời Graham và Dodd không thể hình dung ra được.

Ví dụ, những con số ước tính chi phí của các mỏ dầu và ga giờ đây đều có sẵn, ít nhất với các doanh nghiệp Mỹ. Con số ước tính giá trị mỏ tái sinh cũng vậy. Kết quả là, nhà đầu tư ngày nay có thể tính toán giá trị các nguồn lực mà doanh nghiệp nắm giữ, với độ chính xác mà thời đại của hai tác giả không thể tính được. Tài sản và trang thiết bị hữu hình cũng có thể được định giá chính xác hơn. Với bất động sản, những người thẩm định giá có khả năng truy cập vào các dữ liệu giao dịch, để ước tính chi phí mua những tài sản tương tự một cách nhanh chóng và dễ dàng.

Với nhà máy và trang thiết bị khác, các kỹ sư tư vấn và chuyên gia ngành có thể cung cấp thông tin. Nguồn thông tin gia tăng năng suất sản xuất nhôm nhân tạo cho nhà máy hiện tại, có thể khiến chi phí tăng khoảng 1.000 đô-la trên tấn mỗi năm. Năng suất hiện tại đã đủ để đáp ứng nhu cầu trong tương lai. Thu nhập hiện tại của những đơn vị sản xuất nhôm nhân tạo dẫn đến định giá rằng, năng suất hiện tại có giá trị cao hơn nhiều mức 1.000 đô-la trên tấn mỗi năm. Kết quả dẫn đến cuộc đua tăng năng suất mới để tận dụng thu nhập tiềm năng của ngành. Việc mở rộng năng suất quá mức này sẽ khiến thu nhập và giá cổ phiếu sụt giảm. Những doanh nghiệp như vậy là các khoản đầu tư không thỏa đáng. Nhà đầu tư có thể dự báo được diễn biến này, chỉ bằng một phân tích kỹ lưỡng bằng cân đối kế toán.

Một khó khăn nữa mà Graham và Dodd nhận ra là định giá tài sản vô hình, gồm danh mục sản phẩm, quan hệ khách hàng, nhân viên có tay

nghề, nhận diện thương hiệu. Rất nhiều tài sản trong số này không xuất hiện trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp. Nhưng ngày nay, sẵn có thông tin để có thể ước tính được các hạng mục này trong bảng cân đối kế toán. Vài thông tin đến từ báo cáo tài chính, ví dụ, chi phí tái tạo danh mục sản phẩm, giả sử danh mục này không được bảo vệ bởi các bằng sáng chế, có thể ước tính bằng cách nghiên cứu lịch sử và dữ liệu phát triển của chính bản thân doanh nghiệp, hay từ những doanh nghiệp khác trong ngành.

Phân tích này có thể bổ trợ bởi thông tin của các chuyên gia. Những động thái đầu tư như là sản phẩm mới, mở cửa hàng mới, triển khai thương hiệu mới... luôn dựa trên các kế hoạch kinh doanh chi tiết. Kế hoạch này tính toán chi phí ở mức độ tương đối chính xác, song thường đánh giá quá cao lợi nhuận từ chúng. Nhà đầu tư có thể sử dụng các dữ liệu này để ước tính chi phí sản xuất tài sản vô hình. Những nhà quản lý nhiều kinh nghiệm trong ngành có thể ước tính được các chi phí trên.

Quan trọng hơn, rất nhiều tài sản vô hình được giao dịch như tài sản thực. Các quyền sử dụng cáp, thương hiệu quần áo, phát hiện loại thuốc mới, chuỗi cửa hàng, thậm chí cả nhãn sản phẩm âm nhạc... được những người mua tinh vi (thường là doanh nghiệp lớn) mua từ những người bán tinh vi (thường là doanh nghiệp nhỏ). Các mức giá trả cho giao dịch tư nhân này có lẽ được cân nhắc dựa trên chi phí tự phát triển nội bộ. Theo đó, nếu doanh nghiệp Liz Claiborne mua một thương hiệu tương tự như thương hiệu mà nó sở hữu ở giá 50 xu mỗi đô-la doanh số, thì có lẽ mức giá này khá sát nhưng vẫn phải thấp hơn chi phí tái sinh thương hiệu của nó. Những con số giá trị thị trường tư nhân này thường được các nhà đầu tư tinh vi sử dụng để định giá tài sản vô hình.

Sau khi hoàn thành phân tích giá trị tài sản và sức mạnh thu nhập kỹ lưỡng, sẽ xuất hiện 3 khả năng. Đầu tiên là giá trị tài sản cao hơn giá trị các khoản thu nhập theo dự đoán. Điều đó có nghĩa là, những người quản lý không tận dụng hết lợi thế của sản phẩm. Ở đây, nhà đầu tư giá trị cần duy trì khả năng một chất xúc tác nào đó sẽ thay thế hành vi của những người

quản lý hiện tại. Graham và Dodd nhận ra điều này, dù rằng họ không hiểu rõ phạm vi can thiệp của các nhà đầu tư ngày nay.

Khả năng thứ hai là sức mạnh thu nhập có thể cao hơn giá trị tài sản. Để duy trì lợi nhuận tốt, cần phải có những yếu tố kinh tế nào đó bảo vệ doanh nghiệp khỏi cạnh tranh. Ngày nay, những yếu tố này được biết đến với tên gọi “tuyến phòng vệ”, quyền thương mại, rào cản gia nhập ngành hay lợi thế cạnh tranh. Chúng trông thế nào và có thể đánh giá ra sao là phần cốt lõi của phân tích báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh hiện đại. Thậm chí trong trường hợp giá trị tài sản ít liên quan nhất, chúng cũng cung cấp nhiều thông tin hữu ích về giá trị mà doanh nghiệp sẽ giữ lại được, nếu các yếu tố kia bị xói mòn trong tương lai.

Trường hợp thứ ba là khi sức mạnh thu nhập và giá trị tài sản của doanh nghiệp tương đương nhau. Ban quản trị đã làm việc tương đối đúng và không có sự bảo vệ đặc biệt nào khỏi cạnh tranh. Nếu đánh giá định lượng hỗ trợ kết luận này, thì giá trị tài sản là bài kiểm tra quan trọng cho giá trị phóng chiếu thu nhập. Khi đó, phép định giá tài sản kỹ lưỡng sẽ cung cấp bức tranh toàn diện về lợi nhuận mà nhà đầu tư sẽ nhận được từ chứng khoán, đồng thời giúp nhà đầu tư cảm thấy tự tin với biên độ an toàn phù hợp.

Trong thực hành hiện tại, giá trị tài sản còn được sử dụng xa hơn. Các doanh nghiệp thường có vài tài sản, chủ yếu là tiền mặt, thì không cần định giá tài sản trong hoạt động kinh doanh căn bản. Những tài sản này thường không đóng góp vào thu nhập từ hoạt động, nhưng chúng có thể đại diện cho một phần quan trọng giá trị nội tại của chứng khoán được mua. Giá trị của những tài sản này phải được tính toán khi ước tính giá trị dựa trên sức mạnh thu nhập (sau khi trừ đi thu nhập lãi suất để không bị tính kép). Định giá tài sản toàn diện bảo đảm những tài sản này không bị lãng quên.

## **WORLDCOM: MỘT TÌNH HUỐNG NGHIÊN CỨU**

Báo cáo tài chính của WorldCom, gã khổng lồ viễn thông đã nộp đơn phá sản vào mùa hè năm 2002 là vụ phá sản lớn nhất cho tới lúc này, minh họa cho vai trò hữu ích của phân tích bảng cân đối kế toán trong

việc theo dõi tình trạng tài chính doanh nghiệp. Thực tế, bất kỳ ai từng nghiên cứu bảng cân đối kế toán trong vài năm trước vụ phá sản đều phải nghi ngờ về kết thúc tốt đẹp của doanh nghiệp này. Ví dụ, giữa năm 1999, WorldCom có giá trị vốn khoảng 125 tỷ đô-la. So với giá trị sổ sách cuối năm 1999 là 51,2 tỷ đô-la, con số 125 tỷ đô-la chủ yếu được tạo ra bằng cách phát hành cổ phiếu cho các thương vụ mua lại, trong đó có 12 tỷ đô-la để mua MFS Communications vào năm 1996 và 30 tỷ đô-la để mua MCI vào năm 1997. Thu nhập giữ lại trong 15 năm lịch sử không đáng kể, do đó hơn 85% giá trị sổ sách là lợi thế thương mại và những tài sản vô hình khác. Hệ số giá trị thị trường trên vốn ròng hữu hình cao hơn 15. Hệ số này sẽ thay đổi theo ngành, nhưng trong trường hợp này, con số 15 cao một cách khờ dại.

Các tài sản vô hình giá trị như thế nào? Chúng không có giá như lời tuyên bố của doanh nghiệp, vì chúng không bao gồm sáng chế hay kỹ thuật xử lý công nghiệp quan trọng. Quan trọng hơn, đặc thù kinh doanh của WorldCom là khách hàng có quyền lực rất cao, tỷ lệ cạnh tranh giá rất khốc liệt trong ngành dịch vụ viễn thông và truyền tải dữ liệu. Ngành cũng không tồn tại những rào cản gia nhập lớn - thứ có thể khiến giá trị thị trường cao hơn rất nhiều so với giá trị tái sinh, hoặc chi phí tiêu hao để tái sản xuất mạng lưới. Thị trường của WorldCom luôn có nhiều đối thủ mới (gồm cả những doanh nghiệp bị WorldCom mua lại), chưa kể quy mô mở rộng mạnh mẽ của các đối thủ hiện tại, ví dụ như AT&T. Ở góc độ vĩ mô, WorldCom đang vận hành doanh nghiệp ở điều kiện bất lợi so với đối thủ lớn nhất của nó, AT&T.

Tuy nhiên, điều đáng chú ý hơn cả việc định giá sai tài sản của WorldCom, là câu chuyện đến từ bảng cân đối kế toán. Từ cuối năm 1999 đến cuối 2000, tài sản ròng, nhà máy và trang thiết bị tăng 27%, tương đương khoảng 8 tỷ đô-la. Ngược lại, doanh thu chỉ tăng 8%. Con số này đặt ra câu hỏi, tại sao doanh nghiệp lại đầu tư mạnh tay như vậy? Thực tế, con số đầu tư đã bị thổi phồng bằng cách hạch toán các chi phí vận hành thành những khoản đầu tư. Thậm chí nếu không gian lận, tốc độ tăng trưởng quá nhanh tài sản, nhà máy và trang thiết bị (từ khoảng 5 tỷ đô-la vào năm 1999) trong tương quan tăng trưởng doanh thu chậm cũng dẫn đến câu hỏi về đánh giá của ban quản trị. Hậu quả tai hại từ thái độ thờ ơ trong hoạt động mở rộng tài sản lẽ ra phải rõ ràng.

Trong năm 2001, những hệ quả này trở nên rõ ràng nhất. Nợ ngắn hạn của WorldCom hầu như biến mất hoàn toàn khi giảm từ 7,2 tỷ đô-la xuống 172.000.000 đô-la. Ngược lại, nợ dài hạn tăng khoảng 12,5 tỷ đô-la. Thực tế, nó tăng khoảng 14 tỷ đô-la, ghi chú chân trang trong bảng cân đối kế toán cho thấy hơn 1 tỷ đô-la nợ dài hạn phụ trội đã biến mất bằng thủ thuật kế toán không hợp nhất trách nhiệm cho món nợ của công ty con. Trong bối cảnh doanh thu sụt giảm, WorldCom cần thêm 7 tỷ đô-la nợ dài hạn - lẽ ra nên là hồi chuông báo động cho bất kỳ nhà đầu tư nào quan tâm nghiên cứu bảng cân đối kế toán.

Chuyện gì đã xảy ra? Năm 2000, ban quản trị WorldCom không thể kiểm soát tài chính doanh nghiệp được nữa khi đặt cược rất rủi ro vào tăng trưởng doanh thu tương lai, tệ nhất là họ nỗ lực tính toán để che giấu biên độ hoạt động đang hao mòn bằng cách vốn hóa các chi phí. Năm 2001, WorldCom quay sang sử dụng vốn nợ dài hạn với hy vọng ban quản trị sẽ có thêm nhiều năm nữa để giải quyết vấn đề. Thực sự WorldCom cũng không còn lựa chọn nào, vì cố gắng bán vốn khi cổ phiếu rớt giá sẽ là dấu hiệu đầy tai hại với thị trường. Công cụ chính mà WorldCom sử dụng là 11,9 tỷ đô-la nợ bán cho công chúng vào tháng 5 năm 2001, được bảo lãnh phát hành bởi các định chế tài chính, những tổ chức đã xác minh cho chứng khoán này từ góc độ thu nhập và dòng tiền tương lai.

Nếu những định chế này và khách hàng của họ nghe theo lời khuyên của Graham, nghiên cứu kỹ bảng cân đối kế toán của WorldCom, thì sẽ hiểu chuyện hơn. Họ không thể dự đoán được toàn bộ hành động gian lận và hậu quả phả sản sau đó của WorldCom, nhưng lẽ ra có thể thu thập đủ thông tin để tránh mua cổ phiếu và trái phiếu của WorldCom, vì các khoản đầu tư này không bảo đảm an toàn tiền vốn và không hứa hẹn lợi nhuận thỏa đáng.

## *Chương* 33

# **PHÂN TÍCH BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN – TẦM QUAN TRỌNG CỦA GIÁ TRỊ SỔ SÁCH**

---

---

**T**rong nhiều trường hợp trước, chúng tôi đã kết luận rằng bảng cân đối kế toán xứng đáng được quan tâm hơn so với cách làm của Phố Wall nhiều năm trở lại đây. Trong phần này của cuốn sách, chúng tôi liệt kê ra năm loại thông tin và định hướng mà nhà đầu tư có thể rút ra, sau khi nghiên cứu bảng cân đối kế toán:

1. Thể hiện số vốn đầu tư vào doanh nghiệp.
2. Cho biết điều kiện tài chính của doanh nghiệp, tức là vị thế vốn lưu động đang thoái mái hay khó khăn.
3. Ghi lại chi tiết về cơ cấu vốn hóa của doanh nghiệp.
4. Kiểm tra giá trị của các thu nhập theo báo cáo.
5. Cung cấp cơ sở để phân tích các nguồn thu nhập.

Với thông tin đầu tiên của bảng cân đối kế toán, chúng tôi sẽ bắt đầu bằng cách trình bày một số định nghĩa. Giá trị sổ sách của cổ phiếu là giá trị tài sản áp dụng được thể hiện trong bảng cân đối kế toán. Thường thì giá trị này giới hạn trong các tài sản hữu hình, nghĩa là tính toán loại bỏ những hạng mục như: lợi thế thương mại, tên nhãn hiệu, bằng sáng chế, quyền kinh doanh, hợp đồng thuê. Giá trị sổ sách cũng được biết đến với

tên gọi “giá trị tài sản”, “giá trị tài sản hữu hình”, để chỉ rõ các tài sản vô hình sẽ không được tính toán ở đây. Trong trường hợp cổ phiếu phổ thông, nó thường được gọi là “vốn cổ phần”.

**Tính toán giá trị sổ sách.** Giá trị sổ sách trên cổ phiếu phổ thông được tính bằng cách cộng tất cả tài sản hữu hình, trừ đi tất cả tài sản nợ và cổ phiếu xếp trước cổ phiếu phổ thông, sau đó chia cho số lượng cổ phiếu.

Trong nhiều trường hợp, công thức sau là con đường tắt dẫn đến đáp án:

Giá trị sổ sách trên cổ phiếu phổ thông

$$= \frac{(\text{Cổ phiếu phổ thông} + \text{Thặng dư} - \text{Tài sản vô hình})}{\text{Số lượng cổ phiếu lưu hành}}$$

Tài khoản Thặng dư không chỉ gồm các thặng dư, mà còn có thêm khoản chênh lệch thu được từ bán cổ phiếu và những khoản dự phòng tương tự, vì chúng thực sự cũng là một phần của thặng dư. Ví dụ, con số này bao gồm dự phòng để mua lại cổ phiếu ưu đãi, sửa sang nhà máy, dự phòng rủi ro (trừ khi khoản này được đoán trước là thực sự cần thiết). Các khoản dự phòng loại này được gọi là “Dự phòng tự nguyện”.

**TÍNH TOÁN GIÁ TRỊ SỔ SÁCH CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG  
CỦA UNITED STATES STEEL CORPORATION VÀO 31/12/1938  
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

Tài sản có (đô-la)	Tài sản nợ (đô-la)
1. Tài khoản tài sản đầu tư (trừ đi khấu hao)	1.166
2. Phí thuê mỏ	9
3. Chi phí hoãn lại	4
4. Đầu tư khác	19
5. Tài sản khác	3
6. Tài sản ngắn hạn	510
	—————
	1.711
7. Cổ phiếu phổ thông	653
8. Cổ phiếu ưu đãi	360
9. Cổ phiếu công ty con được nắm giữ đại chúng	5
10. Nợ trái phiếu	232
11. Nợ phí thuê mỏ	12
12. Tài sản nợ ngắn hạn	79
13. Dự phòng rủi ro và những dự phòng khác	39
14. Dự phòng bảo hiểm	46
15. Thặng dư vốn cổ phần	38
16. Thặng dư thu nhập	247
	—————
	1.711

Tài sản hữu hình .....	1.711.000.000 đô-la
Trừ: Tất cả tài sản nợ xếp trước cổ phiếu phổ thông (tổng hạng mục 8-12).....	688.000.000 đô-la
Tài sản ròng cho cổ phiếu phổ thông.....	1.023.000.000 đô-la
Giá trị sổ sách trên cổ phiếu (trên 8.700.000 cổ phiếu) .....	117,59 đô-la

\* Có nhiều ý kiến tranh cãi “Chi phí hoãn lại” là tài sản vô hình hay hữu hình, nhưng con số này luôn nhỏ, do đó không quan trọng. Tất nhiên, sẽ tiện hơn khi cộng Chi phí hoãn lại vào nhóm tài sản khác.

Phương pháp tính toán ngắn hơn sẽ như sau:

Cổ phiếu phổ thông.....	653.000.000 đô-la
Thặng dư và dự phòng tự nguyện (tổng của hạng mục 13-16) .....	370.000.000 đô-la
Tài sản ròng cho cổ phiếu phổ thông.....	1.023.000.000 đô-la

**Xử lý cổ phiếu ưu đãi khi tính toán giá trị sổ sách của cổ phiếu phổ thông.** Khi tính toán giá trị tài sản cho cổ phiếu phổ thông, cần phải trừ đi cổ phiếu ưu đãi ở mức giá phù hợp. Thông thường, con số này sẽ là mệnh giá hay giá trị được định trước của cổ phiếu ưu đãi xuất hiện trong bảng cân đối kế toán. Nhưng có nhiều trường hợp, trong đó cổ phiếu ưu đãi trong bảng cân đối kế toán được ghi nhận ở những giá trị thấp hơn rất nhiều so với trách nhiệm thực theo sau.

Island Creek Coal Company có cổ phiếu ưu đãi với mệnh giá 1 đô-la. Cổ phiếu này có quyền nhận cổ tức 6 đô-la một năm và 120 đô-la/cổ phiếu trong trường hợp thu hồi lại. Năm 1939, giá cổ phiếu này khoảng 120 đô-la. Khi tính toán giá trị tài sản của cổ phiếu phổ thông Creek Coal, cổ phiếu ưu đãi nên được trừ đi nhưng không phải ở mức giá 1 đô-la, mà phải ở mức 100 đô-la/cổ phiếu, hoặc không thì ở giá 120 đô-la. Quỹ ủy thác đầu tư Capital Administration Company, Ltd., có cổ phiếu ưu đãi lưu hành có quyền nhận cổ tức tích lũy 3 đô-la và nhận 50 hoặc 55 đô-la trong trường hợp thanh lý, nhưng mệnh giá chỉ là 10 đô-la. Doanh nghiệp này cũng có một cổ phiếu nhóm A có quyền nhận 20 đô-la trong trường hợp thanh lý, cộng thêm 70% tài sản còn lại và 70% thu nhập sau khi chi trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi, chứng khoán này có mệnh giá là 1 đô-la. Cuối cùng, quỹ này còn có một cổ phiếu nhóm B, mệnh giá 1 xu, có quyền nhận thu nhập và

tài sản còn lại. Tất nhiên, bảng cân đối kế toán được xây dựng trên cơ sở mệnh giá sẽ còn tệ hơn rất nhiều trong tình huống này, nhà phân tích phải điều chỉnh như sau:

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN 31/12/1938**

Như công bố	Như điều chỉnh
Tổng tài sản (ở chi phí mua) (đô-la)	5.335.300 (giá thị trường) 5.862.500
Khoản phải trả và tích lũy	1.661.200 1.661.200
Cổ phiếu ưu đãi (ở mệnh giá 10 đô-la)	434.000 (giá 55*) 2.387.000
Cổ phiếu nhóm A (ở mệnh giá 1 đô-la )	143.400 (giá 20*) 2.868.000
Cổ phiếu phổ thông (ở mệnh giá 1 xu)	2.400 1.043.600(d)
Thặng dư và dự phòng	3.094.300
Tổng tài sản nợ (đô-la)	5.335.300 5.862.600

\* Những con số này gần bằng giá trị hiệu lực của chứng khoán.

Coca-Cola Company có một cổ phiếu nhóm A không mệnh giá, có quyền nhận cổ tức ưu tiên 3 đô-la/cổ phiếu, tích lũy và có thể được thu hồi ở giá 55 đô-la. Công ty kết chuyển chứng khoán này như tài sản nợ ở “giá trị được xác định” 5 đô-la/cổ phiếu. Nhưng mệnh giá thực rõ ràng là 50 đô-la.<sup>1</sup>

Trong tất cả ví dụ, “giá trị mệnh giá hiệu lực” ở trên phải được thiết lập cho cổ phiếu ưu đãi tương ứng đúng với tỷ lệ cổ tức. Có ý kiến ủng hộ cách định giá tất cả cổ phiếu ưu đãi ở một cơ sở cổ tức thống nhất, ví dụ 5%, trừ khi cổ phiếu này có thể được mua lại ở con số thấp hơn. Điều này có nghĩa là 1.000.000 đô-la chứng khoán 5% sẽ được định giá 1.000.000 đô-la, 1.000.000 đô-la chứng khoán 4% sẽ có giá trị hiệu lực là 800.000 chứng

1. Điều buồn cười là trong năm 1929, công ty kết chuyển tài sản 194.000 cổ phiếu mua lại thuộc nhóm A ở chi phí 9.434.000 đô-la, dù rằng toàn bộ 1.000.000 cổ phiếu xuất hiện trong vai trò tài sản nợ có giá trị chỉ 5.000.000 đô-la. Để xem thêm tình huống ngớ ngẩn tương tự trong tính toán cổ phiếu phổ thông, hãy xem bảng cân đối kế toán của Hecker Products vào tháng 6 năm 1939 – tài sản nợ ròng trên vốn cổ phần là một con số âm.

khoán và 1.000.000 chứng khoán 7% không thể mua lại sẽ có giá trị hiệu lực là 1.400.000 đô-la. Tất nhiên sẽ thuận tiện hơn nếu sử dụng giá trị mệnh giá, kết quả sẽ đủ chính xác trong hầu hết trường hợp.<sup>1</sup> Một phương pháp đơn giản hơn phục vụ hiệu quả cho các mục đích thực tế, là định giá cổ phiếu ưu đãi ở mệnh giá (cộng ngược lại cổ tức) hoặc ở thị giá, tùy theo cái nào cao hơn.

**Tính toán giá trị sổ sách của cổ phiếu ưu đãi.** Khi tính toán giá trị sổ sách của cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu này được xử lý như cổ phiếu phổ thông, chứng khoán ưu tiên thấp xếp sau hoàn toàn không được tính tới. Tính toán sau trích ra từ bảng cân đối kế toán của Tubize Chatillon Corporation ngày 31 tháng 12 năm 1932, sẽ minh họa nguyên tắc này.

**BẢNG CÂN ĐỔI KẾ TOÁN CỦA TUBIZE CHATILLON CORPORATION,  
31/12/1932**

Tài sản có (đô-la)	Tài sản nợ (đô-la)
Tài khoản và trang thiết bị	Cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 7% (mệnh giá 100 đô-la) 2.500.000
Bằng sáng chế, Quy trình...	Cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 7 đô-la (mệnh giá 1 đô-la) 136.000
Tài sản khác	Cổ phiếu phổ thông (mệnh giá 1 đô-la) 294.000
Tài sản ngắn hạn	Nợ trái phiếu 2.000.000 Tài sản nợ ngắn hạn 613.000 Dự phòng Khấu hao 11.456.000 Thặng dư 7.548.000
Tổng tài sản	Tổng tài sản nợ 24.547.000

1. Standard Statistics Company, Inc., trừ đi cổ phiếu ưu đãi ở giá trị trong trường hợp thanh lý cưỡng bức, khi tính toán giá trị sổ sách cổ phiếu phổ thông. Cách làm này hiếm khi hợp lý, vì việc giải phóng hay thanh lý hầu như là rủi ro khó xảy ra và sẽ xảy ra dưới những điều kiện rất khác so với thời điểm thực hiện phân tích. Phương pháp của Standard Statistics Company là “định giá” 115 đô-la/cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 (5 đô-la) của Procter & Gamble Company, đồng thời định giá chỉ 100 đô-la/cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 của công ty này. Giá trị thực sự hay thực tế của trái quyền mà cổ động cổ phiếu ưu đãi sở hữu trong trường hợp này, sẽ gần hơn với con số 160 đô-la cho cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 so với con số 100 đô-la cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2, trên cơ sở tỷ lệ lợi tức 5% cho cả hai. Trong trường hợp các chứng khoán ủy thác đầu tư, giá trị thanh lý cổ phiếu ưu đãi xác đáng hơn và nên được sử dụng.

Giá trị sổ sách của cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 được tính toán như sau:

Tổng tài sản (đô-la) .....	24.547.000
Trừ: Tài sản vô hình.....	802.000
Dự phòng chi phí khấu hao.....	11.456.000
Trái phiếu .....	2.000.000
Tài sản ngắn hạn.....	<u>613.000</u> <u>14.871.000</u>
Tài sản ròng cho Cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 (đô-la) .....	9.676.000
Giá trị sổ sách trên cổ phiếu (đô-la) .....	387

Phương pháp thay thế:

Vốn cổ phần ở mệnh giá (đô-la).....	2.930.000
Thặng dư.....	7.548.000
	<u>10.478.000</u>
Trừ đi tài sản vô hình.....	802.000
Tài sản ròng cho cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 .....	<u>9.676.000</u>

Khoản dự phòng chi phí khấu hao và các mục đích khác rất lớn, có thể bao gồm những khoản dự phòng chênh lệch giá thuộc nhóm Thặng dư. Trong trường hợp thiếu các thông tin chi tiết, khoản dự phòng loại này phải được trừ ra khỏi tài sản. (Một phần lớn khoản dự phòng này cần thiết để hấp thu khoản bút toán xóa tài sản nhà máy bị lạc hậu).

Giá trị sổ sách của cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 có thể dễ dàng được tính toán từ những con số như sau:

Tài sản ròng cho cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 .....	9.676.000 đô-la
Trừ: Cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 ở mệnh giá.....	<u>2.500.000 đô-la</u>
Tài sản ròng cho cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 .....	<u>7.176.000 đô-la</u>
Giá trị sổ sách trên cổ phiếu .....	52,75 đô-la

Khi tính toán giá trị sổ sách cổ phiếu phổ thông, sẽ là sai lầm rõ ràng nếu trừ cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 ở mệnh giá không mang tính đại diện 1 đô-la. “Mệnh giá hiệu lực” không nên dưới 100 đô-la/cổ phiếu với mức cổ tức 7 đô-la. Do đó, không còn tài sản sẵn có cho cổ phiếu phổ thông, giá trị sổ sách bằng không.

**Giá trị tài sản ngắn hạn và giá trị tài sản tiền mặt.** Bên cạnh khái niệm giá trị sổ sách mà ai cũng biết, chúng tôi còn đề xuất hai khái niệm khác có đặc điểm tương tự, đó là giá trị tài sản ngắn hạn và giá trị tài sản tiền mặt.

Giá trị tài sản ngắn hạn của một cổ phiếu bao gồm các tài sản ngắn hạn, trừ đi tất cả tài sản nợ và những chứng khoán xếp trước cổ phiếu. Nó không chỉ bao qua các tài sản vô hình, mà còn loại cả các tài sản cố định và tài sản khác.

Giá trị tài sản tiền mặt của một cổ phiếu bao gồm chỉ tiền mặt, trừ đi tất cả tài sản nợ và chứng khoán xếp trước cổ phiếu. Những tài sản tiền mặt, ngoại trừ bản thân tiền mặt, được định nghĩa là các khoản tương đương trực tiếp và được giữ thay thế tiền mặt. Chúng bao gồm chứng chỉ tiền gửi, khoản vay có thể thu hồi, chứng khoán khả bán ở thị giá và giá trị tiền mặt hợp đồng bảo hiểm.

Sau đây là ví dụ về tính toán giá trị 3 nhóm tài sản trên:

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN CỦA OTIS COMPANY (SẢN PHẨM COTTON),  
NGÀY 29/6/1929**

Tài sản có (đô-la)	Tài sản nợ (đô-la)		
1. Tiền mặt	532.000	8. Khoản phải trả	79.000
2. Khoản vay có thể thu hồi	1.200.000	9. Khoản tích lũy	291.000
3. Khoản phải thu (trừ dự phòng)	1.090.000	10. Dự phòng trang thiết bị	210.000
4. Hàng tồn kho (trừ dự phòng 425.000 đô-la)*	1.648.000	11. Cổ phiếu ưu đãi	400.000
5. Khoản trả trước	108.000	12. Cổ phiếu phổ thông	4.079.000
6. Các khoản đầu tư	15.000	13. Thặng dư thu nhập	1.944.000
7. Giá trị nhà máy (trừ Khấu hao)	3.564.000	14. Thặng dư vốn cổ phần	1.154.000
	8.157.000		8.157.000

\* Hàng tồn kho trước dự phòng được đánh giá ở giá mua hay giá thị trường, tùy theo mức giá nào thấp hơn.

**A. Tính toán giá trị sổ sách cổ phiếu (đô-la)**

Tổng tài sản .....	8.157.000
Trừ: khoản phải trả .....	79.000
Khoản tích lũy .....	291.000
Cổ phiếu ưu đãi.....	400.000
	770.000
	7.387.000

Công dự phòng tự nguyện là 425.000 đô-la

Trừ khỏi hàng tồn kho.....	425.000
Tài sản ròng cho cổ phiếu phổ thông .....	7.812.000
Giá trị sổ sách (trên 40.790 cổ phiếu) .....	191

**B. Tính toán giá trị tài sản ngắn hạn của cổ phiếu phổ thông (đô-la)**

Tổng tài sản ngắn hạn (hạng mục 1,2,3 và 4).....	4.470.000
Công dự phòng tự nguyện cho hàng tồn kho .....	425.000
	4.895.000

Trừ tài sản nợ trước cổ phiếu phổ thông (hạng mục 8,9, và 11) .....	770.000
Tài sản ngắn hạn sẵn có cho cổ phiếu phổ thông .....	4.125.000
Giá trị tài sản ngắn hạn trên cổ phiếu .....	101

**C. Tính toán giá trị tài sản tiền mặt cho cổ phiếu phổ thông (đô-la)**

Tổng giá trị tài sản tiền mặt (hạng mục 1 và 2) .....	1.732.000
Trừ tài sản nợ trước cổ phiếu phổ thông (hạng mục 8,9 và 11) .....	770.000
Tài sản tiền mặt sẵn có cho cổ phiếu phổ thông .....	962.000
Giá trị tài sản tiền mặt trên cổ phiếu .....	23,50

Trong những tính toán này, cần lưu ý điều đầu tiên rằng, hàng tồn kho tăng theo đúng con số dự phòng 425.000 đô-la được trừ đi trong bảng cân đối kế toán. Lý do là khoản giảm trừ này dự phòng cho rủi ro sụt giảm giá trị chưa diễn ra. Vì thế, khoản giảm trừ này hoàn toàn tùy ý hay tự nguyện, để nhất quán, nhà phân tích phải ghi nhận nó như khoản thặng dư. Cách tính này cũng đúng với số tiền 210.000 đô-la “Dự phòng trang thiết bị và chi phí khác”, không đại diện cho tài sản nợ thực hay khoản giảm trừ cần thiết nào từ giá trị của bất kỳ tài sản cụ thể.

Vào tháng 6 năm 1929, cổ phiếu phổ thông của Otis Company được bán ở giá 35 đô-la. Độc giả sẽ thấy điểm khác biệt kỳ lạ giữa thị giá và giá trị tài sản ngắn hạn của cổ phiếu. Tâm quan trọng của nó sẽ thu hút sự chú ý của chúng ta ở phần sau.

**Tầm quan trọng thực tế của giá trị sổ sách.** Giá trị sổ sách của cổ phiếu phổ thông vốn là yếu tố quan trọng nhất trong các con số tài chính. Nó được cho là sẽ biểu hiện “giá trị” của cổ phiếu theo cùng cách mà bảng cân đối kế toán, giúp cho doanh nhân thấy được giá trị doanh nghiệp của mình. Ý tưởng này hầu như biến mất trong giới tài chính. Giá trị tài sản của công ty được ghi nhận trong bảng cân đối kế toán thực tế đã mất hết vai trò quan trọng. Thay đổi này đầu tiên xuất phát từ thực tế rằng, giá trị tài sản cố định theo báo cáo thường không có quan hệ với giá thực mua; thứ hai, trong nhiều trường hợp, những giá trị này không có quan hệ với giá bán tài sản, hay con số có thể được lý giải bởi thu nhập. Hành động thổi phồng giá trị sổ sách của tài sản cố định dọn đường cho âm mưu đối lập, cắt giảm giá trị tài sản xuống mức bằng không nhằm tránh hạch toán chi phí khấu hao, nhưng cả hai đều dẫn đến cùng hệ quả là làm mất đi tầm quan trọng thực sự của các con số giá trị sổ sách. Lạ lùng là, các dịch vụ thống kê hàng đầu vẫn duy trì cách tính toán giá trị sổ sách trên cổ phiếu phổ thông cũ, từ bảng cân đối kế toán mà chúng công bố.

Trước khi loại bỏ hoàn toàn quan niệm ưa chuộng giá trị sổ sách, chúng tôi đặt ra câu hỏi rằng, liệu giá trị sổ sách có mang bất kỳ giá trị thực tế nào với nhà phân tích hay không. Trong trường hợp thông thường, nhiều khả năng là không. Nhưng trong một số trường hợp đặc biệt hay cực độ thì sao?

Người nghiên cứu sâu sắc chắc chắn sẽ bị ấn tượng trước những sai biệt trong các ví dụ đã nêu. Trong trường hợp General Electric và Commercial Solvents, các con số bóc trần sự thật rằng thị trường đang định giá cổ phiếu cao hơn nhiều lần giá trị sổ sách. Máy điện báo giá thị trường cổ phiếu đang đưa ra mức định giá không liên quan đến vị thế của chúng như các doanh nghiệp thông thường. Nói cách khác, chúng không phải là định giá doanh nghiệp; mà là sản phẩm ảo thuật hay tưởng tượng của Phố Wall.

*Phân biệt lý luận tài chính với lý luận kinh doanh.* Tư duy tài chính và tư duy kinh doanh thông thường đang có khoảng cách khá lớn. Thật khó tin là Phố Wall không bao giờ hỏi: “Doanh nghiệp này được bán với giá bao nhiêu?” Tuy nhiên, đây nên là câu hỏi đầu tiên cần cân nhắc khi mua cổ phiếu. Nếu doanh nhân được chào mời 5% giá trị cổ phần với giá 10.000

đô-la, suy nghĩ đầu tiên của người này sẽ là nhân giá chào bán lên 20 và theo đó hình thành giá trị đề xuất 200.000 đô-la cho toàn bộ doanh nghiệp. Phần còn lại của tính toán sẽ là câu hỏi liệu doanh nghiệp có phải là “món hời tốt” ở giá 200.000 đô-la hay không.

Hạng mục	General Electric	Pepperell Manufacturing
Giá (đô-la)	(1930) 95	(1932) 18
Số lượng cổ phiếu	28.850.000	97.600
Thị giá cổ phiếu phổ thông (đô-la)	2.740.000.000	1.760.000
Bảng cân đối kế toán	(Tháng 12/1929)	(Tháng 6/1932)
Tài sản cố định (trừ khấu hao) (đô-la)	52.000.000	7.830.000
Tài sản khác	183.000.000	230.000
Tài sản ngắn hạn ròng	206.000.000	9.120.000
Tổng tài sản ròng (đô-la)	441.000.000	17.180.000
Trù trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi	45.000.000	
Giá trị sổ sách cho cổ phiếu phổ thông	396.000.000	17.180.000
Giá trị sổ sách trên cổ phiếu	13,75	176

Hạng mục	Commercial Solvents	Pennsylvania Coal và Coke
Giá	(Tháng 7/1933) 57	(Tháng 7/1933) 3
Số lượng cổ phiếu	2.493.000	165.000
Thị giá cổ phiếu phổ thông (đô-la)	142.000.000	495.000
Bảng cân đối kế toán	(Tháng 12/1932)	(Tháng 12/1932)
Tài sản cố định (trừ khấu hao)		6.500.000
Tài sản khác	2.600.000	990.000
Tài sản ngắn hạn ròng	6.000.000	740.000
Tổng tài sản cho cổ phiếu phổ thông	8.600.000	8.230.000
Giá trị sổ sách trên cổ phiếu	3,50	50

Cách tiếp cận căn bản và không thể thay thế này, thực tế không còn được người mua cổ phiếu sử dụng nữa. Trong số hàng nghìn người “đầu tư” vào General Electric năm 1929-1930, chỉ một số nhỏ biết rằng họ đang trả trên cơ sở tổng giá trị  $2\frac{1}{2}$  tỷ đô-la cho doanh nghiệp này, trong đó hơn

2 tỷ đô-la đại diện cho khoản chênh lệch so với khoản tiền thực sự được đầu tư vào doanh nghiệp. Mức giá 57 đô-la của Commercial Solvents vào tháng 7 năm 1933 giống với hiệu ứng cờ bạc hơn, đến từ việc hủy bỏ đạo luật cấm mà thị trường kỳ vọng. Song, những tay chơi cờ bạc trong ví dụ này không hành động khác mấy so với những người tự gọi mình là nhà đầu tư, khi không quan tâm đến thực tế rằng họ đang trả 140.000.000 đô-la cho một doanh nghiệp chỉ có khoảng 10.000.000 đô-la nguồn lực. (Tài sản cố định của Commercial Solvents, sau khi được bút toán xóa sạch trong bảng cân đối kế toán, vẫn còn một ít giá trị thực không cao hơn vài triệu đô-la).

Khác biệt theo hướng ngược lại cũng rất ấn tượng trong các ví dụ của chúng tôi. Cùng lúc đó, doanh nghiệp đang hoạt động thiêu thành công như Pennsylvania Coal & Coke có thể được thị trường định giá ở mức khoảng 1/16 giá trị nguồn lực của nó, có thể xem như chứng khoán hấp dẫn mang tính đầu cơ với mức giá cao hơn giá trị tài sản ròng 16 lần. Ví dụ của Pepperell có lẽ còn đáng kinh ngạc hơn, vì giá trị sổ sách, danh tiếng doanh nghiệp, thu nhập cao và các món cổ tức hào phóng mà doanh nghiệp này đã chi trả nhiều năm trời. Tuy nhiên, một nhóm người sở hữu doanh nghiệp này dưới áp lực khủng hoảng vẫn sẵn lòng bán phần sở hữu của họ ở giá 1/10 giá trị, mà một cổ đông tư nhân sẽ chẳng ngần ngại mua lại.

**Khuyến nghị.** Những ví dụ này dù cực đoan, nhưng khuyến cáo khá mạnh mẽ rằng, giá trị sổ sách ít nhất xứng đáng được nhìn lướt qua trước khi mua bán cổ phiếu của doanh nghiệp. Trong bất kỳ trường hợp cụ thể nào, thông điệp mà giá trị sổ sách truyền tải có thể không quan trọng hay không đáng chú ý. Song, chúng ta nên chứng thực điều này trước khi từ chối nó. Người mua cổ phiếu đủ thông minh ít nhất có khả năng tự nhủ bản thân, đầu tiên mình đang yêu thích giá trị kinh doanh gì, thứ hai mình thực sự sẽ nhận được gì cho số tiền bỏ ra từ góc độ nguồn lực hữu hình.

Có những căn cứ nhất định ủng hộ việc mua chứng khoán với giá thấp hơn giá trị tài sản rất nhiều và không ủng hộ việc mua chứng khoán ở mức giá cao hơn giá trị đó. (Giả định rằng trong trường hợp thông thường, con số sổ sách có thể được chấp nhận như chỉ báo cơ bản cho lượng tiền mặt

thực đầu tư vào doanh nghiệp). Một doanh nghiệp có thể được bán ở giá cao hơn giá trị sổ sách, vì nó có tỷ lệ lợi nhuận cao trên vốn đầu tư; khoản lợi nhuận cao hơn này thu hút đối thủ cạnh tranh, nên không nhiều khả năng tồn tại vĩnh viễn. Thực tế ngược lại diễn ra trong trường hợp doanh nghiệp bán ở giá chiết khấu lớn, vì thu nhập thấp bất thường. Việc thiếu vắng các đối thủ cạnh tranh mới, các đối thủ cũ rút lui ra khỏi ngành và những nguồn lực kinh tế tự nhiên khác, cuối cùng cũng có xu hướng cải thiện tình hình và khôi phục lại tỷ lệ lợi nhuận thông thường trên khoản đầu tư.

Dù đây là một lý thuyết kinh tế có giá trị theo nghĩa rộng, chúng tôi vẫn nghi ngờ khả năng có thể áp dụng nó chắc chắn và mau chóng để làm yếu tố điều chỉnh khi lựa chọn cổ phiếu phổ thông. Có thể chỉ ra rằng, dưới những điều kiện hiện đại, “tài sản vô hình” như lợi thế thương mại hay cơ cấu tổ chức hiệu quả, cũng chẳng thực tế tí nào từ góc nhìn tiền bạc khi so sánh với các tòa nhà hay máy móc.<sup>1</sup> Thu nhập dựa trên các tài sản vô hình có thể ít chịu tổn thương hơn do yếu tố cạnh tranh, so với các thu nhập đến từ đầu tư tiền mặt vào các cơ sở vật chất năng suất cao. Với các điều kiện thuận lợi, doanh nghiệp với vốn đầu tư tương đối nhỏ có nhiều khả năng tăng trưởng nhanh hơn. Thông thường, nó có thể mở rộng doanh thu hoặc lợi nhuận ở chi phí rất nhỏ, phát triển nhanh và sinh lợi cao hơn so với doanh nghiệp cần số tiền đầu tư nhà máy lớn.

Do đó, chúng tôi nghĩ rằng không thể để ra bất kỳ nguyên tắc đúng đắn nào về chủ đề quan hệ giữa giá trị sổ sách với thị giá, ngoại trừ khuyến nghị chắc chắn rằng, người mua nên biết bản thân đang làm gì và tự tin mình đang hành động hợp lý.

1. Định giá tài sản vô hình theo phán quyết của tòa (trong trường hợp doanh nghiệp phi cổ phần) vẫn tuân theo cách nhìn cũ, rằng các tài sản vô hình ít “thực” hơn tài sản hữu hình, do đó doanh nghiệp cần có những khoản thu nhập lớn. Khác biệt giữa cơ sở định giá của thị trường cổ phiếu với cơ sở định giá của doanh nhân và tòa án, như áp dụng trong doanh nghiệp tư nhân, là dữ liệu tuyệt vời để thực hiện nghiên cứu phản biện.

Để tham khảo nghiên cứu định lượng dẫn đến kết luận rằng “lợi thế thương mại” nhìn chung có tính sinh lợi cao hơn tài sản hữu hình, hãy xem Lawrence N. Bloomberg, *The Investment Value of Goodwill* (tạm dịch: Giá trị Đầu tư của Lợi thế Thương mại), Baltimore, 1938.

## *Chương 34*

# **TẦM QUAN TRỌNG CỦA GIÁ TRỊ TÀI SẢN NGẮN HẠN**

---

---

**G**iá trị tài sản ngắn hạn của cổ phiếu phổ thông nhiều khả năng quan trọng hơn con số giá trị sổ sách, bao gồm tài sản cố định. Phần thảo luận của chúng tôi sẽ phát triển các kết luận sau:

1. Giá trị tài sản ngắn hạn nhìn chung là chỉ số gần đúng cho *giá trị thanh lý*.
2. Nhiều cổ phiếu phổ thông được bán thấp hơn giá trị tài sản hiện tại, do đó nên bán dưới mức giá có thể thu về từ hoạt động thanh lý.
3. Hiện tượng rất nhiều cổ phiếu liên tục được bán dưới giá trị thanh lý cơ bản là phi lý. Điều đó có nghĩa là đã có một sai lầm nghiêm trọng: (a) trong định giá của thị trường cổ phiếu, hoặc (b) trong chính sách của ban giám đốc doanh nghiệp, hoặc (c) trong thái độ của cổ đông với tài sản của doanh nghiệp.

**Giá trị thanh lý.** Khi nói về giá trị thanh lý của doanh nghiệp, chúng tôi muốn nói đến số tiền mà người chủ sở hữu nhận được nếu muốn ngừng hoạt động kinh doanh. Người chủ có thể bán tất cả hay một phần doanh nghiệp cho ai đó, trên cơ sở doanh nghiệp vẫn đang hoạt động. Hoặc không, người này có thể chuyển các loại tài sản khác nhau thành tiền mặt

một cách từ từ, để có thể thu lại khoản tiền mặt tốt nhất từ các tài sản. Các hoạt động thanh lý như vậy xuất hiện mỗi ngày ở doanh nghiệp tư nhân. Tuy nhiên, chúng hiếm khi xảy ra trong các doanh nghiệp sở hữu đại chúng. Đúng là doanh nghiệp này thường bán lại cho doanh nghiệp khác ở giá cao hơn nhiều giá trị thanh lý. Đôi khi các trường hợp vỡ nợ cũng dẫn đến việc bán dần tài sản; nhưng việc tự nguyện rút ra khỏi hoạt động kinh doanh không sinh lãi, đi kèm với việc cẩn thận thanh lý tài sản, thường xảy ra trong doanh nghiệp tư nhân hơn so với doanh nghiệp cổ phần. Khác biệt này có nguyên nhân và ý nghĩa như trình bày ở phần sau.

**Giá trị hiện thực hóa tài sản thay đổi theo đặc tính tài sản.** Bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp không truyền tải chính xác thông tin về giá trị thanh lý tài sản, nhưng nó cung cấp các dấu mối hay gợi ý có thể hữu ích. Nguyên tắc đầu tiên trong tính toán giá trị thanh lý: các tài sản nợ là thực, nhưng giá trị tài sản phải đặt trong vòng nghi vấn. Điều này đồng nghĩa, tất cả tài sản nợ trong sổ sách phải được trừ đi ở giá trị mệnh giá. Tuy nhiên, giá trị gắn liền với tài sản sẽ thay đổi theo đặc tính của tài sản. Bảng sau đây thể hiện khá rõ tính tương đối của nhiều loại tài sản khác nhau khi thanh lý.

Loại tài sản	% giá trị thanh lý với giá trị sổ sách	
	Phạm vi thường	Con số trung bình thô
Tài sản ngắn hạn:		
Tài sản tiền mặt (bao gồm chứng khoán ở thị giá)	100	100
Khoản phải thu (trừ đi dự phòng thông thường)*	75–90	80
Hàng tồn kho (ở giá thấp hơn giá mua hay giá thị trường)	50–75	66%
Tài sản cố định và tài sản khác:  (Bất động sản, công trình xây dựng, máy móc, trang thiết bị, các khoản đầu tư không khả bán tài sản vô hình...)	1–50	15 (~)

\* Lưu ý: Các hợp đồng trả góp bán lẻ phải được định giá ở tỷ lệ thấp hơn khi thanh lý. Phạm vi khoảng 30% đến 60%. Trung bình khoảng 50%.

*Tính toán minh họa.* Tính toán giá trị thanh lý gần đúng minh họa trong trường hợp cụ thể như sau:

Ví dụ: White Motor Company. (Xem trang bên.)

*Mục tiêu của tính toán này.* Cần nhớ rằng, mục tiêu không phải xác định chính xác giá trị thanh lý của White Motor, mà đơn thuần để hình thành ý niệm thô về giá trị thanh lý này, nhằm *quyết định liệu cổ phiếu có được bán ở giá thấp hơn giá trị mà cổ đồng có thể nhận được khi thanh lý doanh nghiệp hay không*. Câu hỏi được trả lời rất rõ ràng ở dạng khẳng định. Khi dự phòng đầy đủ cho các rủi ro khả dĩ, chắc chắn (vào năm 1931) White Motor sẽ được thanh lý ở con số 8 đô-la/cổ phiếu hay 5.200.000 đô-la cho tổng giá trị công ty. Thực tế đáng chú ý là, chỉ riêng tiền mặt của doanh nghiệp cũng cao hơn con số này, sau khi trừ đi tất cả tài sản nợ, hoàn toàn sát với lập luận ở đây.

*Giá trị tài sản ngắn hạn – một thước đo thô cho giá trị thanh lý.* Giá trị thanh lý ước chừng trong trường hợp của White Motor có phần thấp hơn khi tính hàng tồn kho, có phần cao hơn khi tính các tài sản cố định và tài sản khác so với con số có thể được áp dụng trong những ví dụ khác. Chúng tôi dự trù cho thực tế rằng, hàng tồn kho đầu máy kéo nhiều không dễ bán so với mặt bằng chung. Mặt khác, vài tài sản dài hạn, đặc biệt là khoản đầu tư vào White Motor Securities Corporation, nhiều khả năng có giá trị sổ sách lớn hơn so với những tài sản thông thường.

**WHITE MOTOR COMPANY**

Vốn hóa: 650.000 cổ phiếu phổ thông

Giá tháng 12 năm 1931: 8 đô-la/cổ phiếu

Tổng giá trị thị trường của doanh nghiệp: 5.200.000 đô-la.

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN,**  
**NGÀY 31 THÁNG 12 NĂM 1931 (ĐƠN VỊ 1.000)**

<b>Hạng mục</b>		<b>Giá trị thanh lý ước tính</b>	
		<b>% giá trị sổ sách</b>	<b>Số tiền</b>
Tiền mặt (đô-la)	4.057	100	
Trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ và thành phố New York	4.573		8.600
Khoản phải thu (trừ dự phòng)	5.611	80	4.500
Hàng tồn kho (ở giá thấp hơn giá mua hay thị giá)	9.219	50	4.600
Tổng tài sản có ngắn hạn	23.460		17.700
Trữ tài sản nợ ngắn hạn	1.353		1.400
Tài sản ngắn hạn ròng	22.107		16.300
Tài khoản nhà máy	16.036		
Trữ khấu hao	7.491		
Tài khoản nhà máy ròng	\$ 8.545	20	4.000
Đầu tư vào công ty con	4.996		
Chi phí hoãn lại	388		
Lợi thế thương mại	5.389		
Tổng tài sản ròng cho cổ phiếu phổ thông	41.425		20.300
Giá trị thanh lý ước tính trên cổ phiếu		31	
Giá trị sổ sách trên cổ phiếu		55	
Giá trị tài sản ngắn hạn trên cổ phiếu		34	
Giá trị tài sản tiền mặt trên cổ phiếu		11	
Thị giá trên cổ phiếu		8	

Giá trị thanh lý ước tính của White Motor (khoảng 31 đô-la/cổ phiếu) không quá khác xa so với giá trị tài sản ngắn hạn (34 đô-la/cổ phiếu). Trong trường hợp cụ thể, có thể nói rằng tài sản dài hạn nhiều

khả năng đủ để bù đắp cho những mất mát giá trị trong quá trình thanh lý tài sản ngắn hạn. Do đó, điều này đúng với luận điểm đầu tiên của chúng tôi. Nghĩa là giá trị tài sản ngắn hạn là thước đo gần đúng cho giá trị thanh lý.

**Sự phổ biến của cổ phiếu bán dưới giá thanh lý.** Cách nhìn thứ hai của chúng tôi là, vài năm trước đã xuất hiện số lượng lớn cổ phiếu được bán trên thị trường ở giá rất thấp so với giá trị thanh lý. Theo lẽ tự nhiên, những trường hợp như vậy xuất hiện nhiều nhất trong thời gian khủng hoảng. Nhưng thậm chí trong thị trường bò năm 1926-1929, cũng không hiếm các trường hợp loại này. Cân lưu ý rằng, ví dụ đáng kinh ngạc về Otis Company trình bày trong chương trước, xuất hiện vào tháng 6 năm 1929 đúng thời điểm bùng nổ đỉnh cao của thị trường. Bên cạnh đó còn có hiện tượng của Pepperell và White Motor xảy ra trong giai đoạn sụp đổ năm 1931-1933.

Phần lớn chứng khoán được bán dưới giá trị thanh lý là đặc tính khác biệt nhất của thị trường cổ phiếu trong các giai đoạn 3 năm này. Tính toán của chúng tôi chỉ ra rằng, hơn 40% các công ty công nghiệp niêm yết trên sàn NYSE trong khoảng thời gian 1932 được định giá thấp hơn giá trị tài sản ròng ngắn hạn. Có một con số đáng kể doanh nghiệp thực sự được bán thấp hơn giá trị tài sản tiền mặt, như trường hợp của White Motor. Khi nhìn lại sẽ thấy, đây là một hiện tượng đặc biệt. Một doanh nghiệp Hoa Kỳ điển hình rõ ràng có giá trị cao hơn khi ngừng hoạt động, so với khi vẫn còn “sống”. Người chủ của những doanh nghiệp lớn này có thể nhận được nhiều lợi ích hơn khi đóng cửa doanh nghiệp, so với khi bán doanh nghiệp vẫn còn đang hoạt động.

Trong giai đoạn suy thoái năm 1937-1938, tình huống này lặp lại ở phạm vi nhỏ hơn. Dữ liệu sẵn có cho thấy, 20,5% công ty công nghiệp niêm yết trên sàn NYSE đầu năm 1938 được bán ở mức thấp hơn giá trị tài sản ngắn hạn ròng. (Cuối năm 1938, khi mức giá chung của thị trường bỗng nhiên thấp bất thường, có tổng cộng 54 trong số 648 công ty công nghiệp theo nghiên cứu được bán thấp hơn giá trị tài sản ngắn hạn ròng.)

Các sai biệt lớn giữa thị giá và giá trị tài sản ngắn hạn là hiện tượng diễn ra gần đây. Trong giai đoạn khủng hoảng nghiêm trọng năm 1921, số lượng cổ phiếu công ty công nghiệp thuộc nhóm này khá nhỏ. Rõ ràng hiện tượng của năm 1932 (và năm 1938) là phát triển trực tiếp của học thuyết thế hệ mới – học thuyết chỉ coi trọng việc kiểm tra tài khoản thu nhập và hoàn toàn bỏ qua bảng cân đối kế toán. Kết quả là, một doanh nghiệp không có thu nhập hiện tại được xem là không có nhiều giá trị, nó nhiều khả năng được bán ở mức giá trị nhỏ so với nguồn lực có thể hiện thực hóa. Hầu hết người bán không nhận ra rằng, họ đang bán rẻ cổ phần của mình so với giá trị bán thanh lý. Tuy nhiên, nhiều người biết thực tế này có thể nghĩ rằng giá trị thanh lý không quan trọng trong thực tế, vì doanh nghiệp không có ý định thanh lý.

**Tầm quan trọng logic của hiện tượng “Giá trị dưới thanh lý”.** Thực tế trên mang chúng ta đến với cách nhìn thứ ba: tầm quan trọng logic của hiện tượng “giá trị dưới thanh lý” từ góc nhìn thị trường, ban giám đốc và cổ đông. Toàn bộ vấn đề có thể tóm tắt lại bằng nguyên tắc cơ bản sau:

*Khi cổ phiếu phổ thông liên tục được bán dưới giá trị thanh lý, có nghĩa là giá đang quá thấp hoặc doanh nghiệp đó nên được thanh lý.*

Nguyên tắc này dẫn đến hai hệ quả:

*Hệ quả I.* Giá bán như vậy buộc cổ đông đặt câu hỏi, liệu có nên tiếp tục kinh doanh hay không.

*Hệ quả II.* Giá bán như vậy buộc ban giám đốc đưa ra mọi động thái cần thiết để điều chỉnh tính bất cân xứng giữa thị giá và giá trị nội tại, bao gồm cân nhắc lại chính sách của doanh nghiệp, thẳng thắn đưa ra những lý do để hỗ trợ cho quyết định tiếp tục kinh doanh trước các cổ đông.

Chân lý của nguyên tắc trên quá rõ ràng. Không có bất cứ lý do kinh tế lành mạnh nào khiến cổ phiếu liên tục được bán dưới giá trị thanh lý. Nếu doanh nghiệp không có giá trị tiếp tục vận hành cao hơn giá trị thanh lý, nó nên được thanh lý. Nếu giá trị vận hành của nó cao hơn, thị giá cổ phiếu phải được bán cao hơn giá trị thanh lý. Do đó, ở cả hai tiền đề, thị giá dưới giá trị thanh lý đều không đúng.

*Hai ứng dụng cho nguyên tắc nói trên.* Nguyên tắc này có hai ứng dụng. Cổ phiếu bán dưới giá trị thanh lý trong nhiều trường hợp quá rẻ và thường là lựa chọn hấp dẫn để mua. Chúng ta theo đó có mảnh đất màu mỡ cho kỹ thuật phân tích chứng khoán. Nhưng trong nhiều trường hợp, việc chứng khoán bán dưới giá trị thanh lý là dấu hiệu cho thấy doanh nghiệp đang theo đuổi những chính sách sai lầm, ban giám đốc nên thực hiện những động thái điều chỉnh, nếu họ không tự nguyện thì cổ đông cần gây áp lực. Hãy cân nhắc hai khả năng này theo thứ tự vừa nêu.

### TÍNH HẤP DẪN CỦA NHỮNG CHỨNG KHOÁN NHƯ VẬY

Cổ phiếu phổ thông thuộc nhóm này thực tế luôn sở hữu xu hướng thu nhập không thỏa đáng. Nếu lợi nhuận tăng trưởng đều đặn, chắc chắn cổ phiếu sẽ không bị bán ở giá quá thấp. Lý luận phản đối việc mua những chứng khoán này nằm ở khả năng thu nhập sẽ sụt giảm, hoặc doanh nghiệp tiếp tục thua lỗ, các nguồn lực sẽ bị phung phí và giá trị nội tại cuối cùng sẽ thấp hơn giá mua. Thực tế này đã xảy ra với nhiều trường hợp đơn lẻ. Tuy nhiên, có nhiều diễn biến tiềm năng dẫn đến mức giá thị trường được xác lập cao hơn. Những diễn biến này bao gồm:

1. Sức mạnh thu nhập sẽ tương xứng với tài sản doanh nghiệp. Điều này có thể đến từ:
  - a. Cải thiện chung trong điều kiện ngành.
  - b. Thay đổi thuận lợi trong chính sách vận hành doanh nghiệp, có hoặc không đi kèm với việc thay đổi ban giám đốc. Những thay đổi này bao gồm phương pháp hiệu quả hơn, sản phẩm mới, từ bỏ mảng kinh doanh không sinh lãi...
2. Một thương vụ bán hay sáp nhập với doanh nghiệp nào đó có thể tận dụng nguồn lực tốt hơn, do đó có thể chi trả giá trị thanh lý cho các tài sản.
3. Thanh lý toàn bộ hay một phần.

**Ví dụ về hệ quả của những diễn tiến thuận lợi trên các chứng khoán như vậy.** *Cải thiện chung trong điều kiện ngành.* Các ví dụ trước đó và những ví dụ khác sẽ minh họa cách thức hoạt động của nhiều diễn tiến thuận lợi khác nhau. Trong trường hợp Pepperell, mức giá thấp  $17\frac{1}{2}$  trùng với khoản thua lỗ lớn vào thời điểm kết thúc năm, ngày 30 tháng 6 năm 1932. Trong năm sau đó, các điều kiện của ngành dệt được cải thiện; Pepperell thu nhập 9 đô-la/cổ phiếu và chi trả cổ tức trở lại; kết quả là giá của cổ phiếu tăng lên 100 đô-la vào tháng 1 năm 1934 và  $149\frac{3}{4}$  vào năm 1936.

**Các thay đổi trong chính sách hoạt động.** Hamilton Woolen Company là trường hợp cá biệt trong ngành dệt. Nhiều năm trước 1928, doanh nghiệp này thua lỗ nặng với những khoản lỗ 20 đô-la/cổ phiếu trong năm 1926 và 12 đô-la năm 1927. Cuối năm 1927, cổ phiếu phổ thông được bán ở mức 13 đô-la, dù doanh nghiệp có giá trị tài sản ngắn hạn rộng 38,5 đô-la/cổ phiếu vào thời gian đó. Năm 1928 và 1929, doanh nghiệp thay đổi ban giám đốc và chính sách quản lý, những dòng sản phẩm mới và phương pháp bán hàng trực tiếp mới được áp dụng, các công đoạn sản xuất được tái tổ chức. Các động thái này làm cải thiện đáng kể, thu nhập đạt mức trung bình 5,5 đô-la/cổ phiếu 4 năm sau đó và trong vòng một năm, cổ phiếu tăng giá lên khoảng 40 đô-la.

**Bán hay sáp nhập.** White Motor là ví dụ điển hình của thương vụ bán hay sáp nhập. (Tuy nhiên, các diễn tiến sau đó khá bất thường.) Thua lỗ của White Motor năm 1930-1932 buộc ban giám đốc phải tìm kiếm hướng đi mới. Studebaker Corporation tin rằng nó có thể bắt tay với White để đôi bên cùng hưởng lợi, doanh nghiệp này bị thu hút mạnh bởi khoản tiền mặt lớn của White. Do đó, vào tháng 9 năm 1932, Studebaker chào mua tất cả cổ phiếu của White Motor, chi trả cho mỗi cổ phiếu con số sau đây:

5 đô-la bằng tiền mặt

25 đô-la bằng phiếu khoán 6% của Studebaker Corporation.

Mỗi cổ phiếu phổ thông của Studebaker được bán ở giá khoảng 10 đô-la.

Chúng ta sẽ thấy rằng những điều khoản mua này không dựa trên thị giá gần đây của White – dưới 7 đô-la/cổ phiếu, mà chủ yếu dựa trên giá trị tài sản ngắn hạn. Cổ phiếu White Motor nhanh chóng tăng từ 27, sau đó được bán ở mức tương đương  $31\frac{1}{2}$ .<sup>1</sup>

Một ví dụ thú vị tương tự nhưng gần đây hơn là Standard Oil Company of Nebraska. Chi tiết như sau:

Đầu năm 1939, cổ phiếu được bán khoảng 6 đô-la, đại diện cho tổng giá trị khoảng 1.000.000 đô-la cho 161.000 cổ phiếu, toàn bộ vốn hóa của doanh nghiệp. Ngày 31 tháng 12 năm 1938, bảng cân đối kế toán được tổng kết trong bảng dưới đây.

Tài sản có (đô-la)	Tài sản nợ (đô-la)
Tài sản cố định và tài sản khác (ròng)	2.794.000
Tài sản tiền mặt	1.155.000
Tài sản ngắn hạn khác	961.000
	4.910.000
	4.910.000
Tài sản tiền mặt (ròng) trên cổ phiếu	6,07
Tài sản ngắn hạn ròng trên cổ phiếu	12,05
Tài sản hữu hình ròng trên cổ phiếu	29,33

Công ty này tham gia hoạt động phân phối dầu hỏa ở Nebraska. Nó có doanh thu khoảng 5.000.000 đô-la nhưng không có lợi nhuận đáng kể. Trong giai đoạn 1935-1938, thu nhập theo báo cáo trước khai hao trung bình là 0,69 đô-la/cổ phiếu; sau “khai hao hao tổn” vẫn còn khoản

---

1. Diễn biến đặc biệt của giao dịch này là Studebaker Corporation được quyền quản lý vào tháng 4 năm 1933, nguyên nhân có vẻ là do cổ đông thiểu số của White Motor phản đối vụ sáp nhập hai doanh nghiệp. Nhưng phát triển này không liên quan đến điểm chúng tôi thảo luận ở đây, chúng tôi đang tập trung vào thực tế rằng, thương vụ bán lại hay sáp nhập nên nhìn nhận đầy đủ giá trị thanh lý, dù thị giá hiện tại có thể thấp hơn rất nhiều.

lợi nhuận trung bình 0,39 đô-la/cổ phiếu; và sau khi tính toán khấu hao doanh nghiệp trung bình lỗ khoảng 0,39 đô-la/cổ phiếu.

Ở đây, doanh nghiệp rõ ràng được bán ở giá thấp hơn giá trị thanh lý, vì lịch sử thu nhập không thỏa đáng của nó. Tuy nhiên, có lý do thuyết phục để tin rằng doanh nghiệp thực sự có giá trị cao hơn giá thanh lý, những trạm xăng và hệ thống bán lẻ rộng khắp của Standard Oil Company of Nebraska đủ hấp dẫn để một số doanh nghiệp lọc dầu lớn cân nhắc mua lại.

Tháng 4 năm 1939, các cổ đông tư nhân chào mua 12 đô-la/cổ phiếu cho 66% cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp. Giá chào bán này không được chấp nhận bởi đa số cổ đông, nhưng sau đó Standard Oil Company of Indiana, đơn vị cung cấp xăng cho Standard Oil Company of Nebraska, ngay lập tức chào 17,5 đô-la/cổ phiếu, vì doanh nghiệp này không muốn hệ thống bán lẻ quan trọng này rơi vào tay đối thủ khác. Thương vụ nhanh chóng được thông qua; theo đó cổ phiếu của Standard Oil Company of Nebraska tăng gấp 3 lần trong vòng 4 tháng trong khi thị trường chung đang suy giảm.

*Thanh lý toàn bộ.* Mohawk Mining Company là ví dụ tuyệt vời minh họa cho khoản lợi nhuận tiền mặt tương đương với mức tăng mạnh giá trị thị trường, sau khi thanh lý doanh nghiệp.

Tháng 12 năm 1931, cổ phiếu được bán ở giá 11 đô-la, đại diện cho tổng giá trị khoảng 1.230.000 đô-la của 112.000 cổ phiếu đang lưu hành. Bảng cân đối kế toán vào cuối năm 1931 thể hiện sau đây:

Tiền mặt và chứng khoán khả bán ở thị giá.....	1.381.000 đô-la
Khoản phải thu.....	9.000
Đồng ở mức giá thị trường, khoảng .....	1.800.000
Hàng lưu kho.....	71.000
	3.261.000 đô-la
Trù tài sản nợ .....	68.000
Tài sản ngắn hạn ròng .....	3.193.000
Tài sản cố định, trừ khấu hao và cạn kiệt.....	2.460.000

Tài sản khác.....	168.000
Tổng tài sản sẵn có cho cổ phiếu phổ thông.....	5.821.000
Giá trị sổ sách trên cổ phiếu* .....	52 đô-la
Giá trị tài sản ngắn hạn trên cổ phiếu* .....	28,5
Giá trị tài sản tiền mặt trên cổ phiếu* .....	11,75
Thị giá trên cổ phiếu .....	11

\* Sau khi trừ các chứng khoán và đồng tồn kho theo giá thị trường.

Không lâu sau, ban giám đốc quyết định thanh lý tài sản. Trong giai đoạn 1932-1934, những khoản cổ tức thông thường và cổ tức đến từ thanh lý được chi trả, với tổng 28,5 đô-la/cổ phiếu. Cần lưu ý rằng, con số thực nhận được từ thanh lý giống với giá trị tài sản ngắn hạn trước khi bắt đầu thanh lý; nó bằng khoảng  $2\frac{1}{2}$  lần giá thị trường hiện hữu vào thời điểm đó.

*Thanh lý một phần.* Northern Pipe Line Company và Otis Company như đã thảo luận, là những ví dụ tăng giá nhờ hoạt động thanh lý một phần. Hai doanh nghiệp này có số liệu thể hiện trong bảng dưới đây.

Tháng 9 năm 1929, Otis Company trả cổ tức đặc biệt 4 đô-la/cổ phiếu. Năm 1930, nó trả cổ tức từ khoản thanh lý một phần 20 đô-la, theo đó giảm mệnh giá từ 100 đô-la xuống còn 80 đô-la. Tháng 4 năm 1931, cổ phiếu được bán ở giá 45 đô-la và tháng 4 năm 1932 ở giá 41 đô-la. Các mức giá này cao hơn hồi tháng 6 năm 1929, bất chấp khoản phân phối cổ tức 24 đô-la/cổ phiếu giữa hai giai đoạn và bất chấp thực tế rằng, mức giá chung của thị trường đã thay đổi từ lạm phát giá quá mức sang giảm giá quá mức. Sau đó, doanh nghiệp đóng cửa hoàn toàn và trả cho cổ đông 74 đô-la/cổ phiếu khi thanh lý, khiến tổng khoản tiền nhận được là 102 đô-la/cổ phiếu vào tháng 6 năm 1929 (bao gồm những khoản cổ tức khác trong giai đoạn 1929-1934 có tổng là 4 đô-la/cổ phiếu).

Hạng mục	Northern Pipe Line	Otis Company
Ngày	1926	Tháng 6 năm 1929
Thị giá (đô-la)	64	35
Giá trị tài sản tiền mặt trên cổ phiếu	79	$23\frac{1}{2}$
Giá trị tài sản ngắn hạn trên cổ phiếu	82	101
Giá trị sổ sách trên cổ phiếu	116	191

Northern Pipe Line Company phân phối khoản lợi nhuận trên vốn là 50 đô-la/cổ phiếu cho cổ đông vào năm 1928, sau khi thanh lý một phần. Diễn biến này khiến thị giá tăng xấp xỉ gấp đôi giữa năm 1926 và 1928. Sau đó, khoản phân phối thứ hai khoảng 20 đô-la/cổ phiếu được thực hiện, để cổ đông nhận nhiều tiền mặt hơn so với thời điểm thị giá thấp vào năm 1925 và 1926, họ cũng giữ được đầy đủ quyền sở hữu trong kinh doanh đường ống. Các khoản phân phối hào phóng tương tự được thực hiện bởi hầu hết các doanh nghiệp đường ống thuộc tập đoàn Standard Oil.

**Cân phân biệt khi lựa chọn các chứng khoán như vậy.** Hiếm khi chúng ta nghĩ ngờ thực tế rằng các cổ phiếu phổ thông bị bán rất thấp dưới giá trị thanh lý, đại diện cho nhóm chứng khoán bị định giá thấp. Chúng mất giá nghiêm trọng hơn so với điều kiện thực tế. Điều này có nghĩa là, nhìn chung các cổ phiếu này mang lại những cơ hội sinh lời khi mua. Dù vậy, nhà phân tích chứng khoán nên phân biệt các cổ phiếu trong nhóm này càng kỹ lưỡng càng tốt. Người này nên nghiêng về hướng các cổ phiếu có viễn cảnh thuận lợi trong tương lai gần, hoặc nghiêng về những cổ phiếu có số liệu hấp dẫn khác bên cạnh vị thế tài sản thanh khoản, ví dụ như thu nhập và cổ tức thỏa đáng, hay sức mạnh thu nhập trung bình cao trong quá khứ. Nhà phân tích nên tránh các chứng khoán mà tài sản ngắn hạn đang bị giảm giá trị nhanh chóng và chưa có dấu hiệu ngừng lại.

*Ví dụ:* Điểm này sẽ được minh họa bằng so sánh sau về hai doanh nghiệp, cổ phiếu được bán rất thấp dưới giá trị thanh lý vào đầu năm 1933.

Hạng mục	Manhattan Shirt Company		Hupp Motor Car Corporation	
Giá, tháng 1 năm 1933 Tổng thị giá của công ty (đô-la)	6 1.476.000		2½ 3.323.000	
Bảng cân đối kế toán	30/11/1932	30/11/1929	31/12/1932	31/12/1929
Cổ phiếu ưu đãi ở mệnh giá (đô-la)		\$ 300.000		
Số cổ phiếu phổ thông	246.000	281.000	1.329.000	1.475.000
Tài sản tiền mặt (đô-la)	1.961.000	885.000	4.615.000	10.156.000
Khoản phải thu	771.000	2.621.000	226.000	1.246.000
Hàng tồn kho	1.289.000	4.330.000	2.115.000	8.481.000
Tổng tài sản ngắn hạn (đô-la)	4.021.000	7.836.000	6.956.000	19.883.000
Tài sản ngắn hạn ròng	100.000	2.574.000	1.181.000	2.541.000
Các tài sản hữu hình khác (đô-la)	3.921.000 1.124.000	5.262.000 2.066.000	5.775.000 9.757.000	17.342.000 17.870.000
Tổng tài sản cho cổ phiếu phổ thông (và cổ phiếu ưu đãi) (đô-la)	5.045.000	7.328.000	15.532.000	35.212.000
Tài sản tiền mặt trên cổ phiếu	7.50	-	2.625	5.125
Tài sản ngắn hạn trên cổ phiếu	16.00	17,50	4.375	11,75

Cả hai doanh nghiệp đều cho thấy mối quan hệ thú vị giữa tài sản ngắn hạn và thị giá vào cuối năm 1932. Nhưng so sánh bảng cân đối kế toán 3 năm trước đó sẽ thấy, các chỉ báo của Manhattan Shirt thỏa đáng hơn so với Hupp Motors. Hupp Motors đã mất đi phân nửa tài sản tiền mặt và hơn 60% tài sản ngắn hạn ròng trong giai đoạn khủng hoảng. Mặt khác, giá trị tài sản ngắn hạn ròng của cổ phiếu phổ thông Manhattan Shirt chỉ giảm 10% trong những thời điểm khó khăn, hơn nữa, vị thế tài sản tiền mặt còn được cải thiện rất nhiều. Kết quả của Manhattan Shirt đến từ việc thanh lý các khoản phải thu và hàng tồn kho, nhờ đó chi trả hết khoản vay ngân hàng năm 1929 và cải thiện mạnh tiền mặt của doanh nghiệp.

Từ góc nhìn của các chỉ số quá khứ, theo đó, hai doanh nghiệp phải được đặt ở những nhóm khác nhau. Trong trường hợp của Hupp Motors, chúng ta phải tính đến khả năng phần chênh lệch còn lại giữa giá trị tài sản ngắn hạn trên cổ phiếu và thị giá cổ phiếu có thể nhanh chóng biến mất. Trường hợp Manhattan Shirt không phải vậy, và thực tế, việc doanh nghiệp này cũng cố thành công vị thế tiền mặt trong giai đoạn khủng hoảng phải được đánh giá cao. Chúng ta sẽ trở lại chủ đề so sánh bảng cân đối kế toán trong một thời đoạn để xác định diễn tiến thực tế của doanh nghiệp ở phần sau cuốn sách. Trước đó, cần phải chú ý đến lịch sử thu nhập của hai doanh nghiệp đầu năm 1939, được so sánh ngắn gọn dưới đây.

Hạng mục	Ely & Walker Dry Goods Co.		Pacific Mills	
Giá, tháng 1 năm 1939 (đô-la)	17		14	
Trên cổ phiếu:	31/12/1932	31/12/1938	31/12/1932	31/12/1938
Tài sản ngắn hạn ròng	30,00	39,50	26,95	24,50
Tài sản hữu hình ròng	37,73	46,42	90,85	79,50
Thu nhập trung bình, 1933-1938		1,82		2,41(d)
Cổ tức trung bình, 1933-1938		1,25		0,50

Các khoản thua lỗ của Pacific Mills không ảnh hưởng nhiều đến vị thế bảng cân đối kế toán, vì chúng chủ yếu đến từ các khoản dự phòng khă hao. Trừ khi có lý do đặc biệt để kỳ vọng kết quả kinh doanh đảo chiều, nhà phân tích hiển nhiên phải ưu tiên Ely & Walker khi mua cổ phiếu để đầu tư.

**Các món hời loại này.** Các cổ phiếu phổ thông (1) bán dưới giá trị tài sản thanh khoản cao, (2) không đứng trước rủi ro bị phá hủy giá trị, (3) từng có sức mạnh thu nhập lớn trên thị giá, có thể là món hời đầu tư. Chúng rõ ràng có giá trị cao hơn nhiều so với giá bán, do đó nhiều khả năng sẽ sớm phản ánh lên thị giá. Ở mức giá thấp, những cổ phiếu giá hời này thực sự có biên độ an toàn cao, nghĩa là có rủi ro mất tiền vốn thấp.

Tuy nhiên, để đầu tư vào những chứng khoán giá hời như vậy cần phải cân nhắc đến các điều kiện tổng quát của thị trường ở thời điểm mua. Lạ lùng thay, loại cổ phiếu này mang lại kết quả đầu tư tốt nhất khi giá thị

trường đang ở mức không quá cao hay quá thấp. Việc mua “cổ phiếu giá rẻ” khi mức giá thị trường nhìn chung bị thổi phồng trong giai đoạn 1929 hay đầu 1937 sẽ không mang lại kết quả tốt, vì thị trường sụt giảm sẽ tác động nghiêm trọng lên các chứng khoán mà thị trường bỏ rơi hoặc không đánh giá cao. Mặt khác, khi tất cả cổ phiếu đều rất rẻ như trong năm 1932, có đầy đủ lý do để mua các chứng khoán hàng đầu bị định giá thấp so với việc mua những cổ phiếu ít phổ thông hơn, dù chúng có thể được bán ở mức giá so sánh thậm chí còn thấp hơn.

*Cổ phiếu phổ thông đại diện cho toàn bộ doanh nghiệp không thể ít an toàn hơn trái phiếu chỉ có trái quyền trên một phần của doanh nghiệp đó.* Khi xem xét các chứng khoán ưu tiên cao, sẽ hữu ích nếu áp dụng phiên bản đảo nghịch để xuất ở phần đầu cuốn sách này. Chúng tôi đã chỉ ra rằng trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi không thể có giá cao hơn giá trị của bản thân nó trong trường hợp đại diện cho toàn bộ quyền sở hữu doanh nghiệp, ví dụ như cổ phiếu phổ thông không có trái quyền ưu tiên xếp trước. Phát biểu đảo nghịch cũng đúng. Cổ phiếu phổ thông không thể ít an toàn hơn trái phiếu, nghĩa là, thay vì đại diện cho quyền sở hữu toàn bộ doanh nghiệp, nó được trao cho một trái quyền cố định và giới hạn, cổ phiếu phổ thông mới được tạo ra để sở hữu những phần sở hữu còn sót lại. Ý tưởng này khá trừu tượng, có thể được giải thích rõ bằng cách so sánh một cổ phiếu phổ thông và một trái phiếu của các doanh nghiệp như vừa mô tả. Có hai doanh nghiệp trong lĩnh vực ủy thác đầu tư đặc biệt phù hợp để minh họa điểm này, vì chúng đều được sở hữu bởi các cổ đông ngân hàng và có ban giám đốc giống nhau.

Bảng của chúng tôi sẽ làm rõ, cổ phiếu Shawmut Association không thể ít an toàn hơn về mặt nội tại so với giấy nợ ưu tiên cao của Investment Trust ở giá 85 đô-la. Vì với cùng ban giám đốc, khoản đầu tư cổ phiếu được bảo đảm bằng 180% tài sản, trong khi trái phiếu chỉ được bảo đảm 122% (theo thị giá). Ngoài việc được bảo vệ tốt hơn, cổ phiếu của Association còn đại diện cho quyền sở hữu toàn bộ tài sản doanh nghiệp, trong khi quyền lợi của trái phiếu Investment Trust chỉ giới hạn trong tiền gốc của những người giữ chứng khoán ưu tiên thấp sở hữu vốn cổ phần. (Thực tế, vốn cổ

phần ưu tiên thấp này có thể tương đối lớn theo thị giá, thậm chí khi trái phiếu được bán ở mức chiết khấu sâu đáng kể).

Tính tới tháng 12 năm 1939	Shawmut Association	Shawmut Bank Investment Trust
Trái phiếu	Không có	3.040.000 đô-la giấy nợ ưu tiên cao 4½% và 5% giá 85 (trung bình) = 2.585.000 (đô-la) 950.000 đô-la giấy nợ ưu tiên thấp 6% giá 50 (est) = 480.000 (đô-la) 75.000 cp. giá 3½ = 260.000
Cổ phiếu	390.000 cp. giá 10 ¼ \$4.000.000	
Tổng vốn hóa (đô-la)	4.000.000	3.325.000
Giá trị tài sản ròng (tháng 9/1939)	7.201.000	(Tháng 11/1939) 3.153.000
Hệ số: Trái phiếu ưu tiên cao ở thị giá trên tài sản ròng		82%
Hệ số: Tổng giá trị vốn hóa ở thị giá trên tài sản ròng	55%	107%
Thu nhập đầu tư 12 tháng*	(Đến 30/9) 198.000	(Đến 30/11) 114.000
Tỷ lệ thu nhập trên tổng giá trị vốn hóa ở thị giá	5,0	3,5

\* Không tính các khoản lỗ trên bán chứng khoán.

Rất khó để tranh luận rằng, cổ phiếu của Shawmut Association hấp dẫn hơn giấy nợ của Investment Trust ở các mức giá trên. Chắc chắn, những nhà đầu tư cho rằng trái phiếu “an toàn” hơn cổ phiếu của Association đã bị dẫn dụ bởi hình thái mà bỏ qua bản chất. Tuy nhiên, tác động của các hình thái đa dạng này lên kinh nghiệm và thái độ của nhà đầu tư vẫn còn nhiều ý nghĩa khác. Trái phiếu Investment Trust vẫn đảm bảo mức thu nhập liên tục, vì công ty sẽ phải trả lãi, nếu không sẽ vỡ nợ. Đó cũng chính là lý do khiến doanh nghiệp cố gắng trả hết số nợ này trước thời điểm đáo hạn năm 1942 và 1952. Chúng tôi thấy rằng doanh nghiệp này có lý do để mua lại

trái phiếu ở giá chiết khấu, vì chúng rốt cuộc sẽ được chi trả ở mệnh giá, và thực tế là  $\frac{1}{3}$  số trái phiếu đã được mua lại. Chính sách mua lại này đóng vai trò lớn trong việc duy trì thị giá và cải thiện vị thế của các trái phiếu còn lại.

Cổ phiếu của Shawmut Association không có bất kỳ đặc điểm nào như vậy. Chúng nhận được các khoản cổ tức liên tục từ 1929, trung bình 65 xu hay  $6\frac{1}{2}\%$  trên thị giá hiện tại. Nhưng tỷ lệ cổ tức luôn thay đổi, cổ đông bình thường sẽ cảm thấy đang được ban giám đốc ban ơn. (Thực tế này không hoàn toàn đúng, vì các điều khoản phạt trong Đạo luật Doanh thu luôn buộc các quỹ ủy thác đầu tư phải phân phối các khoản thu nhập rộng được hiện thực hóa). Thị giá cũng không được duy trì bằng động thái mua lại cổ phiếu của doanh nghiệp ở mức chiết khấu phù hợp so với giá trị thanh lý, vì thế nhà đầu tư chẳng thể trông mong ban giám đốc sẽ cứu mình khỏi nguy cơ phải hy sinh cổ phiếu ở mức thị giá dưới 50% giá trị nội tại.

Trong phiên bản năm 1934, chúng tôi đã minh họa điểm tương tự bằng cách nghiên cứu cổ phiếu của American Laundry Machinery ở giá 7 đô-la vào tháng 1 năm 1933, tương đương với tổng giá trị 4.300.000 đô-la cho toàn bộ công ty – khi so sánh với hơn 4.000.000 đô-la tiền mặt, 21.000.000 đô-la tài sản ngắn hạn rộng, 27.000.000 đô-la tài sản hữu hình rộng và thu nhập trung bình trong thời đoạn 10 năm hơn 3.000.000 đô-la (bao gồm khoản lỗ 1.000.000 đô-la năm 1932). Hai đoạn cuối của chương như sau:

Phố Wall chắc hẳn sẽ xem cổ phiếu của American Laundry Machinery là “không an toàn” ở mức giá 7 đô-la, nhưng chắc chắn sẽ chấp nhận 4.500.000 đô-la trái phiếu của doanh nghiệp này. “Lý luận” của Phố Wall là khoản lãi suất trái phiếu chắc chắn sẽ tiếp tục được chi trả, nhưng khoản cổ tức 40 xu được trả lúc đó thì thiếu cơ sở. Trong trường hợp trái phiếu, các giám đốc chẳng có lựa chọn nào ngoại trừ phải trả lãi suất. Trong trường hợp cổ phiếu, các giám đốc có thể chọn trả cổ tức hoặc không, tùy theo mức độ phù hợp, song nhiều khả năng sẽ không trả cổ tức. Ở đây, Phố Wall đã nhầm lẫn giữa việc tiếp tục nhận thu nhập tạm thời với câu hỏi căn bản về an toàn tiền vốn. Các món cổ tức chỉ trả cho cổ đông cổ phiếu phổ thông không khiến cổ phiếu này an toàn hơn. Ban giám đốc đơn thuần chỉ trả lại cho cổ đông một phần tài sản của chính họ; nếu

tiền được để trong quỹ doanh nghiệp, nó sẽ vẫn là tài sản của cổ đông. Do đó, sẽ là nguy biện khi giả định rằng nếu cổ đông có quyền thúc ép việc chi trả thu nhập, nghĩa là họ trở thành người giữ trái phiếu một phần hay toàn phần, thì vị thế của họ sẽ lành mạnh hơn. Cũng rất khờ khạo khi tuyên bố rằng cổ đông cổ phiếu sẽ tốt hơn, nếu từ bỏ hoàn toàn quyền sở hữu doanh nghiệp để đổi lại một trái quyền giới hạn cho cùng loại tài sản ở tỷ lệ lợi nhuận 5% hay 6% trên khoản đầu tư. Đây chính là điều công chúng sẽ thực hiện, khi sẵn sàng mua 4.500.000 đô-la trái phiếu của American Laundry Machinery, nhưng từ chối cổ phiếu phổ thông đang “không an toàn” được bán ở giá 7 đô-la của cùng công ty.

Phố Wall khăng khăng suy nghĩ theo cách phi lý trí và nó có lý do thực tế để làm vậy. Bằng cách này hay cách khác, việc sở hữu cổ phiếu phổ thông không mang lại cho công chúng quyền và cơ hội tương tự – nói ngắn gọn hơn là giá trị tương tự – như chủ doanh nghiệp tư nhân. Thực tế này mang chúng ta đến lập luận thứ hai về chủ đề cổ phiếu được bán dưới giá trị thanh lý.

## *Chương* 35

# **Ý NGHĨA CỦA GIÁ TRỊ THANH LÝ – QUAN HỆ GIỮA CỔ ĐÔNG VÀ BAN GIÁM ĐỐC**

---

---

Phố Wall tin rằng giá trị thanh lý ít quan trọng, vì một doanh nghiệp tiêu biểu sẽ không có ý định thanh lý. Cho đến thời điểm hiện tại, cách nhìn này hợp lý. Với cổ phiếu bán dưới giá thanh lý, cách nhìn của Phố Wall có thể được mở rộng như sau: “Dù cổ phiếu có thể thanh lý cao hơn thị giá, nó cũng không đáng để mua, vì (1) doanh nghiệp không thể sinh lợi thỏa đáng, và (2) nó sẽ không thanh lý.” Trong chương trước, chúng tôi đã chỉ ra rằng, giả định đầu tiên nhiều khả năng không đúng trong nhiều trường hợp, vì thu nhập trong quá khứ dù đáng thất vọng, song doanh nghiệp có thể lại có tỷ lệ lợi nhuận trên vốn hợp lý nhờ khả năng thay đổi bên ngoài hay nội bộ. Do đó, chúng tôi phải đặt câu hỏi: “Tại sao viễn cảnh của một doanh nghiệp cổ phần dù trông có tệ thế nào đi nữa, thì những người chủ cũng cho phép nó tồn tại cho đến khi các nguồn lực cạn kiệt?”

Đáp án cho câu hỏi này dẫn chúng ta đi đến một trong những hiện tượng kỳ lạ nhất trong giới tài chính Mỹ – quan hệ giữa cổ đông với doanh nghiệp mà họ sở hữu. Chủ đề này vượt ra khỏi phạm vi hạn hẹp của phân tích chứng khoán, nhưng ở đây chúng tôi sẽ thảo luận ngắn gọn về nó, vì tồn tại mối quan hệ đặc biệt giữa giá trị chứng khoán với những người thông minh và tinh táo sở hữu chúng. Lựa chọn cổ phiếu phổ thông chỉ là

một hành động đơn lẻ; sở hữu nó là cả quá trình tiếp diễn. Chắc chắn rằng, dù sắp trở thành cổ đông hay đang làm cổ đông đều đòi hỏi phải cẩn trọng và suy xét.

**Cổ đông thờ ơ và ngoan ngoãn.** Song trên thực tế, các cổ đông Mỹ điển hình giống như loài vật ngoan ngoãn và thờ ơ nhất dù bị giam cầm. Người này làm những gì hội đồng quản trị yêu cầu, hiếm khi suy nghĩ đến chuyện đòi quyền cá nhân trong vai trò người chủ sở hữu doanh nghiệp và người trả tiền thuê các giám đốc. Kết quả là quyền kiểm soát trong hầu hết doanh nghiệp lớn ở Mỹ không nằm trong tay những người sở hữu phần lớn cổ phiếu, mà bởi nhóm thiểu số “ban giám đốc”. Tình huống này được Berle và Means mô tả trong cuốn sách nổi tiếng *The Modern Corporation and Private Property* (tạm dịch: Doanh nghiệp Hiện đại và Tài sản Tư nhân). Trong Chương I của phần IV, các tác giả nói rằng:

Theo lệ, doanh nghiệp cổ phần được điều hành để phục vụ cho lợi ích của những người chủ – cổ đông, các khoản lợi nhuận phân phối cũng nên được chuyển cho những người chủ. Tuy nhiên, một nhóm kiểm soát giờ đây có quyền điều chuyển lợi nhuận vào túi riêng của mình. Không còn chắc rằng, một doanh nghiệp cổ phần thực sự được vận hành để phục vụ chủ yếu cho quyền lợi của cổ đông. Quyền sở hữu và quyền kiểm soát được phân biệt quá rõ ràng, cùng với việc quyền kiểm soát đang gia tăng, dấy lên câu hỏi liệu có nên sử dụng sức ép pháp luật và xã hội để bảo đảm các hoạt động doanh nghiệp sẽ phục vụ chính cho quyền lợi của những người chủ, hay sử dụng để phục vụ cho quyền lợi của các nhóm khác.

Một lần nữa, các tác giả nhắc lại quan điểm này trong chương kết luận như sau:

Tuy nhiên, tồn tại khả năng thứ ba. Bằng cách từ bỏ quyền kiểm soát và trách nhiệm trên các tài sản chủ động, những người chủ tài sản bị động đã từ bỏ quyền mà doanh nghiệp cổ phần nên được vận hành, để phục vụ cho lợi ích duy nhất của họ. Họ đã giải phóng cộng đồng khỏi nghĩa vụ phải bảo vệ họ ở mức độ đầy đủ nhất, theo học thuyết

quyền lợi tài sản chặt chẽ. Cùng lúc đó, bằng quyền lực quản lý doanh nghiệp đang gia tăng, các nhóm kiểm soát sẽ phá vỡ các giới hạn truyền thống vì lợi ích riêng của mình. Tuy vậy, việc loại bỏ quyền của người chủ tài sản thụ động không chắc đã hình thành những quyền lực mới phục vụ lợi ích riêng cho nhóm kiểm soát. Nhóm kiểm soát đã dọn đường cho quyền lợi của một nhóm khác rộng hơn nhiều so với nhóm chủ sở hữu hay kiểm soát. Họ đòi hỏi doanh nghiệp cổ phần hiện đại không chỉ phục vụ những người chủ hay nhóm kiểm soát, mà là toàn xã hội.

**Các quan điểm đúng nhưng có phần ngụy biện của cổ đông.** Những cổ đông tinh táo nếu có tồn tại, sẽ không đồng ý hoàn toàn với các kết luận của Berle và Means, rằng họ đã hoàn toàn “từ bỏ quyền mà doanh nghiệp cổ phần được vận hành để phục vụ cho lợi ích duy nhất của họ”. Rốt cuộc thì, cổ đông Hoa Kỳ đã từ bỏ quyền lợi không phải cố tình mà theo cách mặc định. Người này có thể tái khẳng định quyền kiểm soát vốn tồn tại trong quyền sở hữu. Cổ đông sẽ làm vậy nếu được thông tin và hướng dẫn đúng. Đặc điểm ngoan ngoãn và thờ ơ của cổ đông là kết quả của các quan điểm truyền thống thiếu lành mạnh, do thừa kế hoặc do lây truyền. Những quan điểm phổ biến bao gồm:

1. Ban giám đốc biết nhiều hơn về doanh nghiệp so với cổ đông, theo đó đánh giá của ban giám đốc về các chính sách sẽ được chấp nhận.
2. Ban giám đốc không có quyền lợi hay trách nhiệm với thị giá chứng khoán.
3. Nếu cổ đông không đồng ý với bất kỳ chính sách quan trọng nào của ban giám đốc, hành động phù hợp của người này là bán cổ phiếu.

**Sự thông thái và hiệu quả Ban Giám đốc không phải lúc nào cũng tồn tại.** Các phát biểu trên trông có vẻ hợp lý, nhưng thực tế chúng chỉ phản ánh phân nửa sự thật, không sai hoàn toàn thậm chí còn nguy hiểm hơn. Cổ đông đúng khi cho rằng, ban giám đốc ngồi ở vị trí tốt nhất để quyết định chính sách phù hợp cho doanh nghiệp. Nhưng điều đó không có nghĩa là ban giám đốc sẽ nhận ra hoặc lèo lái hướng đi có lợi nhất cho

các cổ đông. Họ có thể mắc sai lầm nghiêm trọng vì thiếu năng lực. Trong khi, cổ đông lúc nào cũng nghĩ rằng ban giám đốc là những người có năng lực. Tuy nhiên, nghệ thuật chọn lựa cổ phiếu đa phần dựa vào chọn doanh nghiệp được quản lý tốt và từ chối các doanh nghiệp còn lại. Vì vậy, vẫn tồn tại những doanh nghiệp được điều hành rất tồi. Liệu cổ đông có nên thoáng hơn với đòi hỏi ban giám đốc hiệu quả?

**Lợi ích của cổ đông và Ban Giám đốc mâu thuẫn với nhau ở vài điểm nhất định.** Lý do thứ hai không nên chấp nhận mọi quyết định của ban giám đốc là, ở một số điểm nhất định, quyền lợi của những người quản lý và cổ đông có thể mâu thuẫn. Những điểm này có thể gồm:

1. Thủ lao cho các giám đốc – bao gồm lương, thưởng, quyền chọn mua cổ phiếu.
2. Mở rộng kinh doanh – liên quan đến quyền nhận lương cao hơn, quyền lực và danh tiếng lớn hơn.
3. Chi trả cổ tức – liệu tiền kiếm được nên được ban giám đốc kiểm soát hay chuyển sang tay cổ đông?
4. Tiếp tục đầu tư vào công ty – liệu kinh doanh nên tiếp tục như trước đây, dù không sinh lợi, hay nên rút ra một phần vốn, hay nên đóng cửa doanh nghiệp?
5. Thông tin tới cổ đông – liệu những người kiểm soát có khả năng hưởng lợi từ các thông tin không được chuyển tải đến cổ đông không?

Trong tất cả câu hỏi này, quyết định của ban giám đốc gắn liền với quyền lợi, vì lý do đó, cổ đông phải giám sát kỹ lưỡng. Chúng tôi không ngụ ý rằng, ban giám đốc doanh nghiệp không đáng tin. Nguược lại, quản lý của các doanh nghiệp lớn là những người trung thực và có năng lực tốt hơn người bình thường. Nhưng điều này không có nghĩa là họ được toàn quyền hành động trong tất cả vấn đề ảnh hưởng đến quyền lợi cá nhân của mình. Một ông chủ tư nhân chỉ thuê những người có thể tin tưởng, nhưng người chủ này sẽ không cho phép những người làm thuê tự chọn mức lương, quyết định bao nhiêu vốn sẽ được đầu tư hay giữ lại.

**Các giám đốc có thể tư lợi.** Trong các doanh nghiệp sở hữu đại chúng, vấn đề này được xử lý bởi hội đồng quản trị, những người được cổ đông bầu ra và chịu trách nhiệm quản lý các giám đốc. Theo lý thuyết, hội đồng quản trị sẽ đại diện cho quyền lợi của cổ đông, khi cần sẽ ra mặt giải quyết các mâu thuẫn lợi ích với ban giám đốc. Song điều này không đúng trong thực tế. Tại nhiều doanh nghiệp, có không ít giám đốc được trả thù lao ngồi vào hội đồng quản trị. Các ủy viên quản trị không nằm trong nhóm quản lý thường có quan hệ rất gần gũi với các giám đốc điều hành. Có thể nói rằng, giám đốc chọn ủy viên hội đồng quản trị, chứ không phải ngược lại. Do đó, cổ đông cần đưa ra những đánh giá phản biện và độc lập, trong tất cả vấn đề mà lợi ích cá nhân của người quản lý có thể mâu thuẫn với quyền lợi cổ đông. Nói cách khác, không nên đưa ra phỏng đoán thông thường về kiến thức và năng lực đánh giá ưu việt của ban giám đốc, những chỉ trích với ý định tốt xứng đáng được các cổ đông xem xét cẩn thận.

*Lạm dụng thù lao quản lý.* Chúng tôi đã thấy nhiều trường hợp, vấn đề thù lao của ban giám đốc bị truy hỏi nghiêm trọng. Hầu hết trường hợp xảy ra trước năm 1933. Trường hợp Bethlehem Steel Corporation, ban giám đốc nhận được các khoản thưởng tiền mặt rất lớn. Với American Tobacco Company, ban giám đốc nhận được các quyền mua cổ phiếu dưới thị giá, có tổng giá trị khổng lồ. Những đặc quyền mua cổ phiếu này đứng trước rủi ro bị lạm dụng. Trong trường hợp Electric Bond & Share Company, ban giám đốc cho phép bản thân mua rất nhiều cổ phiếu ở giá thấp hơn thị giá. Sau đó khi thị giá cổ phiếu sụt giảm xuống con số thấp hơn giá đăng ký mua, nghĩa vụ mua cổ phiếu này bị hủy bỏ, ban giám đốc nhận lại các khoản tiền đã chi trả. Trường hợp tương tự cũng xảy ra ở White Motor Company và sẽ được thảo luận đầy đủ hơn ở phần sau chương này.

Vài giao dịch kiểu này sẽ được lý giải, nhưng chỉ hợp lý đôi phần, bởi các điều kiện đặc biệt trong giai đoạn 1928-1932. Các giao dịch khác không thể được biện minh từ bất kỳ góc nhìn nào. Bản chất con người là như vậy và các diễn tiến này không quá ngạc nhiên. Chúng không thực sự phản ánh

đặc tính của ban giám đốc, mà phản ánh việc cổ đông thiếu thông minh khi để các giám đốc này thoái mái tự quyết những vấn đề như vậy.

Các quy định mới đã cố gắng xua tan màn sương mù bí mật che kín những món tiền thù lao và khoản nắm giữ cổ phiếu của ban giám đốc. Thông tin về mức lương, thưởng và quyền chọn cổ phiếu phải được đệ trình khi chào bán chứng khoán mới, khi đăng ký chứng khoán trên sàn quốc gia, trong các báo cáo thường niên gửi lên Ủy ban và khi những người được ủy quyền yêu cầu.<sup>1</sup> Dù những dữ liệu này không đầy đủ, song chúng đủ để cung cấp cho cổ đông thông tin về chi phí thuê ban giám đốc. Tương tự, các khoản nắm giữ cổ phiếu của ban giám đốc, ủy viên hội đồng quản trị và những người sở hữu 10% cổ phiếu phải được công bố mỗi tháng.

Vì nhà đầu tư cá nhân không dễ tiếp cận thông tin này, các cơ quan thống kê có thể cải thiện dịch vụ xuất sắc của mình bằng cách thêm tiền lương, cổ phiếu nắm giữ vào danh sách thông tin thường niên về các giám đốc và hội đồng quản trị.

Trong những năm gần đây, câu hỏi về khoản thù lao quá cao của ban giám đốc đã thu hút được nhiều sự chú ý, công chúng hiểu khá rõ rằng, đây là điều không đại diện cho trí thông thái của nhà quản lý. Song, công chúng không nhận thấy vấn đề tương tự liên quan đến việc sử dụng vốn và thặng dư. Chúng tôi đã nói bóng gió về chủ đề này trong phần thảo luận về chính sách cổ tức. Rõ ràng là vấn đề huy động vốn mới để mở rộng kinh doanh cũng được nhìn nhận tương tự, như trong tình huống giữ lại cổ tức cùng mục đích.

**Quyết định tiếp tục kinh doanh nên được cân nhắc.** Câu hỏi thứ ba về giữ lại vốn trong doanh nghiệp. Ban giám đốc vốn dĩ có khuynh hướng không thích trả lại bất kỳ phần vốn nào cho chủ sở hữu, thậm chí dù khoản vốn này có thể hữu ích và có giá trị hơn bên ngoài doanh nghiệp. Trả lại một phần vốn (các khoản tiền mặt dư thừa) nghĩa là cắt giảm nguồn lực của

---

1. Dưới các quy định của Đạo luật Doanh thu năm 1936, Bộ tài chính công bố tên và thù lao của tất cả giám đốc doanh nghiệp nhận hơn 15.000 đô-la trong năm đó. Đạo luật Doanh thu năm 1938 yêu cầu dữ liệu về mức lương 75.000 đô-la hoặc hơn, bắt đầu từ năm 1938.

doanh nghiệp, có thể tạo ra những vấn đề tài chính sau này và hiển nhiên giảm uy tín của các nhà quản lý. Đóng cửa doanh nghiệp có nghĩa là các quản lý mất việc. Do đó, khó có thể kỳ vọng các quản lý được trả lương sẽ nhìn nhận việc tiếp tục kinh doanh hay đóng cửa doanh nghiệp từ góc nhìn lợi ích của chủ sở hữu. Chúng tôi phải nhấn mạnh một lần nữa rằng, các ủy viên hội đồng quản trị thường liên minh chặt chẽ với các quản lý – những người tự thân họ cũng là thành viên của hội đồng quản trị, do đó không thể đặt niềm tin rằng họ sẽ cân nhắc mọi vấn đề thuần túy từ góc nhìn cổ đông.

Câu hỏi liệu có nên tiếp tục kinh doanh hay không, cần được những người sở hữu, các cổ đông tư duy độc lập (dù theo lệ hay theo pháp lý, vấn đề sở hữu không phải là vấn đề quản lý). Câu hỏi này nên suy nghĩ trong tình huống cổ phiếu được bán rất thấp dưới giá thanh lý suốt khoảng thời gian dài. Rốt cuộc, tình huống này có phải là thị trường đang định giá sai doanh nghiệp, hoặc ban giám đốc sai khi giữ doanh nghiệp tồn tại. Cổ đông nên tìm cách nhận biết trường hợp nào sai. Khi quyết định, nên quan tâm nhiều đến góc nhìn và lý giải của ban giám đốc, song chúng sẽ chẳng có nghĩa lý gì nếu quan điểm của ban giám đốc được xem xét cuối cùng.

Thực tế này không vui vẻ gì, khi các chính sách của ban giám đốc bị chỉ trích, người chỉ trích có lý do đúng đắn để phàn nàn. Thực tế này cũng không thể tránh khỏi. Giới tài chính có rất ít lòng vị tha. Chiến tranh với ban giám đốc sẽ tiêu tốn thời gian, năng lượng và tiền bạc. Khó có thể kỳ vọng các nhà đầu tư cá nhân sẽ tiêu tốn các nguồn lực này chỉ để thấy quyết định đúng được thực hiện. Trong các vấn đề như vậy, cổ đông lớn sẽ là người có những động thái ấn tượng và đáng khen nhất, vì họ sở hữu phần lợi ích lớn nên phải hành động bảo vệ nó, theo đó sẽ hành động thay cho lợi ích của tất cả cổ đông. Các cổ đông thông thường nên dành sự tôn trọng cho các cổ đông lớn dạng này, trong bất kỳ mâu thuẫn lợi ích nào giữa người quản lý và người chủ.

Cổ đông chỉ trích, cuộc chiến với người ủy quyền và những loại hình kiện tụng khác khiến ban giám đốc cực kỳ phiền nhiễu, phần nhiều các

hoạt động này được thúc đẩy bởi động cơ thiếu thông minh hay đúng đắn. Tuy nhiên, những chỉ trích này nên được nhìn nhận như khó khăn người quản lý doanh nghiệp phải trải qua và như cái giá của việc sở hữu cổ phiếu thận trọng. Công chúng phải học cách đánh giá giá trị của các tranh luận được phát triển từ báo cáo dữ kiện. Công chúng không được cho phép bản thân bị đánh lạc hướng bởi các hành động buộc tội đơn thuần, hay bởi những đặc điểm không liên quan.

Chủ đề đóng cửa doanh nghiệp không thể bỏ qua lợi ích sống còn của nhân viên. Đưa ra quyết định chỉ từ góc nhìn tốt nhất cho túi tiền cổ đông là cực kỳ vô lương tâm. Tuy nhiên, sẽ không có lợi hơn khi làm ván đế thêm rối rắm. Nếu lý do tiếp tục kinh doanh chủ yếu là duy trì công ăn việc làm cho người lao động, khiến người chủ sở hữu phải hy sinh quyền lợi cá nhân, họ có quyền được biết. Ban giám đốc không nên chỉ thông báo rằng, cổ đông sẽ thiếu khôn ngoan khi đóng cửa doanh nghiệp, trong khi thực tế là đóng cửa sẽ sinh lợi nhưng thiếu nhân đạo với nhân viên. Trong nền kinh tế hiện đại, người chủ doanh nghiệp không muốn tiêu hao vốn của mình để duy trì công ăn việc làm cho người lao động. Trong các doanh nghiệp sở hữu tư nhân, hiếm có lòng nhân đạo. Hành động hy sinh vốn có lợi cho quốc gia hay không cũng là điểm cần tranh luận, song nó không nằm trong phạm vi thảo luận của chúng tôi. Chúng tôi đang làm rõ và nhấn mạnh thực tế rằng, thị giá dưới giá trị thanh lý có tầm quan trọng đặc biệt với cổ đông, họ nên đặt những câu hỏi sâu sắc cho ban giám đốc.

**Ban giám đốc có thể thu lợi từ thị giá cổ phiếu.** Ban giám đốc đã khéo tránh né câu hỏi này bằng cách sử dụng nguyên tắc vốn có từ lâu, rằng họ không chịu trách nhiệm hay quan tâm đến thị giá. Đúng là các nhà quản lý doanh nghiệp không chịu trách nhiệm cho những biến động thị giá chứng khoán. Song rất khó để nói rằng, thị giá chưa bao giờ liên quan đến ban giám đốc. Cách suy nghĩ này không chỉ sai bản chất, mà nó còn mang màu sắc đạo đức giả. Nó sai, vì tính khả bán của chứng khoán là một trong những đặc điểm chính được cân nhắc khi mua cổ phiếu. Tính khả bán không chỉ bao hàm nơi bán, mà còn gồm cơ hội bán chứng khoán

ở giá đúng. Ít nhất với cổ đông, chuyện cổ phiếu có giá đúng cũng quan trọng như chuyện cổ tức, thu nhập và tài sản được bảo vệ và gia tăng. Ban giám đốc có trách nhiệm hành động vì lợi ích của cổ đông, có nghĩa vụ ngăn ngừa nhiều nhất có thể các mức giá cổ phiếu quá cao hay quá thấp.

Khó có thể chấp nhận những quản lý doanh nghiệp tuyên bố rằng mình không biết thông tin về thị giá chứng khoán. Trong nhiều trường hợp, họ có lợi ích cá nhân gắn bó sống còn với thị giá cổ phiếu, đôi khi họ sử dụng thông tin bên trong để trực lợi thị trường và trực lợi từ chính những cổ đông của doanh nghiệp.<sup>1</sup> Chúng tôi khuyến nghị các giám đốc phải có trách nhiệm theo dõi thị giá chứng khoán, nỗ lực điều chỉnh những sai biệt rõ ràng như cách họ cố gắng điều chỉnh các điều kiện doanh nghiệp ảnh hưởng xấu đến lợi ích cổ đông.

**Các động thái khả dĩ khác nhau để điều chỉnh thị giá cổ phiếu.** Hình thức điều chỉnh phù hợp khá đa dạng. Đầu tiên, cổ đông đã biết rằng giá trị thanh lý là giá trị tối thiểu của cổ phiếu, cao hơn nhiều so với thị giá. Nếu như các giám đốc tin rằng tiếp tục kinh doanh sẽ tốt hơn thanh lý, họ cũng nên đưa ra lý do dẫn đến kết luận này. Cách điều chỉnh thứ hai đi theo hướng cổ tức. Nên thiết lập một tỷ lệ cổ tức tương ứng với giá trị thanh lý, để cổ đông không chịu thua thiệt khi giữ cho doanh nghiệp tiếp tục tồn tại. Cách làm này có thể được thực hiện thậm chí khi thu nhập hiện tại không đủ, với điều kiện phải tồn tại những khoản lợi nhuận tích lũy và vị thế tiền mặt đủ mạnh để chi trả.

Cách làm thứ ba là hoàn trả lại cho cổ đông những khoản vốn tiền mặt không cần sử dụng khi vận hành doanh nghiệp. Việc này có thể thực

1. Hiện tượng này nhiều đến mức gây phẫn nộ “những ngày xưa tươi đẹp”, Đạo luật Giao dịch Chứng khoán năm 1934 buộc những “người nội bộ” chịu trách nhiệm giải thích các khoản lợi nhuận được hiện thực hóa từ mua và bán, hay ngược lại, trong giai đoạn 6 tháng. Hành động này phải được thực hiện khi có yêu cầu từ cổ đông. Quy định này bị chỉ trích gay gắt ở Phố Wall, vì nó cản trở các hoạt động chính đáng của các quản lý và giám đốc, bao gồm việc hỗ trợ thị giá vào những thời điểm khó khăn. Quan điểm của chúng tôi là, khi cân nhắc tất cả khía cạnh, cả logic và tính thực tế đều không ủng hộ quy định này. Việc công bố thông tin hoạt động có lẽ nên ngay lập tức hơn là mỗi tháng, đã đủ bảo vệ cổ đông trước các hoạt động lừa đảo và là bài kiểm tra để phát hiện những hành vi đáng ngờ.

hiện bằng cách phân phối theo tỷ lệ sở hữu, thường kèm theo hạ mệnh giá, hoặc thông qua việc chào mua lại một tỷ lệ cổ phiếu ở giá đúng. Cuối cùng, cần nhắc cẩn thận các sai biệt giữa sức mạnh thu nhập và giá trị thanh lý, dẫn các giám đốc đến kết luận rằng hành động hợp lý nhất là nên bán hay đóng cửa doanh nghiệp.

*Ví dụ: Otis Company, 1929-1939.* Cách làm của ban giám đốc Otis Company trong năm 1929-1930 kết hợp vài động thái điều chỉnh. Vào tháng 7 năm 1929, chủ tịch gửi thông báo đến các cổ đông, trình bày báo cáo tài chính tạm thời vào 30 tháng 6 và nhấn mạnh tính thiếu nhất quán giữa giá hiện tại và giá trị thanh lý. Vào tháng 9 cùng năm, dù thu nhập không cao hơn trước đó, song các khoản chi trả cổ tức được khôi phục, hành động được thực hiện vì doanh nghiệp sở hữu nhiều tiền mặt và những khoản thặng dư dồi dào. Vào năm 1930, một phần lớn tiền mặt không cần dùng trong kinh doanh được trả lại cho cổ đông, thông qua việc mua lại chứng khoán ưu tiên đơn lẻ và tái chi trả 20 đô-la/cổ phiếu phổ thông bằng tài khoản vốn.

Cuối cùng doanh nghiệp áp dụng chính sách thanh lý một phần, dẫn đến hàng loạt các khoản chi trả bằng tài khoản vốn. Từ tháng 9 năm 1929 cho đến thời điểm phân phối khoản chi trả cuối cùng năm 1940, tổng cộng có 94 đô-la trên cổ phiếu được chi trả như khoản hoàn trả vốn, cũng như 8 đô-la dưới hình thức cổ tức. Như chúng tôi đã chỉ ra trong chương trước, những động thái này rất hiệu quả trong việc gia tăng lợi ích của cổ đông Otis trong giai đoạn mà hầu hết các chứng khoán đều giảm giá, cuối cùng mang lại cho họ lợi nhuận cao hơn rất nhiều so với con số có khả năng nhận được nếu tiếp tục kinh doanh.

*Hamilton Woolen Company.* Lịch sử doanh nghiệp này từ năm 1926 thậm chí còn thú vị hơn, vì nó để xuất hình mẫu xử lý của ban giám đốc đối với khoản đầu tư của cổ đông. Năm 1927, các khoản thua lỗ tiếp diễn khiến thị giá rơi xuống thấp hơn giá trị thanh lý. Các khoản lỗ này có khả năng sẽ tiếp tục và xóa sạch vốn. Mặt khác, cũng tồn tại khả năng kinh doanh tốt hơn trong tương lai, đặc biệt là khi các chính sách mới được áp dụng. Các lập luận ủng hộ và phản đối việc dừng kinh doanh được chuyển đến

cổ đông và yêu cầu bỏ phiếu. Họ đã bỏ phiếu tiếp tục kinh doanh, với giám đốc điều hành mới. Quyết định này đã được chứng minh là khôn ngoan, vì doanh nghiệp sau đó lại có thu nhập tốt, giá cổ phiếu tăng cao hơn giá trị thanh lý.

Tuy nhiên, năm 1934, doanh nghiệp này lại thua lỗ lớn, phần lớn đến từ các khó khăn nghiêm trọng trong lao động. Ban giám đốc một lần nữa lại đưa vấn đề thanh lý ra bàn với cổ đông, lần này cổ đông bỏ phiếu thanh lý. Thương vụ mua bán doanh nghiệp nhanh chóng được sắp xếp, các cổ đông nhận được nhiều hơn giá trị tài sản ngắn hạn tháng 11 năm 1934.

Điểm đặc biệt đáng lưu ý là tình huống năm 1927. Quyết định cuối cùng – tiếp tục hay từ bỏ – được đưa đến các cổ đông, những người phải chịu trách nhiệm cho quyết định này. Ban giám đốc cung cấp thông tin, trình bày quan điểm riêng và cung cấp báo cáo đầy đủ về nội tình doanh nghiệp.

*Các ví dụ khác về thanh lý tự nguyện.* Danh sách phụ thêm sẽ minh họa cho thực tế hiển nhiên nhưng cần bàn rằng, thanh lý (hay bán) doanh nghiệp không sinh lợi đang nắm giữ những tài sản to lớn (đặc biệt là tài sản ngắn hạn) gần như chắc chắn sẽ mang về cho cổ đông những giá trị lớn hơn thị giá hiện tại. Lý do tất nhiên là vì thị giá được điều chỉnh chủ yếu bởi thu nhập, trong khi thanh lý dựa trên tài sản.

Doanh nghiệp	Năm bỏ phiếu thanh lý hay bán	Giá trước khi bỏ phiếu thanh lý hay bán (đô-la)	Con số hiện thực hóa được cho cổ phiếu (đô-la)
American Glue	1930	53	139,00+
I. Benesh & Sons	1939	2 $\frac{1}{4}$	6,63
Federal Knitting Mills	1937	20	34,20
Lyman Mills	1927	112	220,25
Mohawk Mining	1933	11	28,50
Signature Hosiery Pfd	1931	3 $\frac{1}{8}$	17,00
Standard Oil of Nebraska	1939	6	17,50
United Shipyards A	1938	2 $\frac{1}{4}$	11,10*

\* Đến ngày 31 tháng 12 năm 1939.

*Mua lại cổ phiếu theo tỷ lệ sở hữu từ cổ đông.* Ban giám đốc Hamilton Woolen bị buộc tội cho hành động trong năm 1932 và 1933, khi sử dụng nhiều vốn tiền mặt mua lại lượng lớn cổ phiếu ở mức giá phải chăng theo tỷ lệ sở hữu. Hành động này ngược lại hành động sau năm 1929, khi cổ đông được chào đăng ký các cổ phiếu bổ sung. Việc thu nhỏ quy mô kinh doanh từ khủng hoảng khiến khoản vốn bổ sung này không còn cần thiết nữa, do đó sẽ hợp lý hơn để trả lại cho cổ đông hầu hết khoản tiền này, vì các cổ đông sẽ hưởng lợi lớn hơn khi tiền ở trong túi họ so với khi chúng ở trong ngân quỹ doanh nghiệp.<sup>1</sup>

### **Lợi dụng cổ đông thông qua mua lại cổ phiếu ở thị trường mở.**

Trong giai đoạn khủng hoảng năm 1930-1933, việc tự mua lại cổ phiếu được nhiều công ty công nghiệp thực hiện bằng tài sản tiền mặt thặng dư,<sup>2</sup> nhưng cách làm này bị chỉ trích nghiêm trọng. Cổ phiếu được mua trên thị trường mở mà không thông báo cho cổ đông. Cách làm này có phần không lành mạnh. Nó được cho là “vì lợi ích doanh nghiệp” khi mua cổ phiếu ở mức giá thấp nhất có thể. Kết quả của cách làm này là cổ đông bán cổ phiếu cho doanh nghiệp sẽ phải chịu những khoản lỗ lớn nhất có thể, tạo lợi ích tốt nhất của những người vẫn còn giữ chứng khoán. Dù rằng mua cổ phiếu ở giá thấp nhất giống như mua các loại tài sản khác, song không bảo đảm về mặt logic hay đạo đức khi áp dụng cách làm này vào việc mua cổ phiếu từ các cổ đông của chính doanh nghiệp. Ban giám đốc bị buộc phải hành động công bằng cho người bán, vì tự thân doanh nghiệp là người mua.

1. Hamilton Woolen bán 13.000 cổ phiếu cho cổ đông theo tỷ lệ sở hữu ở giá 50 đô-la/cổ phiếu năm 1929. Nó mua lại theo tỷ lệ sở hữu 6.500 cổ phiếu ở giá 65 đô-la vào năm 1932 và 1.200 cổ phiếu ở giá 50 đô-la vào năm 1933. Faultless Rubber Company cũng làm như vậy trong năm 1934. Simms Petroleum Company mua cổ phiếu trực tiếp từ cổ đông theo tỷ lệ sở hữu và cả trên thị trường mở. Nó mua lại bằng hai cách giữa năm 1930 và 1933 với tổng gần 45% số cổ phiếu lưu hành vào cuối năm 1929. Julian và Kokenge (Shoe) Company mua lại cổ phiếu phổ thông theo tỷ lệ sở hữu năm 1932, 1934 và 1939.

2. Các con số công bố bởi NYSE vào tháng 2 năm 1934 tiết lộ rằng, có 259 công ty với cổ phiếu niêm yết trên sàn đã mua lại cổ phiếu của chính doanh nghiệp.

Trên thực tế, mong muốn mua lại cổ phiếu giá rẻ có thể dẫn đến quyết định cắt giảm hay không chi trả cổ tức, đặc biệt trong những khoảng thời gian không chắc chắn. Hành động như vậy sẽ gây tổn hại cho hầu hết tất cả cổ đông, dù họ có bán cổ phiếu hay không, đó là lý do chúng tôi nói rằng hành động mua lại cổ phiếu ở mức giá quá thấp chỉ có lợi cho những người còn giữ cổ phiếu.

*Ví dụ: White Motor Company.* Trong chương trước, chúng ta đã chú ý đến sai biệt giữa mức giá của cổ phiếu White Motor trong năm 1931-1932 và giá trị thanh lý cổ phiếu tối thiểu. Sẽ rất đáng để tìm hiểu cách các chính sách của ban giám đốc tạo ra tình huống tai hại cho cổ đông.

White Motor Company trả cổ tức 4 đô-la/cổ phiếu (8%) thực tế từ việc hợp nhất trong năm 1916 xuyên suốt năm 1926. Giai đoạn này bao gồm năm khủng hoảng 1921, trong đó doanh nghiệp báo cáo khoản lỗ gần 5.000.000 đô-la. Tuy nhiên, thặng dư tích lũy giúp duy trì cổ tức đầy đủ, một chính sách ngăn không cho cổ phiếu rơi xuống thấp hơn 29 đô-la. Khi thời điểm thịnh vượng quay trở lại, giá tăng lên  $72\frac{1}{2}$  năm 1924 và  $104\frac{1}{2}$  năm 1925. Năm 1926, cổ đông được chào bán 200.000 cổ phiếu ở mệnh giá (50 đô-la), tăng vốn doanh nghiệp lên 10.000.000 đô-la. Cổ tức cổ phiếu khoảng 20% cũng được chi trả cùng thời điểm đó.

Cổ đông rất khó nhận được các khoản tiền mặt phụ trội khi thu nhập bắt đầu giảm, cổ tức bị cắt giảm. Năm 1928, thu nhập khoảng 3 đô-la/cổ phiếu (trên cơ sở hợp nhất), nhưng doanh nghiệp chỉ trả có 1 đô-la cổ tức. Trong 12 tháng kết thúc vào 30 tháng 6 năm 1931, doanh nghiệp thua lỗ khoảng 2.500.000 đô-la. Khoản chi trả cổ tức tiếp theo bị loại bỏ hoàn toàn, giá cổ phiếu sụt xuống còn  $7\frac{1}{2}$ .

Con số đối lập giữa năm 1931 và 1921 rất đáng chú ý. Trong năm 1921, các khoản lỗ lớn hơn, thặng dư lãi lỗ nhỏ hơn và khoản nắm giữ tiền mặt thấp hơn nhiều so với năm 1931. Nhưng trong năm 1921, cổ tức vẫn được chi trả, giá theo đó vẫn được hỗ trợ. Một thập kỷ sau, bất chấp những khoản nắm giữ tiền mặt dồi dào và những khoản lợi nhuận chưa phân phối to lớn, các khoản lỗ hoạt động trong chỉ một năm là đủ để thuyết phục ban

giám đốc ngừng chi trả cổ tức và cho phép thiết lập mức giá thị trường thấp đến lỗ bịch.

Trong giai đoạn trước và sau khi ngừng chi trả cổ tức, doanh nghiệp tích cực mua bán cổ phiếu của chính nó trên thị trường mở. Những hành động mua này bắt đầu từ năm 1929 theo kế hoạch được triển khai, nhằm phục vụ cho lợi ích của “những người ngồi trong những vị trí quản trị”. Tháng 6 năm 1931, khoảng 100.000 cổ phiếu đã được mua ở chi phí 2.800.000 đô-la. Với việc bỏ qua cổ tức, các quản lý và nhân viên đã được miễn trừ khỏi bất kỳ nghĩa vụ nào mà họ lẽ ra phải trả cho những cổ phiếu này, kế hoạch bị hủy bỏ. Trong 6 tháng sau, nhờ thị giá sụt giảm mạnh, doanh nghiệp này mua thêm 50.000 cổ phiếu trên thị trường ở giá trung bình khoảng 11 đô-la/cổ phiếu. Tổng 150.000 cổ phiếu nắm giữ lúc đó đã được thu lại và hủy bỏ.

Thực tế này cho thấy sự tệ hại khi cho ban giám đốc quyền tự quyết mua cổ phiếu bằng tiền của doanh nghiệp. Chúng tôi đã chú ý từ đầu đến mâu thuẫn nghiêm trọng giữa cách xử lý của các quản lý White Motor và cổ đông doanh nghiệp. Một lượng lớn cổ phiếu được mua ở mức giá hấp dẫn vì lợi ích của các quản lý này. Tất cả tiền mua các cổ phiếu này đều đến từ cổ đông. Nếu kinh doanh được cải thiện, giá trị cổ phiếu sẽ tăng mạnh, tất cả lợi ích sẽ đi sang người làm thuê. Khi mọi thứ trở nên tồi tệ hơn, “những người nắm giữ vị trí quản lý” không bị mất mát gì và toàn bộ gánh nặng chuyển sang cho các cổ đông.<sup>1</sup>

Trong các giao dịch trực tiếp với cổ đông, chúng tôi thấy White Motor phát hành 10.000.000 đô-la vốn mới năm 1926. Chúng tôi thấy vài khoản vốn phụ trội kiểu này (không cần để tài trợ cho hoạt động kinh doanh) được sử dụng để mua lại rất nhiều những cổ phiếu ở mức 1/5 giá đăng ký. Việc bỏ qua cổ tức là yếu tố chủ đạo khiến cổ phiếu được mua lại ở những mức giá thấp khả dĩ. Thực tế vừa trình bày có thể làm dậy lên nỗi nghi ngờ

1. Trong thương vụ bán cho Studebaker năm 1933, các giám đốc dành 15.000 cổ phiếu quỹ như khoản hiến tặng cho những nhân sự chủ chốt trong tổ chức. Vài cổ đông White kiện ra tòa và tòa phán quyết khoản chi trả 31 xu/cổ phiếu White không bị mua lại bởi Studebaker.

trong tâm trí cổ đông, rằng việc bỏ qua cổ tức theo cách nào đó có quan hệ với mong muốn đè giá cổ phiếu. Nếu lý do bỏ qua cổ tức là mong muốn giữ lại tiền mặt, thì không tìm thấy được lý do tại sao doanh nghiệp có sẵn tiền để mua cổ phiếu, mà lại không có tiền để tiếp tục chi trả khoản cổ tức từng chi trả suốt 15 năm qua không gián đoạn.

Bức tranh doanh nghiệp quá dư dả tiền bạc nhưng không trả cổ tức để buộc các cổ đông tuyệt vọng bán cổ phiếu ra ở mức giá thấp, chẳng dễ chịu chút nào.

*Westmoreland Coal Company:* Ví dụ gần đây hơn minh họa lợi ích đáng ngờ khi lợi dụng cổ đông là chính sách mua lại cổ phiếu trên thị trường mở của Westmoreland Coal. Trong 10 năm 1929-1938, doanh nghiệp này báo cáo khoản lỗ ròng có tổng 309.000 đô-la hay 1,7 đô-la/cổ phiếu. Tuy nhiên, những khoản lỗ này dẫn đến khoản dự phòng có tổng 2.658.000 đô-la sau khi trừ chi phí khấu hao và cạn kiệt, cao hơn rất nhiều chi phí sử dụng vốn mới. Do đó, vị thế tiền mặt của doanh nghiệp thực tế được cải thiện đáng kể trong giai đoạn này, bất chấp việc chi trả các khoản cổ tức bất thường có tổng 4,1 đô-la/cổ phiếu.

Năm 1935, theo báo cáo thường niên, doanh nghiệp bắt đầu mua lại cổ phiếu của chính mình trên thị trường mở. Cuối năm 1938, nó đã mua 44.634 cổ phiếu, nhiều hơn 22% toàn bộ số cổ phiếu của doanh nghiệp. Giá trung bình chi trả cho cổ phiếu là 8,67 đô-la. Lưu ý thực tế đáng chú ý rằng, giá mua trung bình thấp hơn  $\frac{1}{2}$  giá trị tài sản tiền mặt trên cổ phiếu, dù chưa tính đến những tài sản hữu hình đầy giá trị. Ngoài ra, giai đoạn 1930-1939, không có cổ phiếu nào được bán ở mức giá bằng giá trị tài sản tiền mặt.

Nếu tình huống này được phân tích, các dữ liệu sau đây sẽ rất rõ ràng:

- Thị giá cổ phiếu thấp do doanh nghiệp không có thu nhập và chỉ trả cổ tức không đều. Những tình huống như vậy, giá theo lý thuyết không phản ánh tài sản tiền mặt sẵn có cho cổ phiếu. Cổ phiếu được bán theo mức thu nhập và cổ tức chứ không phải trên giá trị tài sản tiền mặt, trừ khi tài sản này được phân phối trong tương lai gần.

2. Ban giám đốc có trách nhiệm nhận ra bản chất của tình huống này và làm tất cả khả năng để bảo vệ cổ đông trước sự mất mát giá trị khoản đầu tư, đặc biệt trước sự hy sinh không cần thiết một phần lớn giá trị thực của cổ phiếu. Nhiều cổ đông sẽ dao động vì mong muốn có thu nhập ổn định, hoặc do chán nản về ngành than, dẫn đến bán cổ phiếu ở bất cứ giá nào có thể.
3. Bất thường trong tài sản tiền mặt đặc biệt lớn và thị giá thấp một cách ngớ ngẩn, tất nhiên có thể ngăn ngừa được. Chuyện doanh nghiệp có nhiều tiền mặt hơn cần thiết để có thể mua cổ phiếu giá rẻ, dù nghiên cứu quan hệ bất thường giữa tiền mặt và hoạt động kinh doanh thường niên không thể hiện rõ ràng điều này.
4. Tất cả tiền mặt có khả năng dư thừa nên được hoàn trả lại cho cổ đông theo tỷ lệ sở hữu. Việc sử dụng một phần số tiền này để mua cổ phiếu giá rẻ là không công bằng với nhiều cổ đông, những người do tâm lý hoặc do không biết mà bán cổ phiếu. Tình huống này sẽ có lợi cho những người đủ kiên nhẫn để giữ cổ phiếu vô thời hạn. Nó đặc biệt có lợi cho những người kiểm soát doanh nghiệp, vì trong trường hợp này, tiền mặt của doanh nghiệp luôn sẵn sàng nếu họ cần. Thực tế này quá bất công với cổ đông thông thường, nên thị trường định giá tài sản tiền mặt quá thấp khi tài sản này nằm trong tay doanh nghiệp, thay vì trong túi cổ đông.<sup>1</sup>

1. Hai yếu tố phụ trội của tình huống này xứng đáng được nhắc đến dội chút. Doanh nghiệp có hợp đồng thuê với chi phí 10 xu trên tấn, nhưng không trả thấp hơn 189.000 mỗi năm để khai thác than từ những mỏ cho thuê. Tài sản nợ này là yếu tố cân nhắc phụ trội, bên cạnh những tài sản nợ thông thường khác khi duy trì vị thế tiền mặt thoải mái, nhưng nó không thể lý giải chuyện thu hồi nhiều tiền mặt hơn giá trị của cả doanh nghiệp ở bất kỳ thời điểm nào giữa năm 1930 và 1939.

Tháng 10 năm 1939, doanh nghiệp nộp hồ sơ lên SEC yêu cầu hủy giao dịch cổ phiếu của nó trên Sàn Chứng khoán Philadelphia & New York Curb Exchange, doanh nghiệp nói rằng tình trạng giao dịch không thường xuyên là nguyên nhân cho mức giá thấp. Độc giả có thể đánh giá trong những tình huống này, liệu vị thế của cổ đông có bị giảm đi bằng cách phá hủy các mức giá đã xác lập cho cổ phiếu (Hồ sơ này sau đó được rút lại.)

**Tổng kết và kết luận.** Quan hệ giữa cổ đông và ban giám đốc sau khi trải qua nhiều diễn biến không lành mạnh trong giai đoạn sôi nổi từ 1928 đến 1933, đã bị kiểm soát theo cách có lợi hơn bởi các quy định của SEC. Một số yếu tố căn bản nhất định từng bị quên lãng, được nhấn mạnh trở lại: Doanh nghiệp cổ phần theo pháp luật là tài sản của các cổ đông; các quản lý chỉ là các nhân viên nhận thù lao từ cổ đông; các ủy viên hội đồng quản trị dù được chọn, chỉ là những người nhận ủy thác và có trách nhiệm pháp lý để đại diện cho các chủ sở hữu doanh nghiệp.<sup>1</sup>

Để yếu tố tổng quát này có hiệu lực thực tế cao hơn, công chúng sở hữu cổ phiếu cần được giáo dục để có cách nhìn rõ ràng hơn về quyền lợi thực sự của cổ đông, trong các vấn đề như chính sách cổ tức, chính sách mở rộng kinh doanh, chính sách sử dụng tiền mặt doanh nghiệp để mua lại cổ phiếu, các phương pháp khác nhau để trả thù lao cho ban giám đốc và câu hỏi căn bản: liệu vốn của những người chủ sở hữu nên được giữ lại trong doanh nghiệp hay trả lại một phần hoặc toàn bộ.

---

1. Ban giám đốc của American Telephone & Telegraph Company luôn khẳng định họ xem bản thân như người nhận ủy thác cho quyền lợi của cổ đông, là nhân viên và công chúng sở hữu doanh nghiệp. Chính sách như vậy, nếu được tuyên bố trung thực và chân thành tuân theo, hiếm khi bị chỉ trích trong trường hợp doanh nghiệp cổ phần. Nhưng trong trường hợp doanh nghiệp thông thường, vấn đề sẽ là: liệu các giám đốc có hành động như những người nhận ủy thác từ cổ đông, hay hành động như những người nhận ủy thác cho chính bản thân họ.

## *Chương 36*

# **PHÂN TÍCH BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (KẾT LUẬN)**

---

Phần thảo luận của chúng tôi trong những chương trước chủ yếu liên quan đến tình huống: các số liệu bảng cân đối kế toán rõ ràng lý giải giá trị cao hơn so với mức giá thị trường. Song, mục đích phân tích bảng cân đối kế toán thường thấy là phát hiện ra các trường hợp ngược lại, tìm ra các yếu kém tài chính có thể làm suy giảm giá trị đầu tư hay đầu cơ của chứng khoán. Những người mua chứng khoán thận trọng xem xét kỹ lưỡng bảng cân đối kế toán, để biết được liệu doanh nghiệp có đủ tiền mặt hay không, liệu tài sản ngắn hạn có hình thành hệ số phù hợp với nợ ngắn hạn hay không, liệu các khoản nợ đáo hạn trong tương lai gần có thể tái tài trợ vốn hay không.

### **VỊ THẾ VỐN LƯU ĐỘNG VÀ ĐÁO HẠN NỢ**

**Nguyên tắc cơ bản về vốn lưu động.** Không chủ đề nào hữu ích hơn chủ đề doanh nghiệp cần giữ bao nhiêu tiền mặt. Nhà đầu tư phải có chính kiến về lượng tiền mặt cần thiết trong mỗi tình huống cụ thể, cũng như việc thiếu tiền quan trọng đến mức độ nào. Về chủ đề hệ số vốn lưu động, hệ số tối thiểu 2 đô-la tài sản có ngắn hạn trên 1 đô-la tài sản nợ ngắn hạn trước đây từng được xem là tiêu chuẩn cho các công ty công nghiệp.

Song từ cuối những năm 1920, vị thế tài sản ngắn hạn có xu hướng vững vàng hơn trong hầu hết các ngành, chúng tôi thấy rằng phần lớn

công ty công nghiệp có hệ số cao hơn 2:1 nhiều. Giờ đây xuất hiện khuynh hướng đánh giá các doanh nghiệp có giá giảm dưới mức trung bình của ngành là đáng ngờ. Với chúng tôi, cách nhìn này chứa đựng thứ gì đó giống như ngụy biện logic, nó sẽ trừng phạt các doanh nghiệp thuộc nửa dưới nhóm, bất chấp bản thân doanh nghiệp này có các con số thống kê thỏa đáng đến đâu chăng nữa. Chúng tôi không có khả năng để xuất hệ số tốt hơn tiêu chuẩn 2:1 như bài kiểm tra định lượng rõ ràng chứng minh vị thế tài chính đủ sung túc. Theo tự nhiên, nhà đầu tư sẽ yêu thích các doanh nghiệp đáp ứng tốt hơn nhiều mức yêu cầu tối thiểu này, nhưng liệu có cần một hệ số cao hơn làm điều kiện mua chứng khoán hay không, liệu có từ chối một chứng khoán nếu tài sản ngắn hạn chỉ gấp hai lần nợ ngắn hạn. Chúng tôi lưỡng lự khi đề xuất nguyên tắc này và cũng không biết con số nào mới phù hợp.

Cách đo lường sức khỏe tài chính thứ hai được gọi là “bài kiểm tra nhanh”, đòi hỏi tài sản ngắn hạn không bao gồm hàng tồn kho, ít nhất phải bằng nợ ngắn hạn. Thông thường, nhà đầu tư có thể kỳ vọng doanh nghiệp đáp ứng được cả bài kiểm tra 2:1 và bài kiểm tra nhanh. Nếu không tiêu chuẩn nào được đáp ứng, hầu hết trường hợp thực tế này sẽ phản ánh mạnh mẽ lên vị thế đầu tư của cổ phiếu phổ thông, giống như trường hợp của trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi, đó cũng là lập luận phản đối việc mua chứng khoán từ góc nhìn đầu cơ.

#### ARCHER-DANIELS-MIDLAND COMPANY

Hạng mục	30/6/1933	30/6/ 1932
Tài sản tiền mặt (đô-la)	1.392.000	3.230.000
Khoản phải thu	4.391.000	2.279.000
Hàng tồn kho	12.184.000	4.081.000
Tổng tài sản ngắn hạn (đô-la)	17.967.000	9.590.000
Tài sản nợ ngắn hạn	8.387.000	778.000
Vốn lưu động (đô-la)	9.580.000	8.812.000
Vốn lưu động không bao gồm hàng tồn kho	-2.604.000	+4.731.000

*Ngoại lệ và các ví dụ.* Trong tất cả nguyên tắc tùy ý kiểu này, tồn tại các ngoại lệ được giải thích bằng những tình huống đặc biệt. Hãy xem xét vị thế hiện tại của Archer-Daniels-Midland Company vào 30 tháng 6 năm 1933, khi so sánh với các con số năm trước.

Vị thế của doanh nghiệp này vào 30 tháng 6 năm 1933 rõ ràng thấp hơn so với một năm trước, đánh giá theo các tiêu chuẩn thông thường thì doanh nghiệp dường như mở rộng quá mức. Trong trường hợp này, con số các khoản phải trả gia tăng chỉ là thực tế thông thường trong ngành dầu thực vật, ngành mà những khoản vay khá lớn thường xuất hiện theo mùa để mua hạt ngũ cốc và hạt lanh. Do đó khi nghiên cứu, nhà phân tích sẽ không cần nhắc điều kiện tài chính thể hiện trong bảng cân đối kế toán năm 1933, vì chúng gây nhiễu thông tin.

Các ví dụ đối lập này đến từ Douglas Aircraft Company, Stokely Brothers & Company giai đoạn 1936-1938.

#### SO SÁNH VỐN LƯU ĐỘNG (ĐƠN VỊ 1.000)

Hạng mục	Stokely Brothers & Company			Douglas Aircraft Company		
Thời gian	31/05/1936	31/05/1937	31/05/1938	30/11/1936	30/11/1937	30/11/1938
Tài sản ngắn hạn:						
Tiền mặt và khoản phải thu (đô-la)	2.274	2.176	1.827	2.885	2.559	4.673
Hàng tồn kho	5.282	7.323	6.034	6.392	12.240	4.084
Tổng tài sản (đô-la)	7.556	9.499	8.861	9.277	14.749	8.757
Tài sản nợ ngắn hạn:						
Thương phiếu phải trả (đô-la)	2.000	2.000	2.500	1.390	5.230	
Các khoản khác	1.527	1.286	1.320	1.179	3.183	2.129
Tổng tài sản (đô-la)	3.527	3.286	3.820	2.569	8.413	2.129
Khoản vay ngắn hạn đáo hạn trong 1-3 năm		3.000	3.000			
Tổng tài sản ngắn hạn cộng các khoản vay ngắn hạn đáo hạn trong 1-3 năm	3.527	6.286	6.820	2.569	8.413	2.129
Thu nhập ròng của năm	1.382	353(d)	713(d)	976	1.082	2.147

Tình huống Douglas Aircraft năm 1937 không phải vấn đề mùa vụ như Archer-Daniels-Midland, mà xuất phát từ việc nhận các đơn đặt hàng

yêu cầu vốn lưu động lớn. Khi nghiên cứu thông tin, nhà đầu tư sẽ thấy rằng nhu cầu vay vốn ngân hàng nhiều khả năng chỉ mang tính tạm thời, trong bất kỳ tình huống nào, hoạt động kinh doanh mới sẽ sinh lợi đủ để dễ dàng trả các khoản tiền vay. Bức tranh của Stokely thì khác, vì khoản nợ ngắn hạn lớn để mở rộng hàng tồn kho trong thị trường không sinh lợi. Tháng 5 năm 1937, bảng cân đối kế toán của Stokely xuất hiện dấu hiệu cảnh báo nghiêm trọng với cổ đông cổ phiếu ưu đãi và phổ thông như ở bảng trên.

Một năm sau, Douglas Aircraft đã trả hết khoản vay ngân hàng và có hệ số thanh toán nợ ngắn hạn là 4:1. Stokely ngừng trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi vào tháng 10 năm 1938, cùng năm đó cổ phiếu rớt từ giá 21 (mệnh giá 25 đô-la) xuống 10.

Không có yêu cầu tiêu chuẩn nào có thể áp dụng vào các doanh nghiệp đường sắt và tiện ích công cộng. Điều này không thể suy diễn rằng, con số vốn lưu động của những công ty này hoàn toàn không quan trọng (thực tế nó sẽ sớm được chứng minh là rất quan trọng), mà chỉ có thể suy ra rằng nó không thể kiểm tra được bằng những công thức xác định rõ ràng.

**Nợ ngân hàng lớn thường là dấu hiệu yếu kém.** Các khó khăn tài chính hầu như luôn được báo hiệu trước bởi các khoản vay ngân hàng, hay những món nợ khác đáo hạn trong tương lai gần. Mặt khác, rất hiếm khi yếu kém tài chính đến từ duy nhất một khoản phải trả thông thường. Điều này không có nghĩa là, bản thân nợ ngân hàng là dấu hiệu xấu. Việc sử dụng hợp lý khoản nợ ngân hàng, đặc biệt cho nhu cầu mùa vụ, không chỉ chính đáng mà thậm chí còn nên làm. Nhưng khi báo cáo thể hiện thương phiếu phải trả hay các hóa đơn phải trả, nhà phân tích phải nghiên cứu bức tranh tài chính kỹ hơn so với thời điểm bảng cân đối kế toán “sạch sẽ”.

Đợt bùng nổ sau thời chiến năm 1919 được đánh dấu bằng tốc độ tăng mạnh hàng tồn kho công nghiệp ở giá cao, chúng được tài trợ chủ yếu bởi vốn vay ngân hàng. Việc giá thị trường hàng hóa cơ bản sụp đổ năm 1920-1921 khiến các khoản vay công nghiệp trở thành vấn đề nghiêm trọng. Nhưng đợt khủng hoảng thập niên 1930 mang đặc điểm khác. Các

khoản vay công nghiệp năm 1929 cực kỳ nhỏ, vì (1) không tồn tại hiện tượng đầu cơ hàng hóa cơ bản hay hàng tồn kho và (2) số lượng lớn cổ phiếu được bán ra để thu về khoản vốn lưu động bổ sung. (Có những trường hợp ngoại lệ, nổi tiếng nhất là Anoconda Copper Mining Company nợ ngân hàng 35.000.000 đô-la cuối năm 1929, tăng lên 70.500.000 đô-la 3 năm sau). Các khoản vay ngân hàng lớn thường thấy hơn ở các doanh nghiệp đường sắt và tiện ích công cộng. Những doanh nghiệp này có hợp đồng để trả cho các khoản đầu tư thêm tài sản, hay đáp ứng nợ đáo hạn, hay trả các khoản chi phí cố định không mang về thu nhập trong trường hợp doanh nghiệp đường sắt. Kỳ vọng trong tất cả trường hợp này là các khoản vay ngân hàng sẽ được thay bằng những khoản tài trợ vốn dài hạn; nhưng trong nhiều trường hợp, cách đáo vốn này đã được chứng minh là không khả thi, doanh nghiệp bị thụ lý. Sự sụp đổ của hệ thống doanh nghiệp nắm giữ vốn tiện ích công cộng Insull đã xảy ra theo cách này.

*Ví dụ:* Rất khó để nói chính xác nhà đầu tư hay đầu cơ nên e sợ thế nào với 68.000.000 đô-la nợ ngân hàng trong bảng cân đối kế toán của New York Central vào cuối năm 1932, hay khoản nợ ngắn hạn 69.000.000 đô-la của Cities Service Company vào 31 tháng 12 năm 1931. Nhưng chắc chắn rằng dấu hiệu bất lợi này không nên bị bỏ qua. Những người có tư duy cẩn trọng đã đưa ra những lập luận phản đối tất cả chứng khoán của các doanh nghiệp như vậy, ngoại trừ trường hợp chúng được bán ở giá thấp đến nỗi hình thành canh bạc rõ ràng và hấp dẫn. Tất nhiên, các điều kiện cải thiện sẽ cho phép doanh nghiệp hoàn trả các khoản vay ngân hàng, nhưng chúng tôi nhận thấy rằng, cải thiện chỉ là viễn cảnh, trong khi tự thân các khoản vay có thực và đáng e ngại.<sup>1</sup>

Khi doanh nghiệp có thu nhập cao, nó hiếm khi bị vỡ nợ vì các khoản vay ngân hàng. Nhưng nếu không thể tái tài trợ vốn như trong giai

1. Cải thiện trong kinh doanh chung, cộng với tỷ lệ lãi suất thoái mái (trong trường hợp các doanh nghiệp đường sắt), cộng với thái độ lạc quan của nhà đầu tư, cho phép nhiều doanh nghiệp vay những khoản nợ đầy rủi ro trong giai đoạn 1931-1933.

đoạn 1931-1933, ngân hàng có thể yêu cầu ngừng trả cổ tức để sử dụng tất cả lợi nhuận nhằm giảm nợ. Đây cũng là lý do mà cổ phiếu phổ thông Brooklyn-Manhattan Transit Corporation không chi trả cổ tức năm 1932 và cổ phiếu ưu đãi của New York Water Service Corporation không chi trả cổ tức năm 1931, dù cả hai công ty đều báo cáo thu nhập cao như những năm trước đó.

Đợt suy thoái năm 1937-1938 không tạo ra các vấn đề tài chính doanh nghiệp đáng kể như hai cuộc khủng hoảng trước đó. Song, có một khác biệt đáng kể giữa thị trường cổ phiếu năm 1919-1921 và 1937-1938. Cổ phiếu mất giá mạnh hơn nhiều (tính theo đồng đô-la lẩn tỷ lệ phần trăm) trong giai đoạn 1937-1938 so với các giai đoạn kia, dù rằng đợt sụt giảm năm 1937-1938 không đáng quan tâm nhiều, vì nó tác động tương đối nhẹ lên vị thế của các doanh nghiệp cổ phần Hoa Kỳ nói chung. Giá cổ phiếu trở nên nhạy cảm hơn một cách phi lý trước những biến động nhất thời trong kinh doanh là điều đáng lo lắng, chúng tôi nghĩ rằng nguyên nhân đến từ sự biến mất của các khác biệt cũ giữa nhà đầu tư và nhà đầu cơ cổ phiếu.

**Nợ liên công ty.** Nợ ngắn hạn với công ty mẹ hay công ty con theo lý thuyết cũng nghiêm trọng như bất kỳ tài sản nợ ngắn hạn khác nào, nhưng trong thực tế nó hiếm khi ngăn việc chi trả cổ tức.

*Ví dụ:* United Gas Corporation nợ 26.000.000 đô-la trên tài khoản ghi sổ từ công ty mẹ Electric Bond và Share Company từ năm 1930, nó liên tục báo cáo những khoản nợ ngắn hạn rất lớn so với tài sản ngắn hạn. Tuy nhiên, khoản nợ này không khiến doanh nghiệp ngừng chi trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 trong giai đoạn 1936-1939. Năm 1932, thu nhập có phần lớn hơn so với năm 1939, doanh nghiệp này đã bị buộc phải ngừng chi trả cổ tức chứng khoán ưu tiên cao vì nợ ngân hàng khoản tiền lớn, ngoài khoản nợ liên công ty. Người mua cẩn trọng theo lẽ tự nhiên thích nhìn thấy các nghĩa vụ nợ với công ty con ở hình thái khác, chứ không phải tài sản nợ ngắn hạn.

**Rủi ro nợ dài hạn đáo hạn sớm.** Một trái phiếu lớn sắp đáo hạn trong tương lai gần sẽ gây ra vấn đề tài chính nghiêm trọng, khi các kết quả kinh

doanh không thuận lợi. Nhà đầu tư và nhà đầu cơ nên suy nghĩ nghiêm túc về tình huống này khi bắt gặp chúng trong bảng cân đối kế toán. Nợ dài hạn sắp đáo hạn thường dẫn đến vỡ nợ.

**Ví dụ:** Fisk Rubber Company bị thu lý vì không có khả năng trả 8.000.000 đô-la trái phiếu vào cuối năm 1930. Kết quả vỡ nợ của Colorado Fuel và Iron Company; Chicago, Rock Island & Pacific Railway Company năm 1933, đều có liên quan mật thiết đến số trái phiếu lớn đáo hạn vào năm 1934. Hành động bất cẩn của các nhà đầu cơ được thể hiện rõ bằng mức giá 54 đô-la cho cổ phiếu ưu đãi của Colorado Fuel & Iron Company vào tháng 6 năm 1933, khi trái phiếu ngắn hạn (trái phiếu 5% của Colorado Industrial Company, đáo hạn năm 1934, được công ty mẹ bảo lãnh) được bán ở giá 45 đô-la, cho ra lợi tức cao hơn 100% trên năm. Giá của các chứng khoán này là điểm báo nhất định cho những vấn đề trong tương lai. Việc không thể trả nợ khi đáo hạn trong tất cả tình huống đồng nghĩa với vỡ nợ (khả năng già hạn là bất khả thi) và dẫn đến khả năng cổ phiếu biến mất hoàn toàn. Nhà đầu cơ điển hình sẽ bỏ qua rủi ro quá hiển nhiên này và chịu khoản lỗ lớn cho hành động bất cẩn của mình. (Hai tháng sau, doanh nghiệp thông báo tình trạng thụ lý và giá cổ phiếu ưu đãi giảm còn  $17\frac{1}{4}$ .)

New York, Chicago & St. Louis Railroad Company liên tục đốt mặt với các vấn đề tài chính xuất phát từ việc bán phiếu khoán 3 năm vào năm 1929. Từ đợt đáo hạn đầu tiên năm 1932, trái phiếu này liên tục được già hạn như giải pháp hạn chế rủi ro bị thụ lý. Việc thiếu quan tâm các vấn đề tài chính mang tính đầu cơ điển hình, là nguyên nhân khiến cổ phiếu ưu đãi này tăng giá từ  $18\frac{1}{2}$  lên  $45\frac{3}{4}$  năm 1939, ngược với mức giá chỉ khoảng 50 xu cho phiếu khoán đáo hạn năm 1941 ghi nhận trong cùng năm.

Thậm chí khi nợ đáo hạn có thể được kiểm soát theo cách nào đó, chi phí tái tài trợ vốn phải được cân nhắc.

**Ví dụ:** Điểm này được minh họa rõ bằng 14.000.000 đô-la phiếu khoán American Rolling Mill Company  $4\frac{1}{2}\%$  đáo hạn 01 tháng 11 năm 1933. Vào tháng 6 năm 1933, phiếu khoán này được bán ở giá 80, có nghĩa là cơ sở lợi

tức thường niên khoảng 75%. Cùng lúc đó cổ phiếu phổ thông tăng từ 3 lên 24 và đại diện cho tổng định giá cổ phiếu phổ thông 40.000.000 đô-la. Các nhà đầu cơ mua cổ phiếu vì ngành thép chuyển biến, song không cần nhắc thực tế rằng, để trả các món nợ trong bối cảnh thị trường tồi tệ, thay vì phát hành vốn mới, doanh nghiệp phải chào bán một đặc quyền chuyển đổi rất hấp dẫn. Hành động này chắc chắn tác động xấu đến khả năng sinh lợi của cổ phiếu phổ thông. Phiếu khoán mới 5% có khả năng chuyển đổi thành cổ phiếu ở giá 25 đô-la, được chào bán để đổi lại phiếu khoán 4½%. Kết quả là phiếu khoán có giá 101 đô-la vào tháng 8 năm 1933, so với mức giá 21 đô-la của cổ phiếu phổ thông; cổ phiếu có giá 15 đô-la vào 1 tháng 11 năm 1933, khi phiếu khoán được mua lại ở mệnh giá.

Thời điểm đáo hạn trái phiếu sắp xảy ra quan trọng với những người nắm giữ mọi loại chứng khoán của doanh nghiệp, bao gồm nợ cầm cố xếp trước chứng khoán đáo hạn. Thậm chí, trái phiếu ưu tiên cao sẽ bị ảnh hưởng nghiêm trọng trong tất cả tình huống, nếu doanh nghiệp không có khả năng trả nợ chứng khoán ưu tiên thấp. Điểm này được minh họa nổi bật trong trường hợp trái phiếu cầm cố ưu tiên 1 (8%) của Fisk Rubber Company đáo hạn năm 1941. Dù chúng có vị thế ưu tiên cao hơn so với phiếu khoán không bảo đảm 5½%, song những người giữ chứng khoán này đều chịu ảnh hưởng nghiêm trọng sau vụ thụ lý vào thời điểm đáo hạn phiếu khoán 5½%. Giá của trái phiếu 8% giảm từ 115 đô-la năm 1929 xuống còn 16 đô-la năm 1932.

**Nợ ngân hàng đáo hạn trong trung hạn.** Lãi suất thấp và khó khăn vay ngân hàng thương mại đã tạo ra hiện tượng mới trong những năm gần đây: ngân hàng cho doanh nghiệp vay những khoản nợ có thể trả trong nhiều năm. Hầu hết số tiền này được vay cho mục đích mua lại trái phiếu (ví dụ Commercial Investment Trust Corporation trong tháng 11 năm 1939) và thậm chí cổ phiếu ưu đãi (ví dụ Archer-Daniels-Midland Company năm 1939). Trong vài trường hợp, khoản vay được dùng để bổ sung vốn lưu động (ví dụ Western Auto Supply Company năm 1937) hay để thay thế các khoản tín dụng ngân hàng ngắn hạn (ví dụ American

Commercial Alcohol, Stokely Brothers). Hầu hết trường hợp, điều khoản quy định hay kỳ vọng là các khoản vay sẽ được trả lại mỗi năm.

Từ góc nhìn phân tích chứng khoán, khoản tín dụng ngân hàng này giống các phiếu khoán ngắn hạn bán cho công chúng trong hoạt động huy động vốn quen thuộc của doanh nghiệp. Nó có phần tương đương với tài sản nợ ngắn hạn và nợ đáo hạn sớm. Sẽ không nguy hiểm nếu tài sản ngắn hạn mạnh đến nỗi các khoản vay có thể được xử lý dễ dàng như những tài sản ngắn hạn, hoặc sức mạnh thu nhập quá lớn và đáng tin cậy đến nỗi doanh nghiệp có thể dễ dàng tái huy động tài chính. Nhưng nếu cả hai điều kiện này đều không tồn tại (ví dụ Stokely ở trang 593), nhà phân tích phải xem khoản nợ ngân hàng trung hạn lớn như rủi ro tiềm tàng cho cổ tức, thậm chí có thể là rủi ro vỡ nợ.

Chúng ta không cần bàn rộng hơn về các khoản vay ngân hàng hay nợ ngắn hạn khác khi nghiên cứu bảng cân đối kế toán.

### **SO SÁNH BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN TRONG MỘT THỜI ĐOẠN**

Phần quan trọng này của phân tích chứng khoán có thể được cân nhắc dưới 3 khía cạnh:

1. Làm bài kiểm tra thu nhập báo cáo trên cổ phiếu.
2. Để quyết định hệ quả của các khoản thua lỗ (hay lợi nhuận) lên vị thế tài chính của doanh nghiệp.
3. Để truy tìm dấu vết mối quan hệ giữa các nguồn lực của doanh nghiệp và sức mạnh thu nhập qua một giai đoạn dài.

**Kiểm tra thu nhập trên cổ phiếu theo báo cáo, thông qua bảng cân đối kế toán.** Các kỹ thuật như vậy đã được sử dụng trong phân tích chứng khoán. Để đưa ra một ví dụ bao quát nhiều năm, chúng tôi trình bày khác biệt giữa thu nhập trung bình của United States Industrial Alcohol Company trong 10 năm 1929-1938, thể hiện trong con số theo báo cáo trên cổ phiếu và thể hiện trong các thay đổi về tài sản ròng trong bảng cân đối kế toán.

**U.S. INDUSTRIAL ALCOHOL COMPANY, 1929-1938****1. THU NHẬP RÒNG THEO BÁO CÁO**

1929	4.721.000 đô-la	*trên cổ phiếu:
1930	1.105.000	12,63 đô-la
1931	1.834.000(d)	2,95
1932	176.000	4,90(d)
1933	1.393.000	0,47
1934	1.580.000	3,56
1935	844.000	4,03
1936	78.000	2,15
1937	456.000(d)	0,20
1938	668.000(d)	1,17(d) 1,71(d)
Tổng 10 năm (đô-la)	6.782.000	18,21

\* Như trong báo cáo thường niên.

**2. SAI BIỆT GIỮA THU NHẬP Ở TRÊN VÀ NHỮNG THAY ĐỔI  
TRONG TÀI KHOẢN THẶNG DƯ**

Thu nhập ròng 1929-1938, theo báo cáo.....	6.782.000 đô-la
Trừ đi cổ tức đã trả .....	5.959.000
(A) Tài khoản thặng dư .....	823.000
Thặng dư thu nhập, 31 tháng 12 năm 1928 .....	14.214.000
Trừ đi chi phí bút toán giảm tài khoản nhà máy xuống \$1 vào năm 1933 .....	455.000
Thặng dư thu nhập, 31 tháng 12 năm 1928, điều chỉnh.....	13.759.000
Thặng dư thu nhập và dự phòng rủi ro, 31 tháng 12 năm 1928 .....	5.736.000
(B) Giảm thặng dư trong bảng cân đối kế toán .....	8.023.000
Sai biệt giữa thu nhập thể hiện trong tài khoản thu nhập và những thu nhập thể hiện trong bảng cân đối kế toán .....	8.846.000

**3. LÝ GIẢI SAI BIỆT TRONG CON SỐ**

Chi phí được cộng vào thặng dư và không được trừ ra khỏi  
tài khoản thu nhập để thu nhập trên cổ phiếu theo đó được tính toán:

Giảm giá hàng tồn kho.....	4.500.000 đô-la
Bút toán xóa và giảm nhiều tài sản khác nhau.....	3.969.000
Những điều chỉnh ròng khác .....	377.000
	8.846.000

Ngoài hành động trên, doanh nghiệp còn giảm tài sản cố định xuống 1 đô-la vào năm 1933 bằng cách trừ đi khoản chi phí 19.301.000 đô-la trong tổng số 18.846.000 đô-la ra khỏi tài khoản vốn và tài khoản thặng dư. Các khoản chi phí khấu hao từ năm 1932 có thể không đủ vì hành động bút toán giảm này, thu nhập cho giai đoạn này bị báo cáo lên quá cao.

#### 4. BÁO CÁO LẠI THU NHẬP CHO GIAI ĐOẠN 1929-1938

Thu nhập trên tài khoản thu nhập .....	6.782.000 đô-la
Trừ các khoản cộng vào thặng dư.....	8.846.000
Thu nhập trong kỳ sau khi điều chỉnh .....	2.064.000 (d) đô-la

#### 5. SO SÁNH VỐN LƯU ĐỘNG: NĂM 1938 SO VỚI NĂM 1928

Vốn lưu động ròng 31 tháng 12 năm 1928.....	11.336.000 đô-la
Vốn lưu động ròng 31 tháng 12 năm 1938.....	8.144.000
Con số giảm trong 10 năm.....	3.192.000
Cộng số từ bán vốn cổ phần .....	6.582.000
Giảm thực vốn lưu động trong kỳ .....	9.774.000

Phân tích trên không cần phải thảo luận sâu hơn. Hầu hết chi phí trừ ra khỏi thặng dư giữa 1929 và 1938 (ngoại trừ khoản bút toán giảm tài khoản nhà máy xuống 1 đô-la) đại diện cho sức mạnh thu nhập theo báo cáo của United States Industrial Alcohol bị sụt giảm trong giai đoạn 10 năm. Nhiều khả năng thặng dư sẽ giảm sâu hơn nữa, nếu tài khoản nhà máy được kết chuyển ở con số đúng và các khoản chi phí khấu hao phù hợp được trừ đi từ năm 1932. Vốn lưu động của doanh nghiệp giảm 3.192.000 đô-la dù nhận được 6.582.000 đô-la từ bán cổ phiếu bổ sung, là ví dụ xa hơn cho thấy thay vì có thặng dư trên cổ tức theo báo cáo, doanh nghiệp thực tế thua lỗ trước cổ tức trong giai đoạn 10 năm này.<sup>1</sup>

---

1. Phân tích con số của Stewart Warner Corporation cho giai đoạn 1925-1932 dẫn đến những kết luận tương tự, xuất hiện ở phiên bản năm 1934. Cf. W. A. Hosmer, "The Effect of Direct Charges to Surplus on the Measurement of Income" (tạm dịch: Hiệu ứng của Chi phí Trực tiếp lên Thặng dư trong Đo lường Thu nhập), *Business and Modern Society*. Viết bởi M. P. McNair và H. T. Lewis, trang 113-151, Harvard University Press, 1938.

**Kiểm tra hệ quả của các khoản lời lỗ lên vị thế tài chính của doanh nghiệp.** Một ví dụ về khía cạnh thứ hai được đưa ra trong so sánh với các bảng cân đối kế toán của giai đoạn 1929-1932 của Manhattan Shirt Company và Hupp Motor Car Corporation. Một so sánh tương tự được trình bày dưới đây, bao quát các con số của Plymouth Cordage Company và H. R. Mallinson & Company trong cùng giai đoạn, 1929-1932.

Hạng mục	Plymouth Cordage Co.	H. R. Mallinson & Co.
Thu nhập theo báo cáo (đô-la):		
1930	288.000	1.457.000(d)
1931	25.000	561.000(d)
1932	233.000(d)	200.000(d)
Tổng lợi nhuận (3 năm) (đô-la)	80.000	2.218.000(d)
Cổ tức	1.348.000	66.000
Chi phí trừ thặng dư và dự phòng	2.733.000	116.000
Giảm thặng dư và dự phòng trong 3 năm (đô-la)	4.001.000	2.400.000

#### SO SÁNH BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (ĐƠN VỊ 1.000)

Hạng mục	Plymouth Cordage Co.	H. R. Mallinson & Co.		
Thời gian	30/09/1929	30/09/1932	31/12/1929	31/12/1932
Tài sản cố định và tài sản khác (ròng) (đô-la)	7.211	5.157	2.539	2.224
Tài sản tiền mặt	1.721	3.784	526	20
Khoản phải thu	1.156	668	1.177	170
Hàng tồn kho	8.059	3.150	3.060	621
Tổng tài sản (đô-la)	18.147	12.759	7.302	3.035
Tài sản nợ ngắn hạn (đô-la)	982	309	2.292	486*
Cổ phiếu ưu đãi			1.342	1.281
Cổ phiếu phổ thông	8.108	7.394	500	500
Thặng dư và dự phòng khác	9.057	5.056	3.168	768
Tổng tài sản nợ (đô-la)	18.147	12.759	7.302	3.035
Tài sản ngắn hạn ròng (đô-la)	9.954	7.298	2.471	357
Tài sản ngắn hạn ròng trừ đi hàng tồn kho	1.895	4.143	589(d)	264(d)

\* Bao gồm 32.000 đô-la “tài sản nợ ngắn hạn hoãn lại”.

Bất chấp việc cắt giảm khoản thặng dư lớn của Plymouth Cordage trong những năm này, vị thế tài chính thậm chí còn mạnh hơn vào cuối giai đoạn so với đầu kỳ, giá trị thanh lý trên cổ phiếu (không phải giá trị sổ sách) có phần cao hơn. Mặt khác, các khoản lỗ của Mallinson hầu như nuốt hết tất cả vốn lưu động và tạo ra trở ngại cực kỳ nghiêm trọng ngăn tái lập lại sức mạnh thu nhập trước kia.

*Các khoản lỗ hàng tồn kho có thể cung cấp vị thế tài chính.* Thua lỗ chỉ đến từ giảm giá hàng tồn kho không quá nghiêm trọng như các khoản lỗ được tài trợ bằng tài sản nợ. Nếu giảm giá hàng tồn kho cao hơn khoản thua lỗ, đến nỗi tiền mặt thực际 tăng hay khoản phải trả giảm, nghịch lý thay, có thể nói rằng vị thế tài chính của doanh nghiệp đã được cải thiện dù nó đang chịu các khoản thua lỗ. Cách lập luận này có thể ứng dụng trong phân tích chứng khoán bán ở giá thấp hơn giá trị thanh lý. Cần phải nhắc lại rằng, theo giá thanh lý ước tính, hàng tồn kho thông thường được tính toán ở mức 50-70% giá trị ghi nhận trong bảng cân đối kế toán, con số 75% dựa trên chi phí hay giá thị trường, tùy cái nào thấp hơn.

#### MANHATTAN SHIRT COMPANY (ĐƠN VỊ 1.000)

<b>Hạng mục</b>	<b>Bảng cân đối kế toán, 30/11/1929</b>		<b>Bảng cân đối kế toán, 30/11/1932</b>	
	<b>Giá trị sổ sách</b>	<b>Giá trị thanh ly ước tính</b>	<b>Giá trị sổ sách</b>	<b>Giá trị thanh lý ước tính</b>
Tiền mặt và trái phiếu ở giá thị trường (đô-la)	885	885	1.961	1.961
Khoản phải thu	2.621	2.100	771	620
Hàng tồn kho	4.330	2.900	1.289	850
Tài sản cố định và những tài sản khác	2.065*	500	1.124	300
Tổng tài sản (đô-la)	9.901	6.385	5.145	3.731
Tài sản nợ ngắn hạn	2.574	2.574	100	100
Cổ phiếu ưu đãi	299	299		
Số dư cho cổ phiếu phổ thông (đô-la)	7.028	3.513	5.045	3.631
Số lượng cổ phiếu	281.000	281.000	246.000	246.000
Giá trị trên cổ phiếu (đô-la)	25,00	12,50	20,50	14,75

\* Không bao gồm tài sản lợi thế thương mại.

**TÀI KHOẢN THU NHẬP 1930-1932**

Số dư sau cổ tức cổ phiếu ưu đãi	
1930 .....	318.000 (d)
1931 .....	93.000
1932 .....	139.000 (d)
3 năm .....	364.000 (d)
Cộng vào thặng dư.....	505.000*
Cổ tức cổ phiếu phổ thông .....	<u>723.000</u>
	1.592.000
Trừ chiết khấu cổ phiếu phổ thông đã mua.....	<u>481.000</u>
Giảm thặng dư trong kỳ.....	1.111.000 đô-la*

\* Không tính khoản chuyển 100.000 đô-la vào dự phòng rủi ro.

Kết quả là khoản lỗ từ hoạt động kinh doanh trong báo cáo doanh nghiệp giống như khoản lợi nhuận từ góc nhìn nhà đầu tư định giá hàng tồn kho, ở con số thấp hơn rất nhiều con số sổ sách.

Nếu chúng tôi chỉ xem xét các con số của doanh nghiệp, chắc chắn sẽ có khoản lỗ trong kỳ dẫn đến sụt giảm giá trị cổ phiếu phổ thông. Nhưng nếu nhà đầu tư mua cổ phiếu, ví dụ ở giá 8 đô-la/cổ phiếu năm 1930 (giá thấp nhất trong năm đó là  $6\frac{1}{8}$ ), người này sẽ định giá cổ phiếu một cách logic trên cơ sở giá trị thanh lý, chứ không phải giá trị sổ sách. Theo đó, theo góc nhìn của người này, giá trị nội tại của các khoản nắm giữ sẽ gia tăng trong giai đoạn khủng hoảng từ 12,5 đô-la lên 14,75 đô-la/cổ phiếu, thậm chí sau khi trừ đi các khoản cổ tức đáng kể đã chi trả. Điều thực sự xảy ra là, Manhattan Shirt chuyển phần lớn tài sản thành tiền mặt trong những năm này và duy trì con số thua lỗ nhỏ hơn so với thực tế mà người mua cần trọng có thể dự báo.

Chúng tôi có một trường hợp đối lập, giữa chỉ báo bề ngoài thể hiện trong tài khoản thu nhập và câu chuyện thực được kể bằng bảng cân đối kế toán. Các tình huống như vậy giải thích lý do chúng tôi liên tục khẳng định rằng, phân tích tài khoản thu nhập phải được bổ sung và xác nhận bằng phân tích bảng cân đối kế toán.

Tài sản chuyển thành tiền mặt và việc sử dụng số tiền thu được	Số tiền (đô-la)	“Lỗ kỳ vọng” theo đó và sử dụng khoản chênh lệch (đô-la)
Giảm hàng tồn kho	3.000.000	1.000.000
Giảm khoản phải thu	1.800.000	350.000
Giảm nhà máy	<u>1.000.000</u>	<u>750.000</u>
	5.800.000	2.100.000
Lỗ thực tế được duy trì	<u>800.000</u>	<u>800.000</u>
Khoản ròng được hiện thực hóa	5.000.000	“Lãi” trên cơ sở giá trị thanh lý 1.300.000
Sử dụng như sau:		Sử dụng như sau:
Cho cổ tức cổ phiếu phổ thông	700.000	Cho cổ tức cổ phiếu phổ thông 700.000
Trả các tài sản nợ	2.500.000	Gia tăng giá trị thanh lý 600.000
Mua lại cổ phiếu ưu đãi	300.000	
Thu hồi cổ phiếu phổ thông	500.000	
Tăng tài sản tiền mặt	<u>1.000.000</u>	
	5.000.000	

*Liệu việc giảm giá trị hàng tồn kho thường có phải là khoản lỗ hoạt động hay không?* Câu hỏi tiếp theo liên quan đến các thay đổi trong tài khoản hàng tồn kho, là liệu giảm giá kết chuyển có được xem là khoản lỗ hoạt động hay không. Trong trường hợp của Plymouth Cordage, chúng tôi lưu ý những con số so sánh sau:

Hàng tồn kho ngày 30 tháng 9 năm 1929 .....	8.059.000 đô-la
Hàng tồn kho ngày 30 tháng 9 năm 1929 .....	3.150.000
Giảm .....	60%

Trong lúc này, giá sợi đã giảm hơn 50% và có lý do để tin rằng số pound thực của sợi, dây thừng và dây bện tồn kho trong công ty năm 1932 không thấp hơn nhiều so với năm 1929. Ít nhất phân nửa khoản mất giá trong tài khoản hàng tồn kho chỉ đến từ việc giảm giá đơn vị hàng hóa. Liệu việc giảm giá trị hàng tồn kho từ giảm giá đơn vị thua lỗ hoạt động hay không? Liệu có thể lập luận rằng, nếu tài sản cố định

bị giảm giá khi thẩm định, có lý do để trừ con số giảm này ra khỏi thu nhập thì cũng phải làm tương tự với trường hợp giảm giá kết chuyển hàng tồn kho?

Chúng tôi đã thảo luận điểm này trong phần giải thích về cơ sở “tồn kho thông thường” trong định giá hàng tồn kho, phương pháp áp dụng bởi Plymouth Cordage sau năm 1932. Theo lý thuyết, nhà phân tích có thể cố gắng đặt tất cả doanh nghiệp vào cơ sở hàng tồn kho thông thường khi tính toán sức mạnh thu nhập, nhằm bỏ qua các biến động hàng tồn kho và để thống nhất trong so sánh. Thực tế, người này không có những dữ liệu cần thiết như vậy để tính toán. Do đó, ở đây cũng như trong rất nhiều phân tích khác, người này đưa ra hướng dự phòng chung chứ không chính xác cho các thay đổi trong giá hàng tồn kho.

*Lợi nhuận từ thổi phồng giá hàng tồn kho.* Tầm quan trọng của thay đổi giá hàng tồn kho không chỉ giới hạn trong giai đoạn khủng hoảng, mà còn vào năm 1919 và 1920. Năm 1919, lợi nhuận của các công ty công nghiệp rất lớn. Năm 1920, thu nhập theo báo cáo bất thường nhưng con số tổng khá lớn. Tuy vậy, các khoản lãi trong hai năm này nhiều khả năng là kết quả của lạm phát giá hàng tồn kho, nghĩa là giá hàng hóa cơ bản tăng mạnh. Các khoản lợi nhuận này không chỉ bị đặt câu hỏi về độ chân thực, mà còn đầy rủi ro vì tồn tại các khoản nợ ngân hàng lớn tài trợ vốn cho những món hàng tồn kho bị định giá quá cao này.

*Ví dụ:* Bảng tính toán sau đây bao quát một số công ty công nghiệp hàng đầu, sẽ mô tả rõ sự đối lập giữa các diễn tiến thu nhập thỏa đáng và bảng cân đối kế toán đáng lo ngại giữa năm 1919 và 1920.

### 12 CÔNG TY CÔNG NGHIỆP (CON SỐ TỔNG)

	Năm 1919	Năm 1920	Năm 1919-1920
Thu nhập cho cổ phiếu phổ thông (đô-la)	100.000.000	48.000.000	148.000.000
Cổ tức chi trả	35.000.000	68.000.000	103.000.000
Trữ thặng dư	5.000.000	10.000.000	15.000.000
Cộng vào thặng dư	60.000.000	<i>30.000.000 (giảm)</i>	30.000.000
Gia tăng hàng tồn kho	57.000.000	84.000.000	141.000.000
Thay đổi trong tài sản ngắn hạn ròng	+30.000.000	<i>131.000.000 (giảm)</i>	<i>101.000.000 (giảm)</i>
Gia tăng nhà máy...	33.000.000	169.000.000	202.000.000
Gia tăng vốn hóa	69.000.000	141.000.000	210.000.000
Gia tăng dự phòng		12.000.000	12.000.000

Các doanh nghiệp trong tính toán trên bao gồm American Can, American Smelting & Refining, American Woolen, Baldwin Locomotive Works, Central Leather, Corn Products Refining, Generic Electric, B. F. Goodrich, Lackawanna Steel, Republic Iron & Steel, Studebaker, United States Rubber.

Chúng tôi cũng bổ sung thêm các con số của United States Rubber, để giúp ví dụ thêm cụ thể.

#### U. S. RUBBER (1919-1920)

Thu nhập cho cổ phiếu phổ thông (đô-la):		Trên cổ phiếu
1919.....	12.670.000	17,60 đô-la
1920.....	<u>16.020.000</u>	<u>19,76</u>
Tổng.....	28.672.000	37,36 đô-la
Cổ tức tiền mặt chi trả.....	8.580.000	
Cổ tức cổ phiếu chi trả.....	9.000.000	
Chuyển vào quỹ dự phòng rủi ro.....	6.000.000	
Điều chỉnh thặng dư và dự phòng .....	<u>có 2.210.000</u>	
Gia tăng ròng trong thặng dư và các khoản dự phòng khác .....	7.300.000	

**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (ĐƠN VỊ 1.000)**

Hạng mục	31/12/1918	31/12/1920	Tăng
Nhà máy và những tài sản khác (ròng)	131.000	185.500	54.500
Hàng tồn kho	70.700	123.500	52.800
Tiền mặt và khoản phải thu	49.500	63.600	14.100
Tổng tài sản	251.200	372.600	121.400
Tài sản nợ ngắn hạn	26.500	74.300	47.800
Trái phiếu	68.600	87.000	18.400
Cổ phiếu ưu đãi và phổ thông	98.400	146.300	49.900
Thặng dư và dự phòng khác	57.700	65.000	7.300
Tổng tài sản nợ	251.200	372.600	121.400
Vốn lưu động	93.700	112.800	19.100
Vốn lưu động không bao gồm hàng tồn kho	23.000	10.700(d)	33.700(d)

Các con số của United States Rubber cho năm 1919-1920 thể hiện câu chuyện hoàn toàn đối lập so với con số của Manhattan Shirt trong giai đoạn 1930-1932. Trong ví dụ về Rubber, chúng ta có những con số thu nhập lớn, nhưng vị thế tài chính vô tình bị hủy hoại bởi khoản chi tiêu vốn lớn cho nhà máy và việc mở rộng hàng tồn kho đầy rủi ro. Người mua cổ phiếu sẽ bị dẫn dụ hoàn toàn, nếu chỉ chú ý vào thu nhập theo báo cáo của United States Rubber gần 20 đô-la/cổ phiếu trong năm 1920. Ngược lại, thị trường chứng khoán cũng mắc sai lầm tương tự khi chỉ xem xét các khoản thua lỗ theo báo cáo trong giai đoạn 1930-1932, mà không tham khảo các thay đổi thuận lợi trong bảng cân đối kế toán của nhiều doanh nghiệp xuất hiện cùng giai đoạn này.

Thảo luận của chúng tôi ở đây phải lưu ý rằng, vấn đề lời lỗ hàng tồn kho thuộc về cả hai chủ đề tài khoản thu nhập cũng như chủ đề phân tích bảng cân đối kế toán.

**Nghiên cứu dài hạn về sức mạnh thu nhập và nguồn lực.** Khía cạnh thứ ba khi so sánh bảng cân đối kế toán của những năm liên tiếp không đáng quan tâm quá mức, vì nó chỉ phát huy tác dụng khi nghiên cứu đầy đủ số liệu lịch sử và đặc tính nội tại của doanh nghiệp. Mục đích

của loại phân tích này có thể được thể hiện bằng các ứng dụng sau vào số liệu dài hạn của United States Steel Corporation và Corn Products Refining Company.

**I. UNITED STATES STEEL CORPORATION: PHÂN TÍCH KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG  
VÀ NHỮNG THAY ĐỔI TÀI CHÍNH THEO TỪNG THẬP KỶ, 1903-1932  
(PHÂN TÍCH THỰC HIỆN NĂM 1933)**

Các bảng cân đối kế toán được điều chỉnh để không bao gồm hạng mục tài sản vô hình (“tươi nước”), có giá trị 508.000.000 đô-la ban đầu được thêm vào Tài khoản Tài sản Cố định. Con số này sau đó được bút toán xóa giữa giai đoạn năm 1902 và 1929 bằng cách sử dụng quỹ chìm thường niên (có tổng 182.000.000 đô-la) và các khoản giảm trừ đặc biệt từ thặng dư. Các khoản chi phí quỹ chìm ở đây cũng được loại khỏi tài khoản thu nhập.

**A. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG  
(THEO TRIỆU ĐÔ-LA)**

Hạng mục	Thập kỷ đầu tiên 1903-1912	Thập kỷ thứ hai 1913-1922	Thập kỷ thứ ba 1923-1932	Tổng trong 30 năm
Hàng hóa sản xuất cuối cùng	93,4 tấn	123,3 tấn	118,7 tấn	335,4 tấn
Doanh thu gộp (không bao gồm hạng mục liên công ty) (đô-la)	4.583	9.200	9.185	22.968
Thu nhập ròng*	979	1.674	1.096	3.749
Lãi suất ngân hàng	303	301	184	788
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi	257	252	252	761
Cổ tức cổ phiếu phổ thông	140	356	609†	1.105†
Số dư thặng dư và “dự phòng tự nguyện”	279	765	51	1.095

\* Sau khấu hao, nhưng trừ đi chi phí quỹ chìm doanh nghiệp mè.

† Bao gồm 204.000.000 đô-la nhận được từ bán cổ phiếu.

**B. QUAN HỆ GIỮA THU NHẬP VỚI VỐN TRUNG BÌNH**  
**(ĐƠN VỊ THEO TRIỆU ĐÔ-LA)**

Hạng mục	Thập kỷ đầu tiên	Thập kỷ thứ hai	Thập kỷ thứ ba	Tổng trong 30 năm
Vốn đầu kỳ (đô-la)	987	1.416	2.072	987
Vốn cuối kỳ	1.416	2.072	2.112	2.112
Vốn trung bình	1.200	1.750	2.100	1.700
% thu nhập trên trung bình vốn, theo năm	8,1%	9,6%	5,2%	7,4%
% trả trên năm trong lãi suất và cổ tức trên trung bình vốn	5,8%	5,2%	4,0%*	5,2%*
Trung bình vốn cổ phiếu phổ thông (cổ phiếu phổ thông, thặng dư và dự phòng) (đô-la)	237	620	1.389	816
% thu nhập trên vốn cổ phiếu phổ thông	17,7%	18,3%	4,8%	9,0%
% chi trả trên vốn cổ phiếu phổ thông	5,9%	5,7%	2,9%*	3,7%*
Khấu hao trên năm (đô-la)	24	34	46	35
Tài khoản tài sản cố định trung bình	1.000	1.320	1.600	1.300
Hệ số khấu hao trên tài sản cố định	2,4%	2,6%	2,9%	2,7%

\* Loại bỏ cổ tức cổ phiếu.

## C. THAY ĐỔI BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (ĐƠN VỊ TÍNH: TRIỆU ĐÔ-LA)

Hạng mục	31/12/ 1902	31/12/ 1912	Thay đổi trong thập kỷ đầu tiên	31/12/ 1922	Thay đổi trong thập kỷ thứ hai	31/12/ 1932	Thay đổi trong thập kỷ thứ ba	Thay đổi trong 30 năm
<b>Tài sản (đô-la):</b>								
Tài sản cố định (trừ khấu hao) và những tài sản khác *	820	1.160	+340	1.466	+306	1.741	+275	+921
Tài sản ngắn hạn ròng	167	256	+ 89	606	+ 350	371	- 235	+ 204
Tổng tài sản	987	1.416	+429	2.072	+656	2.112	+40	+1.125
<b>Tài sản nợ (đô-la):</b>								
Trái phiếu	380	680	+300	571	- 109	116	-455	-264
Cổ phiếu ưu đãi	510	360	- 150	360		360	+5	-150
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi tích lũy						5	+5	+5
Cổ phiếu phổ thông	508	508	+279	508	+765	952†	+444	+444
Thặng dư và dự phòng "tự nguyện"	411(d)	132(d)		633		679	+46	+1.090
Tổng	987	1.416	+429	2.072	+656	2.112	+40	+1.125

\* Loại trừ khoản nâng giá 508.000.000 đô-la sau đó đã được bút toán xóa.

† Bao gồm các khoản thặng dư từ bán vốn cổ phần có tổng 81.000.000 đô-la và 204.000.000 cổ tức cổ phiếu phổ thông.

*Tâm quan trọng của các con số trên.* 3 thập kỷ, trông có vẻ đã phân phối đều thu nhập của các năm tốt và năm xấu. Trong thập kỷ đầu tiên, 1904 và 1908 là hai năm khủng hoảng, trong khi 1911 và 1912 là những năm kém hơn bình thường. Giai đoạn thứ hai có 3 năm xấu là 1914, 1921 và 1922 – năm cuối cùng là do chi phí cao chứ không phải do sản lượng thấp. Thập kỷ thứ ba bao gồm 8 năm thịnh vượng theo sau bằng hai cuộc khủng hoảng vô tiền khoáng hậu.

Các con số cho thấy rằng giai đoạn chiến tranh xuất hiện vào giữa thập kỷ, là món quà trời cho với United States Steel khi giúp doanh nghiệp này có thêm 300.000.000 đô-la lợi nhuận, khi so sánh với tỷ lệ được xác lập trong 10 năm đầu tiên. Mặt khác, 10 năm cuối cùng được đánh dấu bằng cú rơi trong tỷ lệ thu nhập trên vốn đầu tư. Khác biệt giữa 5,2% thực sự kiếm được và con số 8% tỷ lệ trung bình thỏa đáng hằng năm có tổng giá trị gần 600.000.000 đô-la cho giai đoạn 10 năm.

Nhìn bức tranh từ góc khác, chúng tôi lưu ý rằng trong 30 năm, đầu tư thực của United States Steel Corporation tăng gấp đôi và năng suất tăng gấp ba. Tuy vậy, sản suất thường niên trung bình chỉ cao hơn 27%, thu nhập thường niên trung bình trước chi phí lãi vay trong giai đoạn 1923-1932 chỉ cao hơn 12% so với giai đoạn 1903-1912. Phân tích này sẽ dấy lên câu hỏi: (1) liệu từ khi kết thúc chiến tranh, ngành thép có chuyển mình từ ngành kinh doanh sung túc thành ngành tương đối không sinh lợi và (2) liệu bước chuyển mình này có phải phần lớn xuất phát từ việc tái đầu tư thu nhập quá mức vào các nhà máy, theo đó tạo ra năng suất dư thừa và dẫn đến giảm biên độ lợi nhuận.

*Tái bút.* Phân tích hợp lý trên thực hiện năm 1933, có thể được đánh giá bằng những diễn tiến kể từ thời điểm đó. Các con số tài khoản nhà máy và thu nhập thường niên nên được điều chỉnh xuống theo những phát triển thực tế diễn ra phía sau: (1) tách biệt con số 269.000.000 đô-la từ tài khoản nhà máy năm 1937 (và bút toán xóa khoản tiền này năm 1938), đại diện cho tài sản vô hình bên cạnh khoản bút toán xóa 508.000.000 đô-la đến năm 1929 và (2) giảm trừ thặng dư 270.000.000 đô-la vào năm 1935

cho các chi phí khấu hao phụ trội tài sản cố định toàn bộ giai đoạn trước đó. Tuy nhiên, những điều chỉnh sau đó không ảnh hưởng lớn đến các kết luận chúng tôi đã rút ra ở trên.

Con số của United States Steel trong những năm trước 1932 dường như có những ảnh hưởng tiêu cực lên nghiên cứu năm 1933. Trong giai đoạn 6 năm 1934-1939, giai đoạn phù hợp nhất để đánh giá sức mạnh thu nhập thông thường, thu nhập trung bình 14 xu/cổ phiếu ưu đãi “Thép”. Các sản phẩm mới, quy trình mới hay lợi nhuận từ chiến tranh... có thể thay đổi bức tranh theo chiều hướng tốt hơn, nhưng giống tiên đoán đầu cơ hơn là kỳ vọng hợp lý dựa trên kết quả kinh doanh trong quá khứ.

## II. PHÂN TÍCH TƯƠNG TỰ CORN PRODUCTS REFINING COMPANY

28 THÁNG 2 NĂM 1906 ĐẾN 31 THÁNG 12 NĂM 1935

### A. TÀI KHOẢN THU NHẬP TRUNG BÌNH

(ĐƠN VỊ 1.000 ĐÔ-LA)

	1906-1915	1916-1925	1926-1935
Thu nhập trước khấu hao (đô-la)	3.798	12.770	14.220
Khấu hao	811	2.538	2.557
Số dư cho lãi suất và cổ tức	2.987	10.232	11.663
Lãi suất trái phiếu	516	264	88
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi (đã trả hay tích lũy)	2.042	1.879	1.738
Số dư cho cổ phiếu phổ thông	429	2.751	8.421
Cổ tức cổ phiếu phổ thông			
Số dư thặng dư	429	5.338	1.416
Số dư thặng dư trong kỳ	4.290	53.384	14.159
Điều chỉnh cổ phiếu phổ thông, thặng dư và dự phòng	Tăng 1.282	Tăng 6.026	Giảm 5.986
Tăng cổ phiếu phổ thông, thặng dư và dự phòng	5.572	59.410	7.173

**B. BẢNG CÂN ĐỔI KẾ TOÁN**

	28/2/1906	31/12/1915	31/12/1925	31/12/1935
Nhà máy (trừ khấu hao) và tài sản khác (đô-la)	49.000	51.840	47.865	34.532
Đầu tư vào công ty con	2.000	4.706	16.203	33.141
Tài sản ngắn hạn ròng	1.000	11.091	42.528	43.192
Tổng (đô-la)	52.000	67.637	106.596	110.865
Trái phiếu	9.571	12.763	2.474	
Cổ phiếu ưu đãi	28.293	29.873	25.004	24.574
Cổ phiếu phổ thông, Thặng dư và Dự phòng khác	14.136	19.708	79.118	86.291
Cổ tức cổ phiếu ưu đãi tích lũy		5.293		
Tổng (đô-la)	52.000	67.637	106.596	110.865

**C. TỶ LỆ THU NHẬP\* VÀ TRẢ TRÊN TỔNG VỐN HÓA  
VÀ TRÊN VỐN CỔ PHẦN**

Hạng mục	1906-1915	1916-1925	1926-1935	29% năm
Vốn hóa trung bình (đô-la)	59.818	87.116	108.730	81.432
Thu nhập theo đó	5,0%	11,8%	10,7%	10,2%
Chi trả theo đó	4,2%	5,6%	9,4%	7,3%
Vốn cổ phần trung bình (đô-la)	16.922	49.413	82.704	50.213
Thu nhập theo đó	2,5%	16,4%	11,9%	12,2%
Chi trả theo đó	-	5,6%	10,2%	7,8%

\* Điều chỉnh Thặng dư và Dự phòng được bỏ ra khỏi thu nhập.

**GHI CHÚ CHO TÍNH TOÁN TRÊN**

1. Tài khoản nhà máy và vốn cổ phần được điều chỉnh thông qua bút toán xóa 36.000.000 đô-la thực hiện năm 1922 và 1923.
2. Trái phiếu lưu hành gia tăng vào năm 1906 và 1912 phản ánh tài sản nợ để đầu tư vào các công ty con. Tài khoản nhà máy cũng tăng cùng con số.
3. Các con số ước tính đủ chính xác được sử dụng trong bảng cân đối kế toán đầu kỳ.
4. Các khoản giảm trừ lãi suất trái phiếu được ước tính cho hai giai đoạn đầu tiên.
5. Các điều chỉnh Cổ phiếu phổ thông, Thặng dư và Dự phòng đại diện chủ yếu cho các thay đổi trong Dự phòng khác và giảm giá chứng khoán khả bán.

*Nhận xét trên các con số của Corn Products Refining Company.* Giai đoạn trước đó, doanh nghiệp có thu nhập thấp bất thường, lẽ ra thu nhập còn kém hơn nếu tính khấu hao đầy đủ. Giống trường hợp của United States Steel, chiến tranh mang lại cho Corn Products những khoản thu nhập lớn. Thập kỷ 1916-1925 được đánh dấu bằng sự gia tăng vốn lưu động và sự sụt giảm nghiêm trọng nợ dài hạn và cổ phiếu ưu đãi. Các khoản chi phí khấu hao cao hơn chi tiêu vốn cho nhà máy mới.

Trong giai đoạn 1925-1935, chúng tôi lưu ý điểm khác biệt quan trọng từ con số của United States Steel trong giai đoạn 1923-1932. Bất chấp tính toán con số của những năm khủng hoảng, Corn Products có khả năng tăng sức mạnh thu nhập tương ứng với vốn đầu tư gia tăng. Lợi nhuận thường niên (cả trước và sau khấu hao) trong thập niên này đều cao hơn khoảng 4 lần so với giai đoạn kết thúc vào năm 1915. (Nếu chúng tôi sử dụng các năm để so sánh, chúng tôi thấy rằng United States Steel thực sự có thu nhập trong giai đoạn 1926-1935 thấp hơn so với năm 1906-1915). Tài khoản tài sản sụt giảm đáng kể (vì tính chi phí khấu hao quá thoảng), nhưng đầu tư cũng gia tăng mạnh ở các công ty con, điều này cho thấy doanh nghiệp đang mở rộng hoạt động kinh doanh.

Rõ ràng là lịch sử của Corn Products Refining Company không mang đến các câu hỏi hay nỗi ngờ vực tương tự như khi nghiên cứu United States Steel Corporation.

**Phần VII**

**CÁC KHÍA CẠNH BỔ SUNG  
CỦA PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN  
- NHỮNG SAU BIỆT GIỮA GIÁ  
VÀ GIÁ TRỊ**

---

## *Giới thiệu Phần VII*

# **ẢO TƯỢNG LỚN CỦA THỊ TRƯỜNG CỔ PHIẾU VÀ TƯƠNG LAI CỦA ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ**

**DAVID ABRAMS**

---

---

Trong nhóm những nhà đầu tư giá trị, bạn sẽ gặp rất nhiều người tuyên bố họ đã đọc hết cuốn *Phân tích chứng khoán* của Benjamin Graham và David Dodd. Hầu hết những người này đều nói quá. Nhiều nhà đầu tư yêu thích và theo đuổi đầu tư giá trị có thể đã đọc cuốn *Nhà đầu tư thông minh*. Nhưng tôi cá rằng, chỉ một số ít đào sâu cuốn *Phân tích chứng khoán* và số người thực sự đọc toàn bộ cuốn sách kinh điển này còn hiếm hoi hơn nữa. Tôi phải thú nhận, mặc dù tôi đã từng đọc rất nhiều phần của *Phân tích chứng khoán*, song tôi chưa bao giờ đọc từng trang một từ đầu đến cuối. Do đó khi được yêu cầu viết giới thiệu cho Phần VII, 100 trang cuối cùng của cuốn sách, đó là lúc tôi bắt đầu đọc lại toàn bộ. Sau hơn 20 năm trong nghề đầu tư, tôi cuối cùng đã đọc cuốn sách tương đương với Phục truyền Luật lệ Ký trong đầu tư giá trị. Phần VII mang tựa đề “Các khía cạnh bổ sung của phân tích chứng khoán. Những sai biệt giữa giá và giá trị”, bao quát rất nhiều nội dung như: định giá chứng khế; khả năng giá trị cổ phiếu phổ thông giảm khi doanh nghiệp phát hành quyền chọn cho ban giám đốc; nhược điểm của phân tích giá trị tương đối; lòng tham của các chuyên viên ngân hàng đầu tư. Trong 75 năm kể từ phiên bản đầu tiên ra đời, cả thế giới nói chung lẫn thị trường tài chính nói riêng đã trải qua nhiều thay đổi to lớn. Tuy nhiên, theo Graham và Dodd, cách thị trường

vận hành, cách các doanh nghiệp vận hành, cách cả nhà đầu tư lẩn gián đốc doanh nghiệp hành động trong những tình huống nhất định sẽ không bao giờ thay đổi.

Thế giới thích phân loại mọi thứ trong những chiếc hộp nhỏ gọn, bao gồm cả phong cách đầu tư. Do đó, các kênh truyền thông tài chính thường tự phong những người tham gia thị trường là nhà đầu tư “giá trị”, “tăng trưởng”, hay “theo xu thế”. Cũng tốt thôi, nhưng tôi phải nói với bạn rằng, tôi đã quan sát rất nhiều nhà đầu tư vĩ đại suốt nhiều năm và chưa từng thấy nhà đầu tư nào liên tục thành công mà không sử dụng chiến lược tiếp cận giá trị hay là trả ít hơn cho thứ gì đó so với giá trị của nó, bây giờ và cả tương lai. Đúng là vài người thích mua những thứ tăng trưởng, một số khác bị thu hút bởi các tài sản giá hời, trong khi nhiều người lại thích tham gia các hoạt động mua bán chênh lệch giá, mua thứ này và bán thứ kia để có lời từ chênh giá. Nhưng tất cả nhà đầu tư thành công tôi từng biết, đều tính toán dựa trên so sánh giá mua tài sản với giá trị hiện tại hay tương lai của chính nó.

Dù cách tiếp cận của họ là gì, rất nhiều nhà đầu tư vẫn sử dụng các nguyên tắc được trình bày trong *Phân tích chứng khoán* để tìm ra món hời. Không ít người đã trở nên giàu có theo cách này, bao gồm cả những người đóng góp cho phiên bản điều chỉnh này của cuốn sách, chưa kể đến những người đủ thông minh để mua Berkshire Hathaway nhiều năm trước. Thành công của họ là chúc thư cho quá khứ huy hoàng của đầu tư giá trị. Nhưng tương lai thì sao? Liệu con đường phía trước có tươi sáng và thịnh vượng hay không? Hay nó sẽ ảm đạm và nghèo nàn? Liệu có nhiều người thực hành những nguyên tắc căn bản của Ben Graham hơn so với số lượng các món hời mà họ có thể tìm thấy không? Liệu có xảy ra tình trạng, quá nhiều nhà đầu tư đổ xô đi tìm kiếm các món hời có nguồn cung giới hạn không? Liệu nhà phân tích chứng khoán nghiêm túc vẫn có thể thành công qua thời gian hay không?

Tôi lạc quan về tương lai của đầu tư giá trị. Chắc chắn có rất nhiều người thông minh và chăm chỉ đang sử dụng các kỹ thuật của Graham và Dodd, nhưng tự thân thị trường tài chính phát triển rất nhanh. Số vốn đầu tư giá trị chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ trên tổng vốn hóa của thị trường tài chính toàn cầu. Quan sát các thị trường trong hai thập kỷ, tôi nhận thấy, thay vì có

quá nhiều môn đệ của Graham và Dodd đi tìm kiếm các cơ hội đầu tư ít ỏi, tiền vẫn có xu hướng di chuyển theo những làn sóng lớn, đi từ xu hướng kỳ quái này sang xu hướng kỳ quái khác. Dường như những người đang kiểm soát khoản tiền kinh xù này ngày càng kém thông minh và ít phức tạp hơn theo thời gian. Riêng thập kỷ vừa qua đã xảy ra những trạng thái cực độ không thể tin được trong giá chứng khoán, bắt đầu từ năm 1999 và 2000 với mức giá bong bóng Internet cao ngất ngưởng, ngay sau đó là thị trường công nghệ sụp đổ. Vào mùa hè năm 2002, chúng ta chứng kiến sự sụp đổ khủng khiếp của thị trường nợ doanh nghiệp. Nhưng nhanh chóng sau đó, các chứng khoán có mức giá cực thấp này được đẩy lên bằng các tiêu chuẩn cho vay rộng rãi và lỏng lẻo nhất từ trước đến nay. Bây giờ, khi tôi viết phần giới thiệu này, thị trường cầm cố đang co cụm lại, tạo ra các cơ hội mới. Chúng ta vẫn chưa thấy được đoạn kết của những thay đổi cực độ này.

Đâu là nguồn cơn dẫn đến những hiện tượng điên khùng này? Câu trả lời của tôi là “Sự ảo tưởng vĩ đại của thị trường cổ phiếu”. Đầu tư nhìn có vẻ đơn giản, đặc biệt trong thế giới của các phần mềm rẻ tiền và giao dịch trực tuyến. Mua cổ phiếu không khó hơn mua một cuốn sách trên Amazon.com. Và vì rất nhiều người đã giàu có trên thị trường cổ phiếu, nhiều người khác tin rằng, bất cứ ai cũng có thể giàu có một cách dễ dàng. Họ đã sai. Tất cả mọi người giàu có trên thị trường cổ phiếu mà tôi biết đều rất chăm chỉ. Graham và Dodd hiểu rằng, cần phải nỗ lực để thành công trên thị trường. Họ viết:

Như chúng tôi đã nhấn mạnh, phân tích sẽ chỉ dẫn đến kết luận tích cực trong số ít trường hợp đặc biệt. Nhà phân tích phải nghiên cứu rất nhiều chứng khoán trước khi tìm ra được một chứng khoán có cơ hội sinh lời thực sự. Người này phát hiện ra những chứng khoán này bằng cách nào? Chủ yếu bằng cách làm việc chăm chỉ và có phương pháp.

Do đó, đúng là bạn có thể làm giàu bằng cách mua và bán cổ phiếu, song, như các tác giả đã nói rõ, sẽ phải lao động chăm chỉ và kiên nhẫn. Tuy nhiên, sự ảo tưởng vĩ đại vẫn tồn tại, có thể vì, giống như diễn viên Zelig trong bộ phim của Woody Allen, thị trường là con tắc kè thay đổi hình dạng để phù hợp với các thời điểm. Đôi khi, nó là bong bóng cổ phiếu công nghệ. Lúc khác, nó núp dưới bóng thị trường cổ phiếu bị định giá cao

đến lố bịch, như trường hợp cuối năm 1980 ở Nhật Bản. Trong vòng xoáy hiện tại, hàng loạt các định chế tài chính khắp Hoa Kỳ đang cố bắt chước bí quyết thành công của David Swensen và đồng nghiệp ở Quỹ Đại học Yale, bằng cách phân bổ tỷ lệ lớn vốn lên “các giám đốc quản lý quỹ đầu tư thay thế”.

Nhưng sự ảo tưởng vĩ đại vẫn chỉ là sự ảo tưởng. Nếu muốn giàu có trên thị trường tài chính, bạn sẽ cần “làm việc chăm chỉ và có phương pháp”. Vì thế, Phần VII cuốn *Phân tích chứng khoán* vẫn rất cần thiết. Thế giới đã thay đổi rất nhiều từ khi cuốn sách lần đầu xuất hiện, vài nội dung được viết không còn xác đáng với các nhà đầu tư ngày nay nữa, những nhược điểm này đáng để nhắc đến.

Điển hình là chứng khế công ty Barnsdall Oil. Graham và Dodd đã kết luận chính xác rằng, chứng khế này bị định giá thấp, vì thị trường định giá chúng ở giá trị nội tại. Tình huống này sẽ không còn xác đáng ngày nay, vì chuyện định giá thấp như vậy sẽ không tồn tại lâu. Ngoài việc nhận định sở hữu chứng khế được giao dịch ở giá trị nội tại sẽ tốt hơn sở hữu một cổ phiếu cơ sở, Graham và Dodd còn lưu ý yếu tố đòn bẩy tồn tại trong chứng khế và quyền chọn. Phân tích này vẫn có giá trị, nhưng chưa đủ xa. Các tác giả nhận ra rằng các chứng khế của Barnsdall Oil bị định giá sai trong tương quan với cổ phiếu phổ thông, nhưng họ không có khả năng cung cấp cho người đọc phân tích đầy đủ hoặc công cụ cần thiết để định giá đúng chứng khế.

Tôi cần phải nói rõ, lợi dụng tình huống tài sản bị định giá sai không hẳn là ý kiến hay. Nếu thị trường chứng khoán phái sinh biết rõ chứng khoán cơ sở bị định giá sai, không có lý do nào để mua nó. Tuy nhiên, nếu chứng khoán cơ sở đang bị định giá sai, thị trường lại định giá thấp chứng khoán phái sinh của nó, nhiều khả năng nhà đầu tư chứng khoán phái sinh sẽ thu được nhiều lợi nhuận. Thực tế, nhà đầu tư sẽ hưởng lợi từ đòn bẩy kép của hai chứng khoán định giá sai: chứng khoán cơ sở và chứng khoán phái sinh. Dù tình huống này hiếm gặp, song nó có thể sinh lợi rất lớn. Nắm bắt được những tình huống định giá sai kép như vậy có thể mang đến khoản lợi nhuận đặc biệt.

Ví dụ minh họa nổi tiếng nhất xảy ra vào cuối thập niên 1980, khi thị trường cổ phiếu Nhật Bản đạt mốc tăng trưởng rất cao, cuối cùng khiến

mức giá bị thổi phồng hoang đường. Trong khi nhiều người tin rằng Nhật Bản đang bước vào “thời đại mới”, sẽ thống trị kinh tế thế giới, thì nhà đầu tư giá trị có cách nhìn khác, cho rằng đây đơn thuần là bong bóng tài chính và thị trường sẽ tự thân điều chỉnh lại. Ở Phố Wall, mọi người hiểu rằng thị trường cổ phiếu Nhật sẽ giảm xuống các mức giá phù hợp và lý trí hơn, tạo cơ hội kiếm lời cho những người tận dụng được tình huống dịch chuyển giá đột ngột.

Trái ngược với cơ sở này, thật đáng kinh ngạc, nhiều người bán quyền chọn sẵn sàng chào mời các quyền chọn bán chỉ số Nikkei ở mức giá cực kỳ rẻ. Tôi nhớ đã hỏi các tay môi giới quyền chọn này rằng: “Những ai đang bán các quyền chọn này?” Họ nói: “Các định chế tài chính Châu Âu”, đó là câu trả lời phổ biến khi các tay môi giới Phố Wall không muốn tiết lộ cho bạn biết chính xác chuyện gì đang xảy ra. Hóa ra rất nhiều tài sản đó được các định chế tài chính Nhật nắm giữ, những tổ chức tự tin thị trường của họ sẽ không bao giờ đi xuống, đến nỗi có thể mua lại các hợp đồng nhiều năm và ghi nhận khoản chênh lệch giá vào thu nhập ngay lập tức. Cuối cùng, thị trường Nhật sụp đổ, công ty tôi làm việc cũng như nhiều nhà đầu tư Hoa Kỳ khác thu được những khoản lợi nhuận kếch xù khi quyền chọn bán tăng giá vùn vụt.

Gần đây hơn, thị trường chứng khoán phái sinh được bảo đảm bằng các khoản vay cầm cố nợ dưới chuẩn cũng mang đến một công thức rủi ro - lợi nhuận méo mó tương tự, dưới hình thức hợp đồng hoán đổi vỡ nợ tín dụng (CDSs). Nhóm quyền chọn bán trái phiếu được đảm bảo bằng các khoản vay cầm cố nợ dưới chuẩn trên tài sản nhà ở. Khi trái phiếu được phát hành, chúng được cả nhà đầu tư lẫn các đơn vị xếp hạng đầu tư xem là an toàn, dựa trên các giả định về hiệu quả của khoản vay cầm cố. Tuy nhiên, vài nhà đầu tư sắc sảo nhận ra rằng, các tài sản cầm cố cơ sở có rủi ro cao và nhiều khả năng sẽ giảm giá hơn, so với giả định ban đầu của người mua CDSs của trái phiếu và chỉ số dưới chuẩn. Khi thị trường nợ dưới chuẩn sụp đổ năm 2007, vài chứng khoán gia tăng giá trị gấp 50 đến 60 lần con số rủi ro. Tất cả mọi giao dịch đều có hai bên thực hiện, do đó sẽ hữu ích nếu bạn có thể biết được cách thức tư duy của bên kia đầu giao dịch. Warren Buffet đã từng viết rằng: “Nếu bạn chơi poker trong vòng 30 phút và bạn vẫn chưa biết ai là thằng khờ, thì bạn chính là thằng khờ.”

## “TÍNH TOÁN ĐI”

Giống với Graham và Dodd, cách tiếp cận ban đầu của tôi đến thị trường chứng khoán phái sinh khá đơn giản. Tôi nhớ rất rõ ngày mà đôi mắt non trẻ của tôi được mở rộng tầm nhìn trước thảm họa và cạm bẫy.

Đó là đầu thập niên 1980, tôi chỉ mới bắt đầu khởi nghiệp ở Phố Wall. Chứng khoán phái sinh vẫn là thị trường non trẻ và quyền chọn cổ phiếu là một trong những công cụ đầu tư đầu tiên, nên thu hút được rất nhiều sự chú ý. Giống với Graham, Dodd và nhiều người khác ở Phố Wall, tôi hiểu bản chất đòn bẩy của quyền chọn cổ phiếu và cách chúng có thể khuếch đại các khoản lợi nhuận (hay thua lỗ) của một cổ phiếu đơn lẻ. Nhưng tôi chẳng biết gì nhiều ngoài những kiến thức căn bản. Tôi làm việc trong phòng rủi ro chênh lệch giá của một công ty thực hiện hàng loạt giao dịch chênh lệch giá quyền chọn mỗi ngày. Dù tôi vẫn chưa hiểu nó là gì, nhưng tôi nhận thấy rằng những anh chàng ngồi cạnh kiem được rất nhiều tiền từ những giao dịch như vậy. Họ đến chỗ làm trước khi thị trường mở cửa, rời đi ngay sau khi thị trường đóng cửa, không bao giờ đọc tờ *Wall Street Journal*, thay vào đó thích đọc mục lá cải trên tờ *New York Post*. Tôi bị tò mò. Do đó, một ngày nọ tôi hỏi xin Ira, giám đốc của công ty, giải thích cho tôi công việc của ông. Cuộc hội thoại kéo dài 2 phút đó đã thay đổi mãi mãi cách tôi nhìn nhận chứng khoán phái sinh và ảnh hưởng sâu sắc lên cách tôi tiếp cận các lĩnh vực còn xa lạ trong tài chính và kinh doanh sau đó.

Ira chỉ vào một cổ phiếu (tôi không nhớ cổ phiếu nào, nhiều khả năng là IBM vì thời điểm đó, mặt trời Phố Wall chỉ lặn và mọc trên những biến động của IBM) và hỏi tôi: “Chuyện gì xảy ra nếu anh mua quyền chọn mua giá 35 đô-la và bán quyền chọn mua giá 40 đô-la, mua quyền chọn bán giá 40 đô-la và bán quyền chọn bán giá 35 đô-la cùng lúc?” Suy nghĩ đầu tiên của tôi là: “Anh sẽ có cả mó lộn xộn”, nhưng tôi không nói suy nghĩ đó ra, mà chỉ tỏ ra hơi bối rối. Thấy tôi vậy, ông ấy nói: “Tính toán đi. Giá trị vào thời điểm đáo hạn là như thế nào?” Chỉ sau vài phút với bút chì và giấy, tôi nhìn lên, vẫn còn chút bối rối và nói: “Nó luôn có giá 5 đô-la”. “Đúng vậy”, ông nói. Nhưng tôi vẫn chưa hiểu ra câu chuyện cho đến khi Ira hỏi, “Chuyện gì xảy ra nếu anh có thể mua nó với giá 4,5 đô-la?” Bingo! Tôi cuối cùng cũng hiểu. Thậm chí dù còn là người mới ở Phố Wall, nhưng tôi

đã thực hiện đủ nhiều giao dịch chênh lệch giá để hiểu điều Ira nói. Thông thường, các hợp đồng quyền chọn có thanh khoản cao nhất là những hợp đồng với ngày đáo hạn đang cận kề; có nghĩa là nếu bạn có thể mua “chiếc hộp”, như cách nó được gọi, bao gồm hai cặp quyền chọn ở giá 4,5 đô-la, bạn chắc chắn kiếm được 11% trên số tiền của mình trong vòng chưa đầy 6 tháng.

Đến lượt tôi hỏi: “Ông có thực sự mua được chúng ở giá 4,5 đô-la không?” “Đôi khi”, ông ấy nói. Và tôi nhận ra ai đã là thằng khờ trong trò chơi poker. Đó chính là tôi. Dựa vào cách tiếp cận quá đơn giản của Graham và Dodd đến thị trường quyền chọn và không hiểu đầy đủ các tính toán trong đầu tư chứng khoán phái sinh, tôi đã không đánh giá cao cách giao dịch có thể được nhìn từ đầu bên kia. Tôi đủ chín muồi để được thu hoạch, như cách họ nói. Có thể ai đó bên kia giao dịch đang mua “chiếc hộp” với giá 4,5 đô-la. Tôi nhận ra rằng, gã đó thông minh hơn tôi. Cảm thấy xấu hổ vì sự khờ khạo của mình, tôi sẽ sẽ vượt qua các giao dịch mới, đánh giá đầu bên kia cao hơn và khiêm nhường hơn về giới hạn kiến thức của bản thân. Tôi sẽ không bao giờ trở thành gã khờ nữa. Cách tiếp cận này đã giúp tôi rất nhiều trong suốt quãng thời gian lập nghiệp của mình.

Không giống với thế giới mà Graham và Dodd đã sống và làm việc, nhà phân tích chứng khoán ngày nay sẽ gặp bất lợi nếu không hiểu rõ cách vận hành của các mô hình định giá quyền chọn và hạn chế của chúng. Các chứng khoán phái sinh không chỉ tràn lan trên thị trường tài chính, mà nhiều doanh nghiệp và định chế đầu tư sử dụng chúng cho các mục đích cả cẩn thận lẫn khinh suất.

Trong quá trình tiếp tục tích lũy kinh nghiệm, tìm hiểu nhiều hơn về quyền chọn và các mô hình định giá chúng, tôi nhận ra một điểm yếu quan trọng trong lý thuyết quyền chọn. Thông thường, các công trình học thuật xây nền móng cho phân tích chứng khoán phái sinh mà nhiều người ở Phố Wall tham khảo, được xây dựng trên giả định thị trường “hiệu quả”. Các tác giả cuốn *Phân tích chứng khoán* sẽ thích thú khi tranh luận với những học

giả này. Họ hiểu rằng tiền đề thị trường hiệu quả không phải lúc nào cũng đúng, khi viết rằng:

*Rõ ràng, các quy trình định giá của thị trường chứng khoán rất phi lý trí và đầy sai lầm. Như chúng tôi đã chỉ ra trong chương đầu tiên, các quy trình này không mang tính hệ thống mà mang tính tâm lý, vì chúng diễn ra trong tâm trí của người mua và bán.*

Vấn đề thị trường hiệu quả xảy ra sau thời của Graham và Dodd, vì thế, hai tác giả không thể thấy trước các quan hệ toán học phức tạp hơn mà sếp của tôi đã chỉ ra. Họ chỉ nhìn vào quan hệ giữa chứng khoán phái sinh và chứng khoán cơ sở, xây dựng phương pháp phân tích chứng khế có phần thô sơ. Tuy vậy, hai tác giả sở hữu vốn hiểu biết sắc bén về cách mà quyền chọn và chứng khế có thể ảnh hưởng đến giá trị tương lai của cổ phiếu phổ thông. Thực tế, họ am hiểu nhiều hơn các chuyên gia kế toán và các nhà phân tích Phố Wall ngày nay. Trong phần nhỏ có tựa đề “Sáng kiến nguy hiểm pha loãng giá trị cổ phiếu”, các tác giả viết:

*Việc công chúng không hiểu rằng tất cả giá trị của chúng khế quyền chọn đều đến từ giá trị của cổ phiếu phổ thông, đã dẫn đến thực hành nực cười, nếu không muốn nói là quá tai hại.*

Phát biểu trên đúng vào bất kỳ thời điểm nào trong thập kỷ vừa qua, vì kế hoạch thù lao được vài doanh nghiệp sử dụng gần đây đã lừa phỉnh các cổ đông, bằng cách che đậy hiệu ứng pha loãng và thổi phồng báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh.

Cho đến gần đây, các doanh nghiệp vẫn không ghi nhận chi phí quyền chọn của ban giám đốc và hội đồng quản trị vào báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh. Vài năm trước, các quy định đã thay đổi, GAAP bắt đầu yêu cầu các doanh nghiệp sử dụng các phương pháp định giá chi phí quyền chọn cổ phiếu. Đó là bước cải thiện quan trọng so với cách làm trước đó không ghi nhận chi phí quyền chọn, nhưng phương pháp mà GAAP quy định cũng giống với phương pháp được nhà phân tích sử dụng để định giá các chứng khoán phái sinh không phải do doanh nghiệp phát hành. Rõ ràng, điều đó không đúng. Nó dẫn đến việc phát hành thêm cổ phiếu và các quyền chọn do công ty phát hành, gia tăng số lượng cổ phiếu

lưu hành trong tương lai, theo đó pha loãng lợi ích của các cổ đông hiện tại. Những cổ đông dài hạn cần nhẫn耐 đầy đủ hệ quả của việc công ty phát hành các quyền chọn cho ban giám đốc; còn không, bản thân họ sớm muộn sẽ bị lừa phỉnh.

## HÃY CẦN THẬN VỚI NHỮNG CHUYÊN VIÊN NGÂN HÀNG ĐẦU TƯ!

Độc giả sẽ thấy thú vị khi biết thêm về hành động lạm dụng xa xưa của các chuyên viên ngân hàng đầu tư, trong khi câu chuyện ở Goldman Sachs và Morgan Stanley có thể mang lại giọt nước mắt hoài niệm khi đọc về những ngày xưa tươi đẹp với mức chênh lệch giá bảo lãnh 20% trên các loại chứng khoán, ví dụ như cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi của American Bantam Car Corporation. Những trang cuối cùng của chương thực sự xuất sắc. Graham và Dodd viết:

*Việc nới lỏng các tiêu chuẩn của chuyên viên ngân hàng đầu tư vào cuối thập kỷ 1920, cùng với việc sử dụng những cách thức tài tình để gia tăng thù lao, đã gây ảnh hưởng tai hại cho quản trị doanh nghiệp. Các quản lý cảm thấy, họ không chỉ có quyền nhận những khoản tiền lương hậu hĩnh, mà còn có đặc quyền tham gia nhận lợi nhuận doanh nghiệp... Nhiều phương thức ranh ma và đáng ngờ thường được sử dụng để bảo đảm những khoản tiền thưởng lớn cho ban giám đốc, mà không tiết lộ đầy đủ thông tin cho cổ đông... Nếu những món thù lao này được công bố, chúng tôi tin rằng lợi ích cá nhân của cổ đông có thể ngăn cản nó vượt qua mọi giới hạn hợp lý.*

Rất nhiều những tình huống vượt quá giới hạn gần đây - từ bong bóng Internet, sự điên cuồng mua các tài sản đòn bẩy, đến thất bại của thị trường vay cầm cố dưới chuẩn - ẩn chứa nhiều bí mật hơn là các hành vi bịa bợm mà Graham và Dodd đã mô tả nhiều năm trước. Hai tác giả ngạc nhiên với vài khoản thù lao quá kếch xù của ban quản trị doanh nghiệp, nhưng họ thậm chí có thể sốc khi biết rằng các giám đốc của NYSE cũng nhận được những khoản thù lao như vậy. Nhà đầu tư ngày nay sẽ nhìn Phố Wall đầy nghi ngờ và quở trách như hai tác giả đã thể hiện trong cuốn sách.

Bất cứ ai hứng thú với đầu tư nên đọc Chương “Sai biệt giữa giá và giá trị”. Nó liệt kê cho độc giả danh sách những hành động nên và không nên

làm, những nơi để tìm kiếm giá trị, những cạm bẫy phải tránh, được minh họa bằng các ví dụ từ thập niên 1930. Rất nhiều người trong chúng ta có xu hướng lăng mạn hóa quá khứ, khi nhà đầu tư rơi vào trạng thái hồi tưởng kia, họ thường nhắc về thời đại của Graham đầy nuối tiếc. Ô, quay trở về thời đó khi cổ phiếu được bán ở mức 7 lần thu nhập và thấp hơn vốn lưu động! Làm nhà đầu tư ở cuối thập niên 1930 thật dễ dàng!

Nhưng chờ chút đã, tôi đã gặp rất nhiều trường hợp có thể khiến Graham phải ghen tị. Thực tế là thị trường tài chính đôi khi mang đến các cơ hội mua tài sản có đặc điểm rủi ro - lợi nhuận đáng kinh ngạc. Sẽ rất tuyệt vời khi nhà đầu tư có cơ hội kiếm khoản tiền kha khá trong trường hợp tệ hại nhất và kiếm được hàng đồng tiền trong trường hợp tuyệt vời nhất. Danh sách cá nhân của tôi bắt đầu bằng Management Assistance Liquidating Trust - khoản đầu tư giá trị thực chất đầu tiên của tôi; trái phiếu cầm cố ưu tiên 2 18% của Public Service of New Hampshire; Executive Life Muni GICs được giao dịch ở giá 25 xu trên 1 đô-la khi thẩm phán tuyên bố rằng việc kháng án “không có cơ sở pháp lý lẽ nào”; cổ phiếu phổ thông của Gentiva chia tách từ vụ sáp nhập, được bán ở giá 1/3 vốn lưu động doanh nghiệp.

Vào khoảng thời gian Ira khai sáng tôi về thị trường quyền chọn, Chris Stavrou – bạn của tôi giới thiệu Management Assistance Liquidating Trust khi chuyển bản fax 10-Q có những ghi chú viết tay cho tôi. Khi Stavrou giải thích, tôi có thể thấy chính xác thứ mà anh ấy thấy: Một cổ phiếu giao dịch ở giá 2 đô-la nhưng có giá trị 4 đô-la. Hơn thế nữa, công ty giờ phải trả cho cổ đông tất cả khoản tiền thu được từ bán tài sản. Đây chắc chắn là tình huống lợi nhuận kép, tôi nhanh chóng bán tất cả khoản nắm giữ khác của mình và đặt 100% tài sản (khoảng 10.000 đô-la) vào cổ phiếu này. Điều tiếc nuối duy nhất là tôi không mua bất kỳ cổ phiếu nào cho công ty mình, vì tôi sợ sếp lúc đó đang đi nghỉ mát, sẽ không chấp thuận khoản đầu tư này.

Một trong những cơ hội xuất hiện gần đây và ngoạn mục nhất là giữa năm 2002, giữa đợt sụp đổ thị trường trái phiếu doanh nghiệp. Các món hời xuất hiện khắp mọi nơi. Nhà đầu tư thị trường trái phiếu doanh nghiệp năm đó đã có mùa bội thu. Tôi giữ phiếu khoán ưu tiên cao vị trí thấp

10,25% của AES, được bán ở giá 15 xu trên 1 đô-la. Ở giá đó, tỷ suất lợi nhuận hiện tại đạt gần 66%. AES là một công ty phức tạp với nhiều tài sản trên toàn thế giới. Hơn nữa, nó được tài trợ vốn theo cách không truyền thống với tập hợp nhiều món nợ theo từng dự án, cũng như những món nợ với mức độ ưu tiên cao thấp khác nhau. Việc sử dụng đòn bẩy cao cộng với sự phức tạp của tài sản cơ sở, khiến thị trường lo lắng về khả năng phá sản của doanh nghiệp. Phân tích của chúng tôi dẫn đến kết luận rằng doanh nghiệp có đủ giá trị và dòng tiền để bảo đảm nợ. Chúng tôi đã đúng. Trái phiếu luôn trả lãi suất đúng hạn và được mua lại ở mệnh giá trong vòng một năm khi giá xuống thấp. Đúng là cửa trời cho! Chắc chắn Ben Graham sẽ lấy làm ngạc nhiên trước sự điên khùng nhất thời của thị trường trái phiếu vào mùa hè năm 2002.

Khi tôi tiếp tục đọc qua Phần VII, tôi đặc biệt ấn tượng bởi cách sử dụng tiếng Anh của hai tác giả. Hiếm có người nào trong giới tài chính có khả năng trình bày các ý tưởng thuyết phục và rõ ràng, ngoại trừ sinh viên xuất sắc và nổi tiếng nhất của họ, Warren Buffett. Chính Graham và Dodd đã sáng tạo ra khái niệm “Ngài thị trường”, đậm đong có tính tình thắt thường, có thể là bạn hoặc thù, nhưng bạn đừng bao giờ nhận lời khuyên từ họ. Các ví dụ tuyệt vời nhất về việc sử dụng ngôn ngữ hiệu quả sẽ nhắc đến trong phần thảo luận về các nhược điểm của “phân tích thị trường”.

Cũng chính Graham và Dodd đã sáng tạo ra thuật ngữ “biên độ an toàn”, đặc biệt hữu ích với các chuyên gia đầu tư đã đóng góp vào phiên bản này của cuốn sách. Tất cả chúng tôi đều là những nhà phân tích cơ bản, những người nghiên cứu các chứng khoán vào một thời điểm, cân đong đo đếm đặc điểm rủi ro và lợi nhuận của từng khoản đầu tư ở mức giá cụ thể. Chúng tôi thỉnh thoảng có những cách nhìn riêng về đích đến của thị trường cổ phiếu, nhưng chúng tôi không dự đoán được hướng đi thị trường. Lý do thì rất nhiều, nhưng tôi nghĩ rằng Graham và Dodd đã viết ra lý do hoàn hảo nhất như sau:

*Trong phân tích thị trường, không tồn tại biên độ an toàn; hoặc bạn đúng, hoặc bạn sai; nếu sai, bạn mất tiền.*

Phát biểu trên thực sự đã tóm gọn đủ ý đúng không? Tuy nhiên, nhiều năm sau, không ít nhà đầu tư vẫn thích công thức hóa cách nhìn riêng của họ về thị trường. Những công ty tốt nhất ở Phố Wall tuyển dụng các chuyên gia chiến lược thị trường, nhiều nhà đầu tư chuyên và không chuyên đều háo hức muốn nghe cách nhìn của những người này. Thực tế này chứng minh rằng, "sự ảo tưởng vĩ đại" vẫn còn tồn tại.

Trong chương cuối cùng, Graham và Dodd đưa ra lời khuyên cho những nhóm đối tượng tham gia thị trường khác nhau, bao gồm các nhà đầu tư nhỏ, nhà đầu tư giàu có và nhà đầu tư tổ chức. Lời khuyên của họ là gì?

Với nhà đầu tư nhỏ quan tâm đến thu nhập, các tác giả cảm thấy rằng khoản đầu tư phù hợp duy nhất là trái phiếu tiết kiệm của chính phủ Hoa Kỳ. Tất nhiên, những chứng khoán này đều đã cho ra kết quả như đã hứa hẹn, nhưng có vài phát triển mà Graham và Dodd đã không và không thể tiên đoán trước. Đầu tiên là các hệ quả mang tính tàn phá của lạm phát diễn ra vào cuối thập niên 1970 và đầu 1980. Vòng xoáy lạm phát cuối cùng cao hơn lãi suất và dẫn đến những khoản thua lỗ của nhà đầu tư trái phiếu. Thứ hai là việc mở rộng thị trường đầu tư thu nhập cố định và sự sinh sôi nảy nở của vô số chứng khoán thu nhập cố định, tạo ra các cơ hội đầu tư giá trị trong thị trường trái phiếu cho những người sẵn sàng chọn lọc các cổ phiếu để tìm ra mức giá bất thường.

Graham và Dodd khuyên những nhà đầu tư lớn và nhỏ tìm kiếm lợi nhuận, nên mua các chứng khoán được giao dịch dưới giá trị nội tại. Họ đề nghị nhà đầu tư hãy trình bày công trình phân tích của mình để nhận lời phê bình từ những người khác. Về bản chất, họ đang khuyến khích tất cả nhà đầu tư nên trở thành những nhà phân tích chứng khoán bán thời gian. Viết trong điều kiện hậu khủng hoảng năm 1929 và cuộc Đại Khủng hoảng diễn ra sau đó, viễn cảnh lợi nhuận tài chính minh chứng trong vài năm trở lại đây là không thể tưởng tượng được. Trong thị trường cạnh tranh cao độ ngày nay, bạn có thể thành công trong vai trò một nhà đầu tư bán thời gian, nhưng tôi không khuyến khích bạn làm chuyện này. Nếu bạn không muốn dành toàn thời gian để nghiên cứu các khoản đầu tư, bạn tốt nhất nên tìm những sự trợ giúp chuyên nghiệp.

Hai tác giả nổi tiếng cũng khuyên các định chế chỉ đầu tư vào thu nhập cố định, nếu hoạt động này đáp ứng được yêu cầu của họ. May thay, Đại học Harvard, Yale và Princeton; những người như Jack Meyer, David Swensen và Andy Golden không nghe theo lời khuyên này. Nhờ vậy, những định chế này có nhiều nguồn lực khả dụng trong tay hơn so với trường hợp nghe theo lời khuyên đó. Với hiểu biết sâu sắc và tư duy độc lập của nhiều cá nhân, những định chế kia mới có được số tài sản trị giá chục tỷ, mang lại lợi thế cạnh tranh to lớn và dài hạn so với những định chế khác kém giàu có hơn. Vượt xa hơn những lời khuyên cụ thể mà Graham và Dodd đã đưa ra, điểm quan trọng nhất mà nhà đầu tư nên đúc kết từ *Phân tích chứng khoán* là: Nhìn vào những con số và hãy suy nghĩ cho bản thân bạn. Tất cả nhà đầu tư vĩ đại đều làm như vậy và đó chính là thứ khiến họ trở nên vĩ đại.

Thú vị thay, ở chương cuối cùng của *Phân tích chứng khoán*, hai tác giả chẳng đưa ra lời khuyên nào cho những người trẻ tuổi vừa bắt đầu sự nghiệp tài chính, sự nghiệp mà họ hy vọng rằng sẽ mang lại giàu có, hạnh phúc và nổi tiếng cho bản thân. Để bổ sung cho thiếu sót đó, tôi đưa ra vài lời khuyên cho nhóm nhà đầu tư này. Rất nhiều chuyên gia đầu tư đọc cuốn sách này giống tôi, đã từng một thời non trẻ, mỏe ở Phố Wall với rất ít tiền trong tài khoản ngân hàng, nhưng tràn đầy năng lượng, hy vọng và có đạo đức nghề nghiệp. Chúng tôi cảm thấy có quan hệ gắn bó với họ. Tôi nghĩ tất cả đều đồng ý rằng, chúng ta đã lựa chọn một nghề nghiệp tuyệt vời. Dù ban đầu động lực thúc đẩy là tiền bạc, song đã từ lâu rồi giàu có không còn là động lực đi làm mỗi ngày nữa. Chúng ta làm điều này vì thích thú. Chúng ta thích thử thách, cảm thấy kích thích và thỏa mãn khi tìm ra một món hời trên thị trường.

Nhiều năm trước, vài giáo sư của Đại học Chicago kết luận rằng, Graham và Dodd đã hoàn toàn sai. Họ nói rằng thị trường hiệu quả. Thực tế, họ nói với những nhà phân tích đang tràn đầy khát khao như bạn rằng: “Đừng bận tâm. Đừng phí thời gian. Thị trường quá hiệu quả để công sức của bạn có thể được tưởng thưởng. Hãy tìm thứ gì khác để làm với cuộc sống của bạn”. Suốt

thời gian dài, những người tham gia giới tài chính tranh cãi chủ đề này, nhiều giáo sư đưa ra lập luận ủng hộ quan điểm của họ và không ít thực hành gia khẳng khái rằng các giáo sư đã sai, bằng cách chỉ ra những trường hợp đặc biệt không thể lý giải được bằng lý thuyết học thuật.

Gần đây, cuộc tranh luận đã chấm dứt, có lẽ do các nhà thực hành quá bận rộn kiếm tiền, quá bận rộn để tìm kiếm chứng khoán bị định giá sai để phung phí thời gian tranh cãi. Vì nghề nghiệp này có tính tưởng thưởng rất cao, chúng tôi có thể nói với bạn rằng, đó là thử thách trí tuệ không ngừng nghỉ để hiểu thế giới tài chính luôn thay đổi và ngày càng toàn cầu hóa, trong cuộc đua tranh đặc biệt thu hút nhiều đối thủ tham gia thị trường tài năng, thông minh và chăm chỉ. Nhưng chính sự cạnh tranh mạnh mẽ của các đồng nghiệp sẽ khiến chúng ta phát huy hết khả năng. Tôi cảm thấy may mắn vì đã gặp rất nhiều người tò mò đầy thông minh, chăm chỉ và tràn đầy động lực trong suốt thời gian ở Phố Wall.

Như vậy, với những nhà phân tích trẻ đầy khát khao, tôi có thể nói với bạn rằng, đáp án cho câu hỏi về thị trường hiệu quả hay không đã rõ ràng: Thị trường đủ thiếu hiệu quả. Bạn có thể hỏi "Đủ cho cái gì?". Đủ thiếu hiệu quả cho tôi và bạn để đôi khi tìm ra những cơ hội tuyệt vời. Không phải hằng ngày hay mỗi tuần, nhưng đủ thường xuyên. "Sự ảo tưởng vĩ đại" vẫn tồn tại, tạo ra rất nhiều cơ hội cho những người sẵn sàng làm công việc đầu tư giá trị khó khăn, đôi khi chán chường và thường buồn tẻ. Chúc bạn săn vui vẻ!

## *Chương 37*

# **CHI PHÍ HUY ĐỘNG VỐN VÀ QUẢN LÝ**

---

---

**H**ãy nghiên cứu chi tiết hơn cách tổ chức và huy động vốn của Petroleum Corporation of America, doanh nghiệp đã được nhắc đến trong chương trước. Công ty này tập trung đầu tư chứng khoán của các doanh nghiệp ngành dầu. Công ty phát hành 3.250.000 cổ phiếu vốn ở giá 34 đô-la/cổ phiếu. Công ty theo đó nhận được khoản tiền ròng 31 đô-la/cổ phiếu hay 100.750.000 đô-la tiền mặt. Nó phát hành các chứng khế đến những người nhận giấu tên, có lẽ là những người chào bán chứng khoán, ngân hàng đầu tư và ban giám đốc trong 5 năm, với quyền mua 1.625.000 cổ phiếu bổ sung cũng ở giá 34 đô-la /cổ phiếu.

Ví dụ này đại diện cho việc huy động đầu tư ủy thác trong giai đoạn này. Như chúng ta sẽ thấy, kỹ thuật huy động vốn này được phát triển trong những năm tăng trưởng mạnh và sử dụng trong giai đoạn khủng hoảng tiếp theo, có khả năng nó được chấp nhận như thực hành tiêu chuẩn để huy động vốn cổ phần cho tất cả các loại doanh nghiệp. Tuy nhiên, cần tìm hiểu ý nghĩa thực sự của cơ cấu huy động tài chính kiểu này, từ góc nhìn người mua cổ phiếu nhận được những gì từ số tiền của họ, và từ góc nhìn vị thế của các ngân hàng đầu tư phát hành các chứng khoán này.

**Chi phí quản lý.** Quỹ ủy thác đầu tư Petroleum Corporation vào tháng 1 năm 1929 bắt đầu với hai tài sản: tiền mặt và ban giám đốc. Người mua cổ phiếu ở giá 34 đô-la trả tiền cho ban giám đốc theo 3 cách:

1. Chênh lệch giữa chi phí mua cổ phiếu và số tiền công ty nhận được. Đúng là chênh lệch 3 đô-la/cổ phiếu này không được trả cho ban giám đốc, mà cho đơn vị bảo lãnh và bán cổ phiếu. Nhưng từ góc nhìn người mua, lý do duy nhất để trả nhiều hơn con số tiền mặt ban đầu là niềm tin rằng, ban giám đốc xứng đáng với khoản chênh lệch này.
2. Bằng giá trị chứng khế quyền chọn được phát hành cho những người chủ. Những chứng khế này về bản chất trao cho người chủ quyền nhận  $\frac{1}{3}$  phần giá trị gia tăng của doanh nghiệp trong vòng 5 năm. (Từ góc nhìn năm 1929, giai đoạn 5 năm mang đến cơ hội đủ lớn để nhận phần chia sẻ từ thành công trong tương lai doanh nghiệp). Nhóm chứng khế này có giá trị thực, giá trị đó đến từ giá trị ban đầu của cổ phiếu phổ thông. Các quan hệ giá giữa cổ phiếu và chứng khế có thể cho chúng ta biết rằng, 1.625.000 chứng khế sẽ lấy đi khoảng  $\frac{1}{6}$  giá trị cổ phiếu phổ thông. Trên cơ sở này,  $\frac{1}{6}$  của 100.750.000 đô-la tiền mặt công ty nhận được ban đầu sẽ ứng với các chứng khế,  $\frac{1}{5}$  ứng với cổ phiếu.
3. Bằng tiền lương mà các giám đốc nhận được và các khoản thuế phụ trội phát sinh từ hình thái doanh nghiệp cổ phần.

Tóm tắt phân tích trên, chúng tôi thấy rằng những người mua cổ phiếu của Petroleum Corporation đang trả mức giá sau cho kỹ năng đầu tư của ban giám đốc:

- |   |                   |
|---|-------------------|
| 1. Chi phí huy động vốn (3 đô-la/cổ phiếu) .....                | 9.750.000 đô-la   |
| 2. Giá trị chứng khế ( $\frac{1}{6}$ trên tiền mặt còn lại).... | khoảng 16.790.000 |
| 3. Khoản giảm trừ tương lai lương của các quản lý.....?         |                   |
| Tổng.....   | 26.540.000 + (1)  |

Ba hạng mục trên cộng lại có thể nói, đã hấp thu khoảng 25% đến 30% con số mà công chúng đầu tư đã trả cho doanh nghiệp. Chúng tôi không chỉ nói đến tỷ lệ phần trăm phải chia sẻ trong lợi nhuận tương lai, mà còn là khoản tiền vốn ban đầu phải trả để đổi lại được ban giám đốc phục vụ.

Bạn nhận được gì từ mức giá phải trả? Nghiên cứu sâu hơn một bước nữa, hãy đặt câu hỏi rằng loại kỹ năng quản lý nào doanh nghiệp này thực sự cần? Hội đồng quản trị bao gồm rất nhiều người xuất chúng về tài chính và đánh giá đầu tư có giá trị. Nhưng cần lưu ý hai hạn chế quan trọng ở đây. Đầu tiên, các thành viên hội đồng quản trị không cần phải toàn tâm toàn ý hay phải đầu tư phần lớn tâm trí vào doanh nghiệp. Họ được cho phép và dường như cố ý, tham gia vào những công việc như vậy ở nhiều doanh nghiệp khác nhau. Lý lẽ thông thường sẽ đề xuất rằng, giá trị của những chuyên gia này với Petroleum Corporation sẽ suy giảm bởi vì họ có quá nhiều quyền lợi khác.

Một hạn chế hiển nhiên hơn xuất phát từ các hoạt động được phỏng chiếu của Corporation. Nó để xuất chỉ tập trung vào lĩnh vực duy nhất – dầu. Phạm vi của đánh giá và phân tích theo đó sẽ bị hạn chế lớn. Hóa ra, quỹ đầu tư này phần lớn chỉ tập trung vào hai công ty liên quan – Prairie Pipe Line Company và Prairie Oil và Gas Company, ngoài ra còn một công ty nữa là Consolidated Oil Corporation. Theo đó Petroleum Corporation sẽ khoác lên mình màu áo của công ty nắm giữ vốn cổ phiếu, trong đó kỹ năng quản trị được giảm xuống mức tối thiểu một khi thương vụ mua được thực hiện.<sup>1</sup>

Chúng tôi buộc phải kết luận rằng, các kế hoạch tài chính kiểu này được minh họa trong trường hợp của Petroleum Corporation of America không thỏa đáng từ góc nhìn người mua cổ phiếu. Điều này đúng, không

1. Phản đối logic tương tự cho việc chi trả “khoản thưởng quản lý” lớn dưới hình thái chứng khế quyền chọn cho những người tổ chức doanh nghiệp đầu tư vốn cổ phần, có thể xuất hiện trong trường hợp của Alleghany Corporation và United Corporation.

chỉ vì tổng chi phí người này phải trả cho ban giám đốc quá cao so với giá trị dịch vụ, mà còn vì chi phí này không được công bố rõ ràng, phần lớn bị che dấu bằng cách sử dụng chứng khế.<sup>1</sup> (Lý luận trên không chỉ dừng lại ở những khoản đầu tư của Petroleum Corporation không sinh lãi.)<sup>2</sup>

*Vị thế công ty ngân hàng đầu tư trong mối quan hệ này.* Câu hỏi thứ hai đến từ ví dụ này cũng rất quan trọng. Vị thế của những công ty ngân hàng đầu tư phát hành chứng khoán như Petroleum Corporation of America là gì? Vị thế này được so sánh với thực hành các năm trước thế nào? Trước cuối thập niên 1920, việc bán cổ phiếu ra công chúng bởi những ngân hàng đầu tư danh tiếng được điều chỉnh bởi 3 nguyên tắc quan trọng sau:

1. Doanh nghiệp phải được xác lập vững chắc, có hồ sơ pháp lý và các con số tài chính đủ để hỗ trợ cho việc mua các chứng khoán ở giá phát hành.
2. Ngân hàng đầu tư phải hành động chủ yếu như người đại diện cho những nhà đầu tư mua cổ phiếu. Nhiệm vụ của nó là bảo vệ khách hàng trước các khoản thù lao quá cao phải trả cho các giám đốc, hay những chính sách không mang lại quyền lợi của cổ đông.
3. Thù lao của ngân hàng đầu tư phải hợp lý. Nó là khoản phí mà doanh nghiệp trả để huy động vốn.

Những nguyên tắc hành động này là ranh giới rõ ràng giữa huy động vốn cổ phần có trách nhiệm và huy động vốn cổ phần theo cách

1. Trong chuỗi “Ghi chú” về lịch sử huy động vốn của United Corporation viết bởi Sanford L. Schamus, trên tờ Columbia Law Review vào tháng 5, 6 và 11 năm 1937, tác giả đề xuất rằng các bản cáo bạch công bố theo quy định của SEC nên bao gồm hệ quả của việc sử dụng chứng khế trên thu nhập và giá trị tài sản. Hãy xem tài liệu này, trang 1173-1174.

2. Đánh giá hoạt động của Petroleum Corporation, phát hành bởi SEC vào tháng 5 năm 1939, chỉ trích mạnh mẽ nhiều thương vụ trong đó ban quản trị quan tâm đến doanh nghiệp ở đầu bên kia thương vụ. Sau năm 1933, trường hợp độc nhất vô nhị xảy ra với Petroleum Corporation khi doanh nghiệp này bị Consolidated Oil mua lại một phần lớn cổ phần (39,8%). Hai doanh nghiệp theo đó trở thành cổ đông lớn nhất của nhau, một tình huống cực kỳ đặc biệt và rất đáng phản đối. Xem Phần 3, Chương II, Báo cáo của SEC về Quỹ Ủy thác Đầu tư và Công ty Đầu tư.

không đúng đắn. Phố Wall có câu châm ngôn rằng, vốn của một doanh nghiệp mới phải được huy động từ những nguồn tư nhân.<sup>1</sup> Những cá nhân này sẽ tự điều tra về doanh nghiệp, tính toán thương vụ và quan sát chặt chẽ doanh nghiệp, tất cả những hành động mang tính an toàn này (bên cạnh cơ hội kiếm lợi nhuận lớn) được xem là cần thiết để quyết định đầu tư vào doanh nghiệp mới. Do đó, việc bán chứng khoán doanh nghiệp mới cho công chúng hầu như chỉ được thực hiện bởi các tay chèo bán chứng khoán “trên trời” và những ngân hàng đầu tư nhỏ có vị thế đáng ngờ. Hầu hết những chứng khoán chào bán này mang tính bịa bợm rõ ràng hoặc gần như vậy, vì các khoản phí tài chính ẩn giấu trong giá bán ra công chúng.

Huy động vốn bằng chứng chỉ ủy thác đầu tư, theo bản chất, chắc chắn vi phạm 3 tiêu chuẩn trên về phát hành cổ phiếu tốt. Các quỹ ủy thác đầu tư là những doanh nghiệp mới; ban giám đốc và các chuyên viên ngân hàng đầu tư gần như là một; thù lao trả cho hoạt động huy động vốn và thù lao ban giám đốc được quyết định bởi những người nhận khoản thù lao đó, mà không có những tiêu chuẩn hợp lý được chấp nhận để kiểm soát khoản thù lao này. Vì thiếu những tiêu chuẩn như vậy và thiếu các thương lượng giá công bằng giữa doanh nghiệp với ngân hàng, hiếm khi có thể hy vọng quyền lợi của người mua chứng khoán được bảo vệ đầy đủ. Do đó, chúng ta phải dự phòng thêm điểm này, thay vì cách nhìn méo mó và tự cho mình là trung tâm giới tài chính trong những năm 1928 – 1929.

**Các phát triển từ năm 1929.** Đã có lúc, ảnh hưởng phi đạo đức của thực hành huy động vốn ủy thác đầu tư sắp sửa lan ra toàn bộ các cổ phiếu phổ thông, thậm chí những ngân hàng hàng đầu cũng sẵn sàng bán chứng khoán của các doanh nghiệp thương mại mới hoặc thành lập chưa đủ lâu,

1. Một ngoại lệ rõ ràng là trường hợp của Chile Copper Company, khi những nguồn quặng lớn được nhìn nhận như lý do để huy động vốn từ công chúng, nhằm đưa mỏ này vào hoạt động. Việc bán cổ phần của Lincoln Motor Company năm 1920 là một trong vài ngoại lệ cho nguyên tắc này. Doanh nghiệp được một người danh tiếng lớn đứng đằng sau, nhưng kết quả vẫn thất bại thảm hại.

mà không có số liệu lịch sử và hoàn toàn căn cứ trên cơ sở thu nhập kỳ vọng tương lai. (Có những dấu hiệu rõ ràng của xu hướng này trong đợt phát hành cổ phiếu của doanh nghiệp bia và rượu vào năm 1933). May thay, vào thời điểm đó, mọi chuyện đã diễn ra theo hướng ngược lại, chúng tôi thấy rằng khá ít cổ phiếu phổ thông được phát hành bởi những ngân hàng đầu tư hàng đầu giờ đây sở hữu đặc điểm các điều khoản bán tương tự như thời điểm trước.<sup>1</sup>

Tuy nhiên, vẫn có khá nhiều đợt phát hành cổ phiếu phổ thông từ năm 1933 được thực hiện bởi những ngân hàng đầu tư có quy mô hay vị thế. Hầu hết những chứng khoán này đại diện cho cổ phiếu của các doanh nghiệp mới, thuộc bất cứ ngành công nghiệp nào dễ tham gia kinh doanh nhất vào thời điểm đó. Năm 1933, chúng ta có các chứng khoán công ty vàng, rượu, bia; còn trong giai đoạn 1938-1939 có trận đại hồng thủy các chứng khoán công ty hàng không. Trong khi đó, các công ty đầu tư không ngừng xuất hiện. Khi nghiên cứu các hoạt động phát hành cổ phiếu phổ thông như vậy, đầu tiên phải nhận ra rằng, ngân hàng đầu tư đứng đằng sau không hành động vì quyền lợi của khách hàng mua chứng khoán. Vì một mặt, công ty mới không phải là thực thể độc lập, có khả năng thương lượng độc lập với nhiều ngân hàng đầu tư khác nhau đại diện cho những khách hàng có tiền đầu tư; mặt khác, bản thân ngân hàng đầu tư vừa là bên chào bán chứng khoán, vừa là người chủ sở hữu của doanh nghiệp mới. Hiểu theo nghĩa đúng, người này huy động vốn từ công chúng cho chính bản thân mình.

**Vai trò mới của các ngân hàng đầu tư.** Nói chính xác hơn, ngân hàng đầu tư phát hành chứng khoán mới hoạt động “hai mặt”. Người này tự đề nghị thương vụ với những người khởi xướng doanh nghiệp, sau đó thực hiện một thương vụ khác với công chúng để huy động số tiền người này đã hứa hẹn với doanh nghiệp. Người này mong muốn và chắc chắn có

1. Ví dụ, xem chào bán cổ phiếu phổ thông New Idea Company năm 1937, General Shoe Company năm 1938, Julius Garfinckel & Company năm 1939.

quyền nhận những khoản tưởng thưởng hào phóng cho nỗ lực của bản thân. Nhưng chính quy mô của khoản thù lao này đã tạo ra thay đổi quan trọng trong quan hệ với công chúng. Sẽ rất khác khi người mua cổ phiếu xem ngân hàng đầu tư là người đại diện kiêm nhân viên của mình; so với việc xem ngân hàng đầu tư là một người đảm nhận cả ba vai trò chào bán – sở hữu – quản lý doanh nghiệp, đang cố gắng huy động vốn để vận hành doanh nghiệp đó.

Khi ngân hàng đầu tư được nhận diện theo cách tiếp cận thứ hai, quyền lợi của công chúng chắc chắn bị ảnh hưởng xấu. Đạo luật Chứng khoán năm 1933 hướng đến việc bảo vệ người mua chứng khoán bằng cách yêu cầu công bố đầy đủ thông tin thích đáng, và bằng cách gia tăng trách nhiệm pháp lý khi giấu giếm hay diễn giải sai thông tin. Dù việc công bố đầy đủ thông tin chắc chắn đáng mong muốn, song nó không có lợi trong thực tế, ngoại trừ với nhà đầu tư lão luyện và khôn ngoan hay nhà phân tích được đào tạo bài bản. Chúng tôi sợ rằng một nhà đầu tư điển hình sẽ không kiên nhẫn đọc bản cáo bạch dài một cách cẩn thận, cũng không hiểu được những ý nghĩa trong đó. Các phương pháp huy động vốn hiện đại không khác gì màn ảo thuật với chiếc túi; chúng có thể được thực hiện trong ánh mắt theo dõi của công chúng mà chẳng thể bị phát hiện ra. Việc sử dụng quyền chọn cổ phiếu như một phần thù lao của những người chào bán – bảo lãnh phát hành là xảo thuật lừa dối cao tay và mới mẻ hơn.

Chúng tôi sẽ thảo luận chi tiết về câu chuyện huy động vốn của hai công ty mới năm 1936 và 1939, với mục đích minh họa đặc điểm các đợt phát hành này và kỹ thuật phân tích cần thiết để đánh giá chúng.<sup>1</sup>

---

1. Trong phiên bản 1934, chúng tôi đã phân tích đợt chào bán cổ phiếu ở Mouquin, Inc. (công ty nhập khẩu rượu) thực hiện tháng 9 năm 1933 ở giá 6,75 đô-la/cổ phiếu. Các con số cho thấy công chúng được yêu cầu mua tổng định giá 1.670.000 đô-la cho một doanh nghiệp có tài sản hữu hình 424.000 đô-la và không có lịch sử thu nhập. Công ty phá sản năm 1937 và khoản đầu tư của công chúng mất hoàn toàn.

Ví dụ A: *American Bantam Car Corporation, tháng 7 năm 1936.* Đợt chào bán này bao gồm 100.000 cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi tích lũy 6%, được bán ra công chúng ở giá 10 đô-la. Mỗi cổ phiếu có thể được chuyển đổi thành 3 cổ phiếu phổ thông. “Đơn vị bảo lãnh phát hành” nhận được khoản hoa hồng gộp 2 đô-la/cổ phiếu, hay 20% giá bán; tuy nhiên, khoản thù lao này chỉ để trả cho hoạt động bán cổ phiếu, mà không bảo đảm việc mua lại cổ phiếu.

Công ty mới mua lại nhà máy của American Austin Car Company, doanh nghiệp bắt đầu năm 1929 với 3.692.000 đô-la tiền mặt và kết thúc trong phá sản. Những người chủ sáng lập Bantam mua lại tài sản của Austin với giá chỉ 5.000 đô-la, nhưng phải chịu các trách nhiệm nợ khác nhau. Sau đó họ đổi khoản mua của mình cộng thêm 500 đô-la tiền mặt để lấy 300.000 cổ phiếu phổ thông cho công ty mới. Nói cách khác, người bán chỉ tốn 5.500 đô-la cộng với thời gian và công sức cho toàn bộ số cổ phiếu phổ thông.

Bản cáo bạch tiết lộ rằng, cổ phiếu ưu đãi được “chào bán có đặc tính đầu cơ”. Khoản đầu cơ đó chỉ thành công khi quyền chuyển đổi có giá trị, vì con số lợi nhuận 6%/cổ phiếu ưu đãi hiếm khi là tỷ lệ lãi thoa đáng cho những rủi ro liên quan. (Đặc điểm rủi ro được thể hiện đủ rõ trong những khoản lỗ lớn của doanh nghiệp trước). Nhưng hãy lưu ý rằng, trước khi quyền chuyển đổi có bất kỳ giá trị gì, cổ phiếu phổ thông phải được bán cao hơn  $3\frac{1}{2}$  đô-la/cổ phiếu. Trong trường hợp này, khoản đầu tư 5.500 đô-la của những người khởi xướng doanh nghiệp sẽ có giá hơn 1.000.000 đô-la. Nói cách khác, trước khi công chúng kịp kiếm lời, những người đó đã nhân tài sản của mình lên 180 lần.

Điển tiến tiếp theo. Tới 30 tháng 6 năm 1939, doanh nghiệp này đã tích lũy khoản lỗ 750.000 đô-la; nó bị buộc phải vay tiền từ R.F.C. và những người giữ cổ phiếu ưu đãi không còn tí vốn cổ phần nào trong tài sản ngắn hạn. Giá cổ phiếu ưu đãi giảm xuống 3 đô-la, cùng lúc đó cổ phiếu phổ thông có giá 0,75 đô-la. Điều này có nghĩa là (nếu giá chào bán là đáng tin), dù công chúng đã mất 70% khoản đầu tư của mình, khoản đóng góp

5.500 của những người khởi xướng doanh nghiệp vẫn có giá trị danh nghĩa 225.000 đô-la.

Ví dụ B: *Aeronautical Corporation of American, tháng 12 năm 1939.* Doanh nghiệp này chào bán ra công chúng 60.000 cổ phiếu mới ở giá 6,25 đô-la. “Đơn vị bảo lãnh phát hành” dù không đưa ra cam kết mua lại bất kỳ cổ phiếu nào, vẫn nhận được ba loại thù lao sau từ thương vụ: (1) 90 xu tiền mặt; (2) 1/20 cổ phiếu, có giá trị danh nghĩa là 31 xu, được gộp từ những cổ đông chính; (3) chứng khế mua  $\frac{1}{2}$  cổ phiếu ở giá dao động giữa 6,25 và 8 đô-la. Nếu cổ phiếu phổ thông thực sự xứng đáng với giá chào bán 6,25 đô-la, chứng khế này chắc chắn có giá ít nhất 1 đô-la/cổ phiếu. Có nghĩa là tổng số hoa hồng đến từ việc bán cổ phiếu là 2,34 đô-la/cổ phiếu, hay hơn  $\frac{1}{3}$  số tiền công chúng phải bỏ ra.

Doanh nghiệp này đã kinh doanh từ năm 1928 và sản xuất dòng máy bay nhẹ Aeronca từ năm 1931. Quy mô kinh doanh tăng trưởng đều đặn từ doanh số 124.000 đô-la năm 1934 lên khoảng 850.000 đô-la năm 1939. Tuy vậy, doanh nghiệp không sinh lãi cho đến cuối năm 1938 khi thể hiện con số lỗ có tổng hơn 500.000 đô-la cho tới thời điểm đó (bao gồm chi phí phát triển được bút toán xóa). Trong 9 tháng rưỡi, cho đến 15 tháng 10 năm 1939, nó lãi 50.000 đô-la. Trước khi chào cổ phiếu mới ra công chúng, nó có 66.000 cổ phiếu lưu hành, giá trị tài sản ròng chỉ 1,28 đô-la/cổ phiếu. Bên cạnh các chứng khế cho 30.000 cổ phiếu được trao cho bên bảo lãnh phát hành, các giám đốc cũng nắm trong tay những chứng khế tương tự cho 15.000 cổ phiếu.

Có lý do thuyết phục để tin rằng, doanh nghiệp này có vị thế thuận lợi trong một ngành đang phát triển. Nhưng phân tích lại cho thấy rằng, công chúng sẽ chẳng nhận được bao nhiêu thu nhập tương lai, vì 3 lý do khác nhau sau đây: (1) vì giá cổ phiếu mới phải khấu trừ đi chi phí bán chứng khoán bằng tiền mặt, (2) vì số lượng tài sản hữu hình ít ỏi mà những người chủ sở hữu ban đầu đóng góp, (3) vì hiệu ứng từ việc pha loãng sẽ lấy đi một phần giá trị gia tăng, nếu có. Để minh họa cho hiệu ứng pha loãng này, hãy giả sử rằng doanh nghiệp thành công đến nỗi giá trị của nó cao hơn

giá trị tài sản hữu hình gấp hai lần sau khi huy động vốn – ví dụ khoảng 1.000.000 đô-la so với con số tài sản hữu hình 484.000 đô-la. Giá trị từ con số 6,25 đô-la mà công chúng đã trả là bao nhiêu? Nếu không có chứng khế lưu hành, giá trị này sẽ khoảng 8 đô-la trên 126.000 cổ phiếu. Nhưng giả sử giá trị của chứng khế là 2 đô-la, cổ phiếu sẽ chỉ có giá khoảng 7,25 đô-la. Do đó, thậm chí dù rất thành công, doanh nghiệp này cũng chỉ thêm vào 16% giá trị cho mức giá mà công chúng đã trả. Nếu mọi thứ đi theo chiều ngược lại, một phần lớn khoản đầu tư sẽ nhanh chóng biến mất.

### **Liệu công chúng có nên tài trợ vốn cho các doanh nghiệp mới?**

Nghiên cứu khá đầy đủ về việc huy động vốn của các doanh nghiệp mới đăng ký với SEC từ năm 1933, mang lại cho chúng tôi cái nhìn lạc quan về kinh tế lành mạnh và giá trị của quốc gia. Đầu tư vốn vào các doanh nghiệp mới là cần thiết cho sự phát triển của Hoa Kỳ, nhưng các doanh nghiệp mới được tài trợ vốn từ công chúng chưa từng đóng góp quan trọng vào quá trình phát triển của quốc gia. Phố Wall luôn nhận ra rằng, vốn cho những doanh nghiệp như vậy nên đến từ tổ chức tư nhân và cá nhân gắn gũi với doanh nghiệp. Do đó, việc bán cổ phiếu của những doanh nghiệp mới chưa bao giờ là hành động được đánh giá cao và những ngân hàng đầu tư hàng đầu sẽ không làm chuyện này. Những kênh ít khó tính hơn để huy động vốn lại có chi phí bán quá cao, đến nỗi cơ hội thành công của doanh nghiệp mới còn non nớt sẽ giảm đi đáng kể.

Theo ý kiến của chúng tôi, lợi ích quốc gia sẽ được bảo đảm tốt nhất bằng cách điều chỉnh Đạo luật Chứng khoán để cấm chào bán ra công chúng chứng khoán của các doanh nghiệp mới và non nớt. Sẽ không dễ để xác định chính xác tiêu chuẩn “doanh nghiệp trưởng thành” như quy mô, số năm hoạt động không thua lỗ..., quyền quyết định nằm ở SEC. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ rằng ranh giới và khó khăn sẽ khá ít. Chúng ta nên vui mừng khi thấy quyền lực và trách nhiệm của SEC bị giảm sút trong những việc vụn vặt không quan trọng; nhưng để bảo vệ công chúng không có khả năng bảo vệ bản thân mình, chúng tôi nghiêng mạnh theo hướng làm luật quyết liệt hơn.

**Chào giá trên trời.** Trong những “ngày xưa tươi đẹp”, các tay chào giá lừa đảo sống dựa vào nghệ thuật bán hàng gây áp lực cao, hiếm khi đưa ra mức chào giá nghiêm túc. Họ có thể bán cổ phiếu của một doanh nghiệp mỏ thậm chí còn chưa bắt đầu khai mỏ, hoặc bán một sáng chế mà chỉ có những đối tác đầu tiên của Henry Ford mới khuyến khích mua. Nạn nhân thực tế đang mua khoản đầu tư “trên trời”. Bất kỳ ai với khả năng nhạy bén kinh doanh tối thiểu, khi nhìn lướt qua cũng có thể nhận ra các doanh nghiệp này hoàn toàn vô lý. Thực tế, chúng ta chỉ cần nhìn vào giấy tờ bóng loáng trong bản cáo bạch cũng đủ để nhận ra đề nghị chào bán này là trò lừa đảo.

Việc thắt chặt các quy định bang và liên bang trước những hành động bịp bợm này đã dẫn đến một hình thức chào mời mua chứng khoán khác. Thay vì chào mua thứ gì đó hoàn toàn vô giá trị, người chào mua sẽ chọn ra một doanh nghiệp thực có thể bán ở mức giá cao hơn nhiều so với giá trị đúng. Bằng cách này, họ sẽ không vi phạm pháp luật mà vẫn trực lợi được từ công chúng đầu tư. Các doanh nghiệp dầu và khai mỏ là những ví dụ tốt nhất cho kiểu phát hành cổ phiếu như vậy, vì dễ dàng khai man giá trị thực. SEC đang ngày càng chú ý đến việc xử lý nghiêm túc loại hình lừa đảo này. Theo lý thuyết, người chào bán có thể chào thứ gì đó có giá trị 1 đô-la với giá 5 đô-la, nếu người này tiết lộ tất cả dữ liệu và không diễn giải sai các thông tin này. Ủy ban Chứng khoán Nhà nước không có quyền quyết định tính chất lành mạnh của chứng khoán mới, hay giá bán đúng đắn (ngoại trừ trường hợp chứng khoán của các công ty tiện ích công cộng được quy định bởi Đạo luật Công ty Giữ vốn Tiện ích Công cộng năm 1935). Thực tế, SEC đang làm tốt nhất có thể dưới rất nhiều áp lực khác nhau, để kiềm chế, thậm chí ngăn cản những hành động chào bán chứng khoán thiếu công bằng. Nhưng công chúng cần nhận ra rằng, quyền lực của Ủy ban Chứng khoán trong vấn đề này rất hạn chế, cách duy nhất là người dự định mua phải phân tích chứng khoán với thái độ đầy nghi ngờ mới bảo đảm bản thân không bị lợi dụng.

Các hoạt động chào bán đặc biệt hấp dẫn với những ngành còn mới mẻ trong mắt công chúng. Các khoản lợi nhuận từ những công ty tiên

phong trong ngành, hay thậm chí những doanh nghiệp phát hành cổ phiếu gần đây, có thể mang lớp vỏ ngoài ảo tưởng dài hạn hoặc tăng trưởng trong tương lai. Do đó, sẽ hợp lý để bán các chứng khoán bị định giá quá cao. Trong những trường hợp phát hành cổ phiếu bia rượu năm 1933, chứng khoán định giá cao tới đâu phụ thuộc hoàn toàn vào lương tâm của bên bảo lãnh. Theo đó, danh sách chào bán cổ phiếu thể hiện tất cả mức độ từ hoàn toàn hợp lý đến hoàn toàn lừa đảo. Bức tranh tương tự xuất hiện trong các đợt phát hành cổ phiếu doanh nghiệp sản xuất máy bay năm 1938-1939. Công chúng cần lưu ý, mỗi khi việc huy động vốn cho một ngành nào đó quá dễ dàng, thì khả năng thương vụ đó trở nên thiếu công bằng và rủi ro quá mức cũng rất cao.

**Hệ quả của ngân hàng đầu tư không lành mạnh.** Việc nói lỏng các tiêu chuẩn ngân hàng đầu tư cuối thập kỷ 1920 và việc các ngân hàng này sử dụng các cách thức tài tính để gia tăng khoản thù lao của mình, gây hậu quả không lành mạnh lên quản trị doanh nghiệp. Những giám đốc cảm thấy bản thân họ không chỉ có quyền nhận những khoản thù lao lớn, mà còn có quyền nhận những phần béo bở trong lợi nhuận doanh nghiệp. Từ góc độ này, thỏa thuận ủy thác đầu tư, được phát kiến bởi những ngân hàng đầu tư để mang lại lợi ích cho chính bản thân họ, tạo ra ví dụ thú vị cho thế giới “làm ăn lớn”.

Liệu giám đốc của các doanh nghiệp lớn và thịnh vượng nhận thù lao hằng năm hàng trăm nghìn, thậm chí triệu đô-la có phù hợp hay không, có lẽ vẫn là câu hỏi mở. Đáp án phụ thuộc vào việc năng lực vượt trội của những người này đóng góp bao nhiêu cho thành công của doanh nghiệp, điều này rất khó để xác định chắc chắn. Tuy nhiên, có nhiều cách thức vòng vo và đáng ngờ thường được ban giám đốc sử dụng, để có thể nhận được những khoản thưởng lớn mà không phải công bố đầy đủ thông tin cho cổ đông. Chứng khế quyền chọn cổ phiếu (hay quyền đăng ký dài hạn) để mua cổ phiếu ở giá thấp, là công cụ xuất sắc để thực hiện mục đích này (chúng tôi đã chỉ ra trong phần thảo luận về quan hệ giữa cổ đông – ban giám đốc). Trong lĩnh vực này, việc công bố thông tin đầy đủ và liên tục

không chỉ đáng mong đợi về mặt lý thuyết, mà còn hữu ích trong thực tế. Hoạt động làm luật của giai đoạn 1933-1934 đánh dấu bước tiến không thể phủ nhận, vì các dữ liệu quan trọng về thù lao của các quản lý giờ đây phải được công bố trong báo cáo đăng ký và tài liệu bổ sung thường niên kèm theo (mẫu 10-K). Với việc công bố các con số thù lao, chúng tôi tin rằng quyền lợi của cổ đông có thể được bảo đảm, để không vượt ra khỏi giới hạn hợp lý.

## *Chương 38*

# **VÀI KHÍA CẠNH CỦA MÔ HÌNH KIM TỰ THÁP DOANH NGHIỆP**

---

---

**M**ô hình kim tự tháp trong tài chính doanh nghiệp mô tả sự hình thành cơ cấu vốn hóa đầu cơ, thông qua một công ty nắm giữ vốn cổ phần hoặc nhóm các công ty như vậy. Mục tiêu chính của cơ cấu này thường hướng đến việc cho phép những người tổ chức ra cơ cấu này kiểm soát một doanh nghiệp lớn bằng khoản đầu tư nhỏ, hoặc những người này không cần vốn đầu tư nhưng vẫn đảm bảo nhận được một phần lớn lợi nhuận thặng dư và giá trị tăng trưởng của doanh nghiệp. Sáng kiến này thường được các nhóm kiểm soát sử dụng để “thu về” những khoản lợi nhuận đầu cơ, cùng lúc đó vẫn giữ được quyền kiểm soát. Với nguồn quỹ sẵn có, những tay lão luyện tài chính này cố gắng mở rộng quyền kiểm soát sang các doanh nghiệp khác. Phương pháp kim tự tháp được minh họa rõ trong các động thái của O. P và M. J. Van Sweringen, bắt đầu bằng việc mua quyền kiểm soát một doanh nghiệp lúc đó không quá lớn là New York, Chicago và St. Louis Railroad, sau đó nhanh chóng mở rộng ra thành “đế chế” kinh doanh đường sắt hùng mạnh.

*Kim tự tháp Van Sweringen.* Giao dịch đầu tiên của Van Sweringen trong ngành đường sắt diễn ra vào năm 1916. Nó bao gồm hành động mua New York Central Railroad Company với tổng tiền 8.500.000 đô-la, bao

gồm cổ phiếu phổ thông và cổ phiếu ưu đãi hình thành quyền kiểm soát New York, Chicago & St. Louis Railroad (được biết đến với tên gọi “Nickel Plate”). Người bán nhận được phiếu khoán 6.500.000 đô-la và 2.000.000 đô-la tiền mặt vay từ ngân hàng Cleveland. Các thương vụ mua lại quyền kiểm soát sau đó của rất nhiều công ty khác được thực hiện bằng những cách khác nhau, bao gồm:

1. Hình thành một doanh nghiệp tư nhân cho mục đích này (ví dụ Western Corporation mua quyền kiểm soát Lake Erie & Western Railroad Company, và Clover Leaf Corporation mua quyền kiểm soát Toledo, St. Louis & Western Railroad Company – cả hai đều trong năm 1922).
2. Sử dụng các nguồn lực của một công ty đường sắt bị kiểm soát để mua lại quyền kiểm soát các công ty khác (ví dụ New York, Chicago & St. Louis Railroad mua lại số lượng lớn cổ phiếu của Chesapeake & Ohio Railway, Pere Marquette Railway Company trong giai đoạn 1923-1925).
3. Hình thành công ty nắm giữ vốn cổ phần để kiểm soát một tuyến đường, bằng việc bán chứng khoán của doanh nghiệp nắm giữ vốn cổ phần cho công chúng (ví dụ Chesapeake Corporation nắm quyền kiểm soát Chesapeake & Ohio Railway Company, bán chính trái phiếu và cổ phiếu của nó cho công chúng, năm 1927).
4. Hình thành công ty nắm giữ vốn cổ phần chung (ví dụ Alleghany Corporation thành lập năm 1929. Dự án đầy tham vọng này kiểm soát rất nhiều công ty đường sắt, than và lĩnh vực khác).

Báo cáo về “Van Sweringen Holding Companies” trình lên Hạ viện năm 1930, bao gồm biểu đồ thú vị thể hiện sự đối lập giữa quyền kiểm soát các công ty của Van Sweringen và số vốn cổ phần khá nhỏ của doanh nghiệp này trên vốn của các doanh nghiệp mà nó kiểm soát.

Cũng có thể nhắc lại việc sử dụng một công ty nắm giữ vốn cổ phần để kiểm soát các tài sản đường sắt theo phương pháp kim tự tháp, đã được thực hiện trước thời chiến, nổi tiếng nhất là trường hợp Rock Island

Company. Doanh nghiệp này thành lập vào năm 1902. Thông qua công ty con trung gian, nó mua lại hầu như tất cả cổ phiếu phổ thông của Chicago, Rock Island & Pacific Railway Company, khoảng 60% vốn cổ phần của St. Louis & San Francisco Railway Company. Để mua những cổ phiếu này, hai doanh nghiệp nắm giữ vốn cổ phần phát hành lượng lớn trái phiếu thế chấp, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông. Năm 1909, cổ phiếu của St. Louis và San Francisco được bán đi. Năm 1915, Rock Island Company và công ty con trung gian đều phá sản; cổ phiếu của công ty vận hành được những người giữ trái phiếu thế chấp tiếp quản; còn cổ phiếu công ty nắm giữ vốn cổ phần hoàn toàn biến mất.

Các công ty	A. Tỷ lệ kiểm soát (%)	B. Tỷ lệ vốn cổ phần (%)
Các công ty nắm giữ vốn cổ phần:		
The Vaness Co.	80,0	27,7
General Securities Corp.	90,0	51,8
Geneva Corp.	100,0	27,7
Alleghany Corp.	41,8	8,6
The Pere Marquette Corp.	71,0	4,1
Virginia Transportation Corp.	100,0	0,7
The Pittston Co.	100,0	0,8
Công ty đường sắt:		
The New York, Chicago & St. Louis R. R. Co.	81,8	4,3
The Chesapeake & Ohio Railway Co.	49,6	0,7
Pere Marquette Railway Co.	54,4	1,0
Erie Railroad Co.	48,3	0,6
Missouri Pacific Railroad Co.	30,8	0,6
The Hocking Valley Railway Co.	50,5	1,7
The Wheeling & Lake Erie Railway Co.	81,0	0,2
Kansas City Southern Railway Co.	53,3	0,3
	20,8	0,9

Kết quả sụp đổ đáng hổ thẹn của doanh nghiệp này được chấp nhận, vào thời điểm đánh dấu chấm hết cho chế độ “tài chính tài phiệt” trong ngành đường sắt. Tuy nhiên, khoảng 10 năm sau, các cách làm không lành mạnh tương tự lại xuất hiện, nhưng ở phạm vi lớn hơn và gây thua lỗ nghiêm trọng hơn cho các nhà đầu tư. Cần nhắc lại rằng, đợt điều tra của Quốc hội

về các công ty nắm giữ vốn cổ phần trong ngành đường sắt năm 1930 là bản sao của đợt điều tra tài chính Rock Island Company của Ủy ban Thương mại Liên Tiểu bang năm 1914. Trí nhớ của giới tài chính thật ngắn ngủi.

**Mô hình kim tự tháp doanh nghiệp đầy tai hại.** Sáng kiến kim tự tháp ảnh hưởng xấu đến công chúng mua chứng khoán từ nhiều góc độ. Nó dẫn đến hiện tượng sáng tạo và bán cho nhà đầu tư nhiều chứng khoán ưu tiên cao không lành mạnh. Nó sinh ra cổ phiếu phổ thông của các công ty nắm giữ vốn cổ phần với sức mạnh doanh thu tăng nhanh giả tạo trong những năm thuận lợi, đồng thời luôn là mục tiêu đầu cơ của đám đông điên cuồng và tai hại. Việc trao quyền kiểm soát cho những doanh nghiệp không có vốn thực (hay có vốn rất nhỏ) là không công bằng, tạo ra những chính sách quản trị vô trách nhiệm và thiếu lành mạnh. Cuối cùng, sáng kiến công ty nắm giữ vốn cổ phần cho phép thổi phồng các con số thu nhập chỉ báo, lợi tức cổ tức, “giá trị sổ sách” trong những khoảng thời gian bùng nổ, theo đó gia tăng cơn sốt đầu cơ và các hoạt động thao túng thị trường. Trong số 4 lập luận phản đối mô hình kim tự tháp doanh nghiệp, 3 lập luận đều khá rõ ràng, còn lập luận cuối đời hỏi phải phân tích để có thể thấy rõ các ý nghĩa của nó.

**Báo cáo quá thu nhập.** Các công ty nắm giữ vốn cổ phần có thể báo cáo quá cao sức mạnh thu nhập, bằng cách định giá cổ tức cổ phiếu mà chúng nhận được từ các công ty con quá cao, hoặc bằng cách cộng các khoản lợi nhuận thu nhập từ việc bán cổ phiếu công ty con.

**Ví dụ:** Tài sản chính của Central States Electric Corporation là khoản cổ phiếu phổ thông nhận cổ tức đều đặn của North American Company. Trước cuối năm 1929, cổ tức cổ phiếu này được Central States báo cáo vào thu nhập ở mức thị giá hiện tại. Như đã giải thích trong chương trước về cổ tức cổ phiếu, trung bình mức thị giá như vậy cao hơn rất nhiều giá trị khoản cổ tức mà North American trừ ra khỏi thặng dư, cũng cao hơn rất nhiều thu nhập có thể phân phối của cổ phiếu phổ thông North American. Do đó, tài khoản thu nhập của Central States Electric tạo ra ấn tượng sai lầm về thu nhập tích lũy của doanh nghiệp này.

Một giao dịch có đặc điểm khác nhưng hệ quả tương tự, được công bố trong báo cáo của American Founders Trust năm 1927. Tháng 11 năm 1927, American Founders chào bán cho cổ đông đặc quyền mua khoảng 88.400 cổ phiếu nhóm B của International Securities Corporation of America ở giá 16 đô-la. International Securities Corporation là công ty con của American Founders; American Founders đã mua cổ phiếu nhóm B của International Securities Corporation bằng tiền mặt ở giá 3,7 đô-la/cổ phiếu năm 1927 với tổng số tiền 1.316.488 đô-la, hầu hết được cổ đông tạo ra thông qua việc mua lại cổ phần công ty con như đã chỉ định ở trên.<sup>1</sup>

*Bóp méo lợi nhuận cổ tức.* Cũng giống với cách phóng đại thu nhập của công ty giữ vốn cổ phần bằng con số cổ tức cổ phiếu phổ thông, lợi nhuận cổ tức trên cổ phiếu cũng có thể bị bóp méo trong suy nghĩ của công chúng bằng những khoản chi trả cổ tức định kỳ có giá trị cao hơn nhiều thu nhập hiện tại. Mọi người dễ dàng tin rằng, giá trị của các quyền đăng ký thường xuyên cũng tương đương với lợi nhuận thu nhập trên cổ phiếu phổ thông. Các doanh nghiệp kim tự tháp tiêu xài hoang phí những quyền đăng ký, vì những quyền này được sinh ra tự nhiên từ các thương vụ mua lại và huy động vốn mới, cả hai đều khuyến khích tham vọng của những người kiểm soát và duy trì cơn sốt đầu tư cho đến khi sụp đổ diễn ra.

Phát hành các quyền đăng ký đôi khi mang đến cho thị trường cổ phiếu cơ hội nuôi dưỡng luận điểm luẩn quẩn đó – niềm vui của những kẻ thao túng và nỗi thống khổ của nhà phân tích. Cổ phiếu công ty A rõ ràng không thể có giá cao hơn 25 đô-la. Hoạt động đầu cơ hay gia tăng lượng tiền đầu tư đã khiến nó tăng lên 75 đô-la. Doanh nghiệp chào bán các quyền chọn mua cổ phiếu bổ sung ở giá 25 đô-la, các quyền này có giá thị trường là 10 đô-la. Với những người đầu cơ, các quyền này tương đương

1. Trong 3 năm 1928-1930, nhóm công ty của American Founders báo cáo tổng lợi nhuận đầu tư ròng khoảng 43.300.000 đô-la; nhưng tất cả khoản tiền này và nhiều khoản khác đến từ lợi nhuận giao dịch liên công ty như được mô tả ở trên.

với món cổ tức đặc biệt 10 đô-la. Nó là khoản lợi tức chia thêm, không chỉ giải thích cho đợt tăng giá lên 75 đô-la, mà còn bảo đảm duy trì tâm lý lạc quan của thị trường và mức giá cao hơn nữa. Với nhà phân tích, toàn bộ động thái này đều mang tính ảo tưởng và cạm bẫy. Quyền đăng ký dù cho ra giá trị gì, cũng chỉ được tạo ra chỉ từ sai lầm của nhà đầu cơ. Tuy nhiên, giá trị nguy hiểm này được chấp nhận như khoản thu nhập thực và làm bằng chứng cho thái độ hào hứng đã sản sinh ra chính nó. Do đó, nghe theo những kẻ chuyên thao túng, công chúng đầu cơ tự đẩy bản thân vào cạm bẫy bằng những mức giá cao đến phi lý.

*Ví dụ:* Giữa tháng 8 năm 1928 và tháng 2 năm 1929, cổ phiếu phổ thông của American và Foreign Power Company tăng từ 33 lên 138%, dù không trả cổ tức. Các quyền đăng ký được chào bán cho cổ đông cổ phiếu phổ thông (và những người giữ chứng khoán khác) để mua cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 đi kèm với chứng khế quyền mua cổ phiếu. Các quyền này có giá trị thị trường ban đầu khoảng 3 đô-la, được nhiều người hiểu là có giá trị tương đương với cổ tức cổ phiếu phổ thông.

*Phóng đại giá trị sổ sách.* Hành động phóng đại giá trị sổ sách có thể được thực hiện trong trường hợp: công ty nắm giữ vốn cổ phần sở hữu hầu hết cổ phiếu của doanh nghiệp con, sau đó xác lập mức giá cao giả tạo cho cổ phiếu của doanh nghiệp con đó, bằng cách thao túng lượng cổ phiếu nhỏ còn lại đang lưu hành trên thị trường. Khi đó, mức giá cao này được sử dụng như cơ sở để xây dựng giá trị sổ sách (đôi khi được gọi là “giá trị thanh lý”) của cổ phiếu công ty nắm giữ vốn cổ phần. Ví dụ đầu tiên là Tobacco Products Corporation sở hữu khoảng 80% cổ phiếu phổ thông của United Cigar Stores Company of America. Một mức giá quá cao dường như được hình thành năm 1927 cho lượng nhỏ cổ phiếu Cigar Store trên thị trường, mức giá cao này được sử dụng để khiến cổ phiếu Tobacco Products trông hấp dẫn hơn trong mắt những người mua thiểu cẩn trọng. Chính sách kế toán và cổ tức cổ phiếu của United Cigar Stores hoàn toàn đáng phản đối, nó đã được thảo luận trước đây và nay cũng góp sức vào chiến dịch thao túng giá này.

Ví dụ đặc biệt nhất về hoạt động phỏng đại giá trị sổ sách có lẽ là trường hợp Electric Bond & Share Company, sở hữu hầu hết chứng khế của American & Foreign Power Company. Toàn bộ cấu trúc vốn dường như được xây dựng để xui khiến công chúng trả những mức giá hão huyền, mà không nhận ra bản thân quá khờ dại. Đánh giá ngắn gọn về các bước khác nhau của quá trình phỏng đại giá trị, sẽ mang lại cách nhìn sáng suốt hơn cho sinh viên phân tích chứng khoán.

Đầu tiên, American & Foreign Power Company phát hành 1.600.000 cổ phiếu phổ thông và chứng khế để mua thêm 7.100.000 cổ phiếu phổ thông ở giá 25 đô-la. Hành động này dẫn đến hiện tượng xác lập mức giá quá cao cho cổ phiếu phổ thông để vốn hóa thu nhập và viễn cảnh của doanh nghiệp, mà không chú ý gì đến sự tồn tại của các chứng khế. Giá cổ phiếu phổ thông được hỗ trợ bởi việc phát hành các quyền đăng ký, như đã giải thích ở trên.

Thứ hai, mức giá cao cho số lượng cổ phiếu phổ thông tương đối nhỏ, tạo ra giá trị cao tương ứng cho hàng triệu chứng khế.

Thứ ba, Electric Bond & Share có thể sử dụng những con số giá trị cao này, từ các khoản nắm giữ cổ phiếu phổ thông và rất nhiều chứng khế American & Foreign Power, để thổi phồng giá trị tương ứng cho cổ phiếu phổ thông của Electric Bond & Share.

*Lợi dụng sáng kiến chứng khế quyền mua cổ phiếu.* Kết quả của quá trình này vào năm 1929 không thể tin được. Thu nhập sẵn có của cổ phiếu phổ thông American & Foreign Power thể hiện xu hướng tăng trưởng dưới đây (phần lớn đến từ các hoạt động mua lại liên tiếp):

Năm	Thu nhập cho cổ phiếu phổ thông (đô-la)	Số lượng cổ phiếu	Thu nhập/cổ phiếu (đô-la)
1926	\$216.000	1.243.988	0,17
1927	856.000	1.244.388	0,69
1928	1.528.000	1.248.930	1,22
1929	6.510.000	1.624.357	4,01

Theo lý thuyết, “cổ phiếu công ty tiện ích công cộng có giá gấp 50 lần thu nhập hiện tại”, mức giá  $199\frac{1}{4}$ /cổ phiếu được ghi nhận trong trường hợp cổ phiếu phổ thông của American & Foreign Power. Điều này khiến chứng khế có giá 174 đô-la. Nhờ vào ma thuật của Phố Wall, thu nhập 6.500.000 đô-la được biến thành giá trị thị trường 320.000.000 đô-la cho cổ phiếu phổ thông và 1.240.000.000 đô-la cho chứng khế, cho ra con số tổng choáng váng 1.560.000.000 đô-la.

Vì hơn 80% chứng khế được Electric Bond & Share Company sở hữu, mức giá cao vô lý này của chứng khoán ưu tiên thấp American & Foreign Power tạo ra hiệu ứng đẩy giá trị thanh lý lên cao vô lý, tương ứng cho cổ phiếu phổ thông Electric Bond và Share Company. Giá trị thanh lý liên tục được sử dụng để lý giải cho các mức giá cao hơn nữa của những chứng khoán phát hành sau này. Vào tháng 3 năm 1929, giá trị danh mục thị trường của doanh nghiệp này tương đương 108 đô-la/cổ phiếu (cổ phiếu mới), so với mức giá dao động từ 91 đến 97 của cổ phiếu doanh nghiệp. Điều này hàm ý cổ phiếu của Electric Bond và Share bị “định giá thấp”. Tháng 9 năm 1929, giá tăng lên  $184\frac{1}{2}$  đô-la. Lúc đó tổng “giá trị thanh lý” khoảng 150 đô-la, “chưa tính đến giá trị của kinh doanh giám sát và xây dựng”. Công chúng đầu tư không nhận ra rằng, một phần lớn “giá trị sổ sách” dựa trên thị giá tài sản là ảo tưởng, dù doanh nghiệp không phải trả gì chỉ vài năm trước đây (khoản thưởng đi kèm với cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 của American & Foreign Power).

Hành động lợi dụng chứng khế này tồn tại dai dẳng trong giai đoạn khủng hoảng sâu của năm 1932-1933. Thời gian thường mang đến đòn trừng phạt, American & Foreign Power một thời huy hoàng đã run rẩy trước nguy cơ bị thụ lý, giá trái phiếu 5% của nó chỉ còn  $15\frac{1}{4}$  đô-la. Tuy nhiên, vào tháng 11 năm 1933, chứng khế có cơ sở rất thiếu bền vững vẫn mang tổng giá trị thị trường gần 50.000.000 đô-la, một con số nực cười so với giá trị rất thấp của chứng khoán ưu tiên cao. Bảng sau thể hiện tính chất vô lý của tình huống này, nó càng vô lý hơn khi xuất hiện trong thời gian giá cổ phiếu xì hơi, vào thời điểm giá trị tương đối phải chịu nhiều đánh giá chẽ hơn.

## (THỊ GIÁ SỬ DỤNG ĐƠN VỊ 1.000)

Chứng khoán	Số lượng lưu hành (đô-la)	Giá tháng 11/1933	Tổng giá trị thị trường, năm 1933 (đô-la)	Giá ngày 31/12 /1938	Tổng giá trị thị trường, 1938
Giấy nợ 5%	50.000	40	20.000	53	26.500
Cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 7 đô-la	480	21	10.100	19½	9.300
Cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 1 6 đô-la	387	15	5.800	15	5.800
Cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 7 đô-la	2.655	12	31.900	9¼	24.900
Cổ phiếu phổ thông	1.850	10	18.500	3½	6.500
Chứng khế	6.874	7	48.100	1	6.900

Đến cuối năm 1938, như thể hiện ở bảng trên, phần lớn yếu tố vô lý đã được điều chỉnh.

**Vài công ty nắm giữ vốn cổ phần không sử dụng mô hình kim tự tháp quá mức.** Để tránh gây hiểu lầm, chúng tôi phải chỉ ra rằng, dù các công ty nắm giữ vốn cổ phần thường sử dụng mô hình kim tự tháp, song điều đó không có nghĩa vơ đũa cả nắm. Công ty nắm giữ vốn cổ phần có thể sử dụng vốn cho các mục đích hoàn toàn chính đáng, như xây dựng cơ chế vận hành thống nhất và tiết kiệm để quản lý các loại hình kinh doanh riêng biệt, đa dạng hóa khoản đầu tư và rủi ro, tạo ra lợi thế kỹ thuật linh hoạt và thuận tiện... Rất nhiều doanh nghiệp lành mạnh và quy mô lớn sử dụng mô hình công ty giữ vốn cổ phần.

**Ví dụ:** United States Steel Corporation hoàn toàn là một công ty giữ vốn cổ phần; dù ban đầu cơ cấu vốn của doanh nghiệp này có vài yếu tố kim tự tháp nhất định, nhưng sau vài năm chúng đã biến mất. American Telephone & Telegraph Company là công ty giữ vốn cổ phần, nhưng cấu trúc tài chính của hãng chưa bao giờ bị chỉ trích gay gắt. General Motors Corporation cũng có thể coi là công ty giữ vốn cổ phần.

Số liệu của công ty giữ vốn cổ phần phải được cân nhắc dựa trên giá trị của chính nó. American Light & Traction Company là ví dụ điển hình về một công ty mẹ nắm giữ vốn cổ phần phục vụ cho các mục đích chính đáng. Còn việc United Light & Railways Company mua lại quyền kiểm soát United Light & Power của doanh nghiệp này, mới được xem là hành động mang đặc tính kim tự tháp.

**Cấu trúc vốn đầu cơ có thể được tạo ra theo các cách khác.** Cấu trúc vốn đầu cơ cũng có thể được tạo ra, mà không cần sử dụng hình thức công ty giữ vốn cổ phần.

*Ví dụ:* Việc tái cấu trúc Maytag Company đã được thảo luận trong chương trước, dẫn đến hệ quả thường thấy ở các công ty giữ vốn cổ phần phát hành chứng khoán ưu tiên cao. Trong trường hợp của Continental Baking Corporation, hình thái công ty giữ vốn cổ phần không phải là nguyên nhân cơ sở gây ra hậu quả mang đặc tính kim tự tháp. Cấu trúc đầu cơ hoàn toàn đến từ việc công ty mẹ tạo ra nhiều cổ phiếu ưu đãi, cấu trúc này lẽ ra vẫn tồn tại nếu Continental Baking trực tiếp mua tất cả tài sản của nó mà không thông qua các công ty con. (Hiện tượng này xảy ra vào năm 1938, khi công ty này mua lại tài sản của các công ty con quan trọng, dẫn đến loại bỏ hình thái công ty giữ vốn cổ phần nhưng vẫn duy trì cấu trúc vốn đầu cơ).

**Các hạn chế pháp lý của mô hình kim tự tháp.** Hậu quả tai hại của mô hình kim tự tháp trong các công ty tiện tích công cộng những năm 1920 đã khiến Quốc hội phải hành động quyết liệt. Đạo luật Công ty Giữ vốn Cổ phần Tiện ích Công cộng năm 1935 có cả hình phạt “án tử hình” cho nhiều hệ thống kim tự tháp hiện hữu, yêu cầu các doanh nghiệp này phải đơn giản hóa cấu trúc vốn và loại bỏ những công ty con hoạt động trong các lĩnh vực độc lập. Các kim tự tháp mới bị ngăn cấm thành lập, bằng cách đưa ra điều kiện: tất cả hoạt động mua lại và huy động vốn mới phải được Ủy ban chấp thuận. Các động thái tương tự cũng được chuẩn bị để điều chỉnh các công ty nắm giữ vốn đường sắt hiện hữu và ngăn hình thành những công ty mới.

Chúng tôi có thể khẳng định rằng, hệ quả sụp đổ của Van Sweringen, Rock Island Company không nhiều khả năng lặp lại trong tương lai. Lĩnh vực công nghiệp chưa từng chào mời những cơ hội tương tự để huy động vốn rủi ro cao, như trong trường hợp các công ty đường sắt và công cộng, song những tay chào bán chứng khoán và phù thủy tài chính tài năng và mưu trí có khả năng sẽ chú ý đến các công ty công nghiệp trong tương lai. Nhà đầu tư và nhà phân tích phải cảnh giác trước những chào mời đầy hào nhoáng này.

## *Chương* 39

# PHÂN TÍCH SO SÁNH CÁC CÔNG TY CÙNG NGÀNH

---

**S**o sánh số liệu của các nhóm doanh nghiệp vận hành trong cùng ngành là công việc thường ngày của người làm phân tích. Những bảng tính toán kiểu này cho phép nghiên cứu từng doanh nghiệp trong bức tranh chung của ngành. Chúng thường giúp tìm ra những trường hợp bị định giá quá thấp hoặc quá cao, hoặc bảo chúng ta nên thay chứng khoán của doanh nghiệp này bằng chứng khoán của doanh nghiệp khác trong cùng ngành.

Trong chương này, chúng tôi sẽ đề xuất các biểu mẫu tiêu chuẩn cho phép phân tích so sánh đó, chúng tôi cũng sẽ thảo luận tầm quan trọng của nhiều hạng mục khác nhau trong các biểu mẫu. Tất nhiên, các biểu mẫu “tiêu chuẩn” này chỉ được sử dụng tổng quát; chúng không hoàn hảo và người sử dụng có thể thay đổi chúng để phục vụ tốt hơn cho mục đích của mình.

### **BIỂU MẪU I. SO SÁNH CÔNG TY ĐƯỜNG SẮT**

#### **A. Vốn hóa:**

1. Chi phí lãi vay.\*
2. Nợ thực (chi phí lãi vay nhân 22).
3. Cổ phiếu ưu đãi theo thị giá (số lượng cổ phiếu nhân với thị giá).
4. Cổ phiếu phổ thông theo thị giá (số lượng cổ phiếu nhân với thị giá).
5. Tổng giá trị vốn hóa.

6. Hệ số nợ thực trên tổng vốn hóa.
7. Hệ số cổ phiếu ưu đãi trên tổng vốn hóa.
8. Hệ số cổ phiếu phổ thông trên tổng vốn hóa.

**B. Tài khoản thu nhập:**

9. Doanh thu gộp.
10. Hệ số chi phí bảo trì trên doanh thu gộp.
11. Hệ số thu nhập vận hành đường sắt (ròng sau thuế) trên doanh thu gộp.
12. Hệ số chi phí lãi vay\* trên doanh thu gộp.
13. Hệ số cổ tức cổ phiếu ưu đãi trên doanh thu gộp.
14. Hệ số số dư cho cổ phiếu phổ thông trên doanh thu gộp

**C. Tính toán:**

15. Hệ số thu nhập trên chi phí lãi vay\*.
15. Cổ phiếu ưu đãi đầu tư (I.P). Hệ số thu nhập trên chi phí lãi vay\* cộng cổ tức cổ phiếu ưu đãi.
16. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông.
17. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, % trên thị giá.
18. Hệ số thu nhập gộp trên tổng giá trị thị trường của cổ phiếu phổ thông (9/4).
16. Cổ phiếu ưu đãi đầu cơ (S.P). Thu nhập trên cổ phiếu ưu đãi.
17. Cổ phiếu ưu đãi đầu cơ (S.P). Thu nhập trên cổ phiếu ưu đãi, phần trăm trên thị giá.
18. Cổ phiếu ưu đãi đầu cơ (S.P). Hệ số thu nhập gộp trên tổng giá trị thị trường của cổ phiếu ưu đãi (9/3).
19. Ghi nợ hoặc có vào thu nhập cho lợi nhuận chưa phân phối hay thua lỗ của công ty con (nếu quan trọng).

**D. Số liệu trung bình 7 năm:**

20. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông.
21. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, % trên thị giá hiện tại của cổ phiếu phổ thông.
20. Cổ phiếu ưu đãi đầu cơ. Thu nhập trên cổ phiếu ưu đãi.
21. Cổ phiếu ưu đãi đầu cơ. Phần trăm trên thị giá hiện tại của cổ phiếu ưu đãi.
22. Hệ số thu nhập trên khoản giảm trừ ròng.
23. Hệ số thu nhập trên chi phí lãi vay.
22. Cổ phiếu ưu đãi đầu tư (I.P). Hệ số thu nhập trên khoản giảm trừ ròng cộng cổ tức cổ phiếu ưu đãi.
23. Cổ phiếu ưu đãi đầu tư (I.P). Hệ số thu nhập trên chi phí lãi vay cộng cổ tức cổ phiếu ưu đãi.

**E. Số liệu xu hướng:**

- 24 đến 30. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông mỗi năm trong vòng 7 năm trở lại.  
(Nếu cần, thu nhập nên được điều chỉnh theo đúng vốn hóa thị trường hiện tại.)
24. Từ Cổ phiếu ưu đãi đầu cơ đến mục 30. S.P. Sử dụng cùng dữ liệu cho cổ phiếu ưu đãi đầu cơ nếu muốn.

**F. Cổ tức:**

31. Tỷ lệ cổ tức cổ phiếu phổ thông.
  32. Lợi tức cổ tức cổ phiếu phổ thông.
- \* Hoặc khấu trừ ròng nếu lớn hơn.

**Các quan sát khi so sánh doanh nghiệp đường sắt.** Thông thường, nghiên cứu sẽ sử dụng con số của năm trước làm cơ sở tham khảo với các báo cáo hiện tại. Nhưng vì con số hoàn chỉnh giờ đây sẵn có theo từng tháng, sẽ hợp lý và hiệu quả hơn để bỏ qua cách phân chia theo năm, thay vào đó sử dụng các kết quả của 12 tháng gần nhất sẵn có. Cách đơn giản nhất để tính được số liệu của 12 tháng là tính toán thay đổi cho đến thời điểm này của năm hiện tại, so với kết quả của năm trước đó.

Ví dụ

**THU NHẬP GỘP CỦA PENNSYLVANIA RAILROAD SYSTEM  
CHO 12 THÁNG KẾT THÚC VÀO THÁNG 6 NĂM 1939**

(1) 6 tháng cho đến tháng 6 năm 1939 (theo báo cáo) .....	189.623.000 đô-la
(2) 6 tháng cho đến tháng 6 năm 1938 (theo báo cáo) .....	167.524.000
(3) Chênh lệch .....	+22.099.000
(4) Năm tài chính 1938.....	360.384.000
12 tháng kết thúc vào tháng 6 năm 1939 (4 cộng 3).....	382.482.000

Bảng tính của chúng tôi bao gồm vài tính toán quan trọng dựa trên con số trung bình 7 năm. Các kết quả trung bình nên được nghiên cứu chi tiết hơn. Để tiết kiệm thời gian, chúng tôi đề xuất chỉ nên tính toán thêm các con số trung bình trong trường hợp các doanh nghiệp đường sắt mà nhà phân tích chọn để nghiên cứu sâu hơn, sau khi nghiên cứu các số liệu theo “biểu mẫu tiêu chuẩn”. Giai đoạn tính toán trung bình nên là 7 năm, dài hơn hay ngắn hơn chủ yếu do đánh giá của từng cá nhân. Theo lý thuyết, nó nên đủ dài để bao quát một chu kỳ dao động, nhưng cũng không quá lâu để chứa các yếu tố và kết quả đã lỗi thời. Ví dụ, giai đoạn 6 năm 1934-1939 có thể xem là tốt hơn so với giai đoạn dài 1933-1939.

Các con số liên quan đến cổ phiếu ưu đãi rơi vào hai nhóm khác nhau, phụ thuộc vào việc xem chứng khoán là lựa chọn đầu tư giá trị cổ

định hay lựa chọn đầu cơ. (Thường thị giá sẽ thể hiện rõ nhóm của chứng khoán). Các hạng mục được đánh dấu “I.P”. được sử dụng trong nghiên cứu cổ phiếu ưu đãi đầu tư; hạng mục đánh dấu “S.P”. được sử dụng trong nghiên cứu cổ phiếu đầu cơ. Trong trường hợp trái phiếu thu nhập ưu tiên thấp, cách thức đơn giản và thỏa đáng nhất sẽ là xử lý chúng như cổ phiếu ưu đãi, song phải ghi chú về tên gọi đúng của chúng. Do đó, lãi suất trái phiếu sẽ bị trừ ra khỏi khoản giảm trừ ròng hay chi phí lãi vay.

Trong so sánh ở bảng trên, chúng tôi sử dụng cách tính toán nợ hiệu lực, bằng cách vốn hóa những khoản giảm trừ ròng hay chi phí lãi vay cố định lớn hơn. Khi sử dụng bảng để hỗ trợ chọn chứng khoán ưu tiên cao cho mục đích đầu tư, cần lưu ý đến hạng mục 22 và 23 (hay 22 “I.P”. và 23 “I.P”), thể hiện biên độ trung bình trên yêu cầu trả lãi (và cổ tức cổ phiếu ưu đãi). Cũng cần cân nhắc các hạng mục 6, 7 và 8 thể hiện việc phân chia tổng vốn hóa giữa chứng khoán ưu tiên cao và vốn cổ phần ưu tiên thấp. (Khi xử lý trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi thuộc nhóm vốn cổ phần ưu tiên thấp; khi xem xét cổ phiếu ưu đãi cho đầu tư, phải tính toán cả nợ hiệu lực). Hạng mục 10 và 19 cũng nên được nghiên cứu, để xem liệu thu nhập có bị báo cáo quá cao vì không tính toán đầy đủ chi phí bảo trì, hay do cộng vào các khoản cổ tức không thực từ những công ty con.

Cách phân tích cổ phiếu ưu đãi đầu cơ thường giống với cách phân tích cổ phiếu phổ thông, mỗi tương đồng này trở nên lớn hơn khi giá cổ phiếu ưu đãi thấp hơn. Tuy nhiên, theo suy luận logic, nên nhớ rằng cổ phiếu ưu đãi luôn kém hấp dẫn hơn so với cổ phiếu phổ thông, nếu cả hai có các con số giống nhau. Ví dụ, một cổ phiếu ưu đãi 6 đô-la có thu nhập 5 đô-la/cổ phiếu, về bản chất ít đáng ao ước hơn một cổ phiếu phổ thông có thu nhập 5 đô-la/cổ phiếu (với cùng các trái quyền ưu tiên xếp trước), vì cổ phiếu phổ thông có quyền nhận tất cả quyền lợi hiện tại và tương lai, trong khi trái quyền cổ phiếu ưu đãi phụ thuộc chặt chẽ vào tương lai.

Khi so sánh cổ phiếu phổ thông đường sắt (và cổ phiếu ưu đãi tương đương), điểm khác biệt là tỷ lệ phần trăm thu nhập trên thị giá. Chúng ta sẽ có được thông tin này ít nhiều khi nghiên cứu hạng mục 10 và 19. Hạng

mục 12 và 18 ngay lập tức sẽ cho chúng ta biết tương đối, liệu doanh nghiệp có cấu trúc vốn hóa đầu cơ hay cẩn trọng. Một doanh nghiệp đường sắt có cấu trúc vốn hóa đầu cơ sẽ thể hiện hệ số giảm trừ ròng trên thu nhập gộp lớn và (thông thường) hệ số cổ phiếu phổ thông ở thị giá trên thu nhập gộp nhỏ. Các doanh nghiệp đường sắt có cấu trúc vốn hóa cẩn trọng sẽ thể hiện những hệ số đối lập.

**Hạn chế trong so sánh doanh nghiệp có cấu trúc vốn hóa đầu cơ và cẩn trọng trong cùng ngành.** Nhà phân tích phải cẩn trọng khi kết luận tính hấp dẫn của hai cổ phiếu phổ thông, khi cổ phiếu này có cấu trúc vốn hóa đầu cơ và cổ phiếu còn lại có cấu trúc cẩn trọng. Hai chứng khoán như vậy sẽ phản ứng khá khác nhau trước những thay đổi xấu hay tốt, lợi thế mà một trong hai sở hữu ở điều kiện hiện tại có thể dễ dàng mất đi nếu các điều kiện này thay đổi.

**Ví dụ:** Năm 1922, thu nhập cổ phiếu phổ thông Union Pacific gần bằng 4 lần thị giá cổ phiếu phổ thông Rock Island. Kết luận rằng Union Pacific “rẻ hơn” dựa trên các con số này là sai lầm, vì cấu trúc vốn hóa tương đối quá khác nhau, khiến hai công ty này không thể so sánh được. Thực tế này được trình bày bằng biểu đồ cổ phiếu phổ thông Rock Island tăng trưởng thu nhập và thị giá lớn hơn nhiều, trong bối cảnh doanh thu gộp chỉ tăng khiêm tốn trong 5 năm sau đó.

Tình huống năm 1927 thì đối lập. Lúc đó, cổ phiếu phổ thông Rock Island thu nhập cao hơn nhiều so với cổ phiếu phổ thông Union Pacific. Tuy nhiên, sai lầm sẽ lặp lại, nếu kết luận rằng cổ phiếu phổ thông Rock Island “về bản chất rẻ hơn”. Cấu trúc vốn hóa đầu cơ của Rock Island khiến nó rất dễ bị tổn thương trước những thay đổi bất lợi, khiến doanh nghiệp này không thể tồn tại qua giai đoạn khủng hoảng sau năm 1929.

**Các ví dụ khác trong Phụ lục.** Cách tiếp cận thực tế đến phân tích so sánh cổ phiếu (và trái phiếu) đường sắt có thể được minh họa tốt nhất, bằng cách so sánh thực hiện nhiều năm trước và gửi đến khách hàng mua dịch vụ của công ty NYSE. Những ví dụ này có thể được tìm thấy trong Ghi chú Phụ lục 66 ở đĩa CD đính kèm. So sánh được thực hiện giữa các doanh

nghiệp đường sắt trong cùng nhóm cấu trúc vốn hóa, trừ trường hợp so sánh Atchison và New York Central, tác giả đặc biệt nhắc đến tính nhạy cảm cao của New York Central trước mọi thay đổi.

### SO SÁNH GIỮA CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG UNION PACIFIC VÀ ROCK ISLAND

Hạng mục	Union Pacific R.R.	Chicago, Rock Island, & Pacific Ry.
A. Thể hiện hiệu ứng của các cải thiện chung:		
Giá cổ phiếu phổ thông trung bình, 1922	140	40
Thu nhập trên cổ phiếu, 1922 (đô-la)	12,76	0,96
% thu nhập trên thị giá, 1922	9,1%	2,4%
Hệ số thu nhập trên chi phí lãi vay cố định và cổ tức cổ phiếu phổ thông, 1922	2,39 lần	1,05 lần
Hệ số doanh thu gộp trên thị giá cổ phiếu phổ thông, 1922	62%	419%
Tăng trưởng doanh thu gộp, 1927 so với 1922	5,7%	12,9%
Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, 1927		
Tăng trưởng thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, 1927 so với 1922 (đô-la)	16,05	12,08
Giá cổ phiếu phổ thông trung bình, 1927	26%	1.158%
Gia tăng giá trung bình, 1927 so với 1922	179	92
B. Thể hiện hiệu ứng của các sự giảm chung:		
Thu nhập trên thị giá trung bình, 1927	28%	130%
Hệ số thu nhập trên chi phí lãi vay cố định và cổ tức cổ phiếu phổ thông, 1927	9,0%	13,1%
Hệ số doanh thu gộp trên thị giá cổ phiếu phổ thông, 1927	2,64 lần	1,58 lần
Giảm doanh thu thuần, 1933 so với 1927	51%	204%
Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, 1933 (đô-la)	46%	54%
Giảm thu nhập cho cổ phiếu phổ thông, 1933 so với 1927	7,88	20,40(d)
Giá cổ phiếu phổ thông trung bình, 1933	51%	269%
Gia giảm giá trung bình, 1933 so với 1927	97	6
	46%	93%

## BIỂU MẪU II. SO SÁNH CÔNG TY TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG

Biểu mẫu so sánh công ty tiện ích công cộng thực tế cũng giống biểu mẫu của công ty đường sắt. Thay đổi duy nhất là: Chi phí lãi vay (được nhắc đến ở dòng 1) nên bao gồm cổ tức cổ phiếu ưu đãi công ty con. Dòng 2 nên được gọi là “Nợ dài hạn và cổ phiếu ưu đãi công ty con”, những con số này nên lấy ra từ trong bảng cân đối kế toán. Hạng mục 22 và 22 I.P., liên quan đến các khoản giảm trừ ròng, là không cần thiết. Hạng mục 10 trở thành “hệ số khấu hao trên doanh thu gộp”. Hạng mục 10M có thể được thêm vào để thể hiện “hệ số chi phí bảo trì trên doanh thu gộp” với các doanh nghiệp công bố thông tin này.

Các quan sát mà chúng tôi nêu ra trong so sánh công ty đường sắt cũng áp dụng được trong trường hợp so sánh công ty tiện ích công cộng. Thay đổi trong tỷ lệ khấu hao cũng quan trọng như thay đổi trong hệ số bảo trì đường sắt. Khi xuất hiện một khác biệt lớn, không nên nghĩ rằng hiển nhiên có những tài sản an toàn và những tài sản không an toàn, mà nên hiểu là, chúng ta có thể đoán chừng như vậy, nhưng vấn đề này phải được nghiên cứu kỹ lưỡng nhất có thể. Không nên hành động dựa trên chỉ báo, rằng một cổ phiếu tiện ích công cộng hấp dẫn hơn cổ phiếu khác (bên cạnh các vấn đề định tính khác), cho đến khi đã nghiên cứu tình hình đánh giá và viễn cảnh thay đổi thuận lợi hay bất lợi. Rút kinh nghiệm từ năm 1933, chúng ta nên cẩn thận lưu ý mọi rủi ro liên quan đến cạnh tranh, từ chính quyền địa phương hay chính quyền liên bang.

## BIỂU MẪU III. SO SÁNH CÔNG TY CÔNG NGHIỆP (CHO CÔNG TY TRONG CÙNG NGÀNH)

Biểu mẫu này khác với hai biểu mẫu ở trên ở nhiều điểm, nó được trình bày đầy đủ ở đây như sau:

### A. Vốn hóa:

1. Trái phiếu ở mệnh giá.
2. Cổ phiếu ưu đãi ở thị giá (số lượng cổ phiếu nhân thị giá).
3. Cổ phiếu phổ thông ở thị giá (số lượng cổ phiếu nhân thị giá).

4. Tổng vốn hóa.
5. Hệ số trái phiếu trên vốn hóa.
6. Hệ số tổng giá trị thị trường của cổ phiếu ưu đãi trên vốn hóa.
7. Hệ số tổng giá trị thị trường của cổ phiếu phổ thông trên vốn hóa.

**B. Tài khoản thu nhập (năm gần đây nhất):**

8. Doanh số gộp.
9. Khấu hao.
10. Doanh thu ròng sẵn có trả lãi trái phiếu.
11. Lãi trái phiếu.
12. Yêu cầu cổ tức cổ phiếu ưu đãi.
13. Số dư cổ phiếu phổ thông.
14. Biên độ lợi nhuận (hệ số của 10 trên 8).
15. % thu nhập trên tổng vốn hóa (hệ số của 10 trên 4).

**C. Tính toán:**

16. Hệ số thu nhập trên chi phí lãi vay.
16. I.P. Hệ số thu nhập trên chi phí lãi vay cộng cổ tức cổ phiếu ưu đãi.
17. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, theo cổ phiếu.
18. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, theo % thị giá.
17. S.P. Thu nhập trên cổ phiếu ưu đãi, theo cổ phiếu.
18. S.P. Thu nhập trên cổ phiếu ưu đãi, theo % thị giá.
19. Hệ số doanh thu gộp trên tổng thị giá cổ phiếu phổ thông.
19. S.P. Hệ số doanh thu gộp trên tổng thị giá cổ phiếu ưu đãi.

**D. Trung bình 7 năm:**

20. Hệ số thu nhập trên chi phí lãi vay.
21. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, theo cổ phiếu.
22. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, theo % thị giá hiện tại.  
(20 I.P., 21 S.P. và 22 S.P. Cổ phiếu ưu đãi cũng được tính toán giống vậy nếu muốn).

**E. Số liệu xu hướng:**

23. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông mỗi năm trong vòng 7 năm trở lại (điều chỉnh theo số cổ phiếu lưu hành nếu cần).
23. S.P. Cùng dữ liệu với cổ phiếu ưu đãi đầu cơ, nếu muốn.

**F. Cổ tức:**

24. Tỷ lệ cổ tức trên cổ phiếu phổ thông.
25. Tỷ lệ lợi tức cổ tức trên cổ phiếu phổ thông.
24. Tỷ lệ cổ tức đã trả trên cổ phiếu phổ thông.
25. Tỷ lệ lợi tức cổ tức đã trả trên cổ phiếu phổ thông.

**G. Bảng cân đối kế toán:**

26. Tài sản tiền mặt.
  27. Khoản phải thu (trừ dự phòng).
  28. Hàng tồn kho (trừ dự phòng hợp lý).
  29. Tổng tài sản ngắn hạn.
  30. Tổng nợ ngắn hạn.
  31. Tài sản ngắn hạn ròng.
  32. Hệ số tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn.
  33. Hệ số hàng tồn kho trên doanh số.
  34. Hệ số khoản phải thu trên doanh số.
  35. Số dư tài sản hữu hình trên tổng vốn hóa.
  36. Giá trị tài sản tiền mặt trên mỗi cổ phiếu phổ thông (trừ tất cả những nghĩa vụ xếp trước).
  37. Giá trị tài sản ngắn hạn ròng trên mỗi cổ phiếu phổ thông (trừ tất cả những nghĩa vụ xếp trước).
  38. Giá trị tài sản hữu hình ròng trên mỗi cổ phiếu phổ thông (trừ tất cả những nghĩa vụ xếp trước).
- (36 S.P., 37 S.P., 38 S.P. - Cùng dữ liệu cho cổ phiếu ưu đãi đầu cơ, nếu muốn).

#### **H. Dữ liệu bổ sung (nếu có sẵn):**

1. Sản lượng đầu ra:

Số đơn vị hàng bán; biên lai trên đơn vị; chi phí trên đơn vị; lợi nhuận trên đơn vị; tổng vốn hóa trên đơn vị; giá trị cổ phiếu phổ thông trên đơn vị.

2. Dữ liệu khác:

Ví dụ: số lượng cửa hàng vận hành; doanh số theo cửa hàng; lợi nhuận theo cửa hàng; lượng quặng dự trữ; tuổi đời mỏ quặng theo tỷ lệ sản xuất hiện tại (hay trung bình).

**Các quan sát khi so sánh công ty công nghiệp.** Có vài nhận xét hữu ích về cách sử dụng biểu mẫu để xuất này. Con số thu nhập ròng phải được điều chỉnh để phản ánh đúng bất kỳ thay đổi giảm trừ nào, bao gồm điều chỉnh lãi lỗ chưa phân phối của công ty con. Nếu các số liệu trong có vẻ không đúng và không được điều chỉnh đúng, tránh sử dụng chúng làm cơ sở so sánh. (Suy luận rút ra từ những con số không đáng tin cậy cũng thiếu độ tin cậy). Không nên cố gắng so sánh chính xác con số khấu hao; chúng chỉ hữu ích trong việc tìm ra các khác biệt lớn và hiển nhiên trong những tỷ lệ khấu hao được sử dụng. Đặc trưng của tính toán hệ số bảo

đảm lãi suất trái phiếu đã được thảo luận trong Chương 17, với trường hợp các doanh nghiệp có hợp đồng thuê quan trọng tương đương với chi phí lãi vay.

Trong khi tỷ lệ phần trăm thu nhập trên thị giá cổ phiếu phổ thông là con số quan trọng nhất trong mọi so sánh, chúng ta cũng phải chú ý đến hạng mục 15, thể hiện tỷ lệ thu nhập trên tổng vốn hóa. Những con số này cùng với hạng mục 7 và 19 (hệ số tổng giá trị thị trường của cổ phiếu phổ thông trên doanh số và vốn hóa), sẽ cho biết vai trò của cấu trúc vốn hóa đầu cơ hay cẩn trọng trong các doanh nghiệp được so sánh.

Trong thực tế, sẽ không an toàn khi dựa dẫm vào thực tế rằng, hệ số thu nhập trên cổ phiếu phổ thông (hạng mục 18) cao hơn trung bình ngành, trừ khi tỷ lệ thu nhập trên tổng vốn hóa (hạng mục 15) cũng cao hơn. Hơn nữa, nếu doanh nghiệp có thu nhập kém hơn, thể hiện doanh số bán theo đô-la trên cổ phiếu phổ thông (hạng mục 19) cao hơn, công ty có thể mang đến những cơ hội đầu cơ lớn hơn trong trường hợp tình hình kinh doanh chung được cải thiện.

Các tính toán bảng cân đối kế toán không quá quan trọng, trừ khi chúng chỉ ra yếu kém tài chính rõ ràng, hoặc thể hiện trường hợp giá trị tài sản ngắn hạn cao hơn nhiều thị giá. Tầm quan trọng của kết quả hiện tại, trung bình 7 năm và con số xu hướng, hoàn toàn dựa trên đánh giá của nhà phân tích. Theo lẽ tự nhiên, chúng tôi cũng tự tin hơn khi các kết quả được xác nhận dựa trên tất cả những chỉ số này.

**Ví dụ về việc sử dụng các biểu mẫu tiêu chuẩn.** Chúng ta nên tham khảo ví dụ về việc sử dụng mẫu tiêu chuẩn để đi đến kết luận về giá trị so sánh. Khảo sát về cổ phiếu phổ thông của các công ty thép niêm yết vào tháng 7 năm 1938 cho thấy rằng, Continental Steel có số liệu tốt hơn trung bình ngành, còn Granite City Steel thể hiện sức mạnh thu nhập thấp hơn nhiều. Hai doanh nghiệp này hoạt động trong cùng nhóm ở ngành thép; chúng có quy mô rất giống nhau, giá cổ phiếu phổ thông cũng giống nhau. Trong bảng tính toán trình bày ở trang 666, chúng tôi đưa ra các con số so sánh hai doanh nghiệp này, loại bỏ vài hạng mục không quan trọng trong biểu mẫu tiêu chuẩn.

*Các nhận định dựa trên phân tích so sánh.* Chúng tôi đề nghị sử dụng con số trung bình 5 năm cho từng hạng mục, được trình bày cùng con số ở 12 tháng gần nhất, vì các điều kiện kinh doanh kém hơn bình thường của năm kết thúc vào 30 tháng 6 năm 1938 khiến chúng ta không nên đặt quá nhiều trọng tâm vào kết quả giai đoạn này. Granite City báo cáo theo năm, trong khi Continental sử dụng hai mốc tài khóa 30 tháng 6 và 31 tháng 12 trong giai đoạn 1934-1938. Các con số sẵn có theo quý hay bán niên, khiến vấn đề tính toán con số 12 tháng kết thúc vào giữa năm trở nên đơn giản hơn cho nhà phân tích.

Phân tích dữ liệu này tiết lộ duy nhất một điểm về tính vượt trội của Granite City Steel, đó là doanh nghiệp này có ít chứng khoán ưu tiên cao hơn. Tuy nhiên, đây không hẳn là một lợi thế, vì số lượng cổ phiếu phổ thông ít ỏi của Continental khiến chúng nhạy cảm hơn trong những điều kiện thuận lợi cũng như bất lợi. Số liệu cho năm tài chính tháng 6 năm 1938 và trung bình 5 năm cho thấy, Continental có những ưu điểm vượt trội ở các hạng mục sau:

Thu nhập trên thị giá cổ phiếu phổ thông.

Thu nhập trên tổng giá trị thị trường.

Hệ số doanh thu gộp trên thị giá cổ phiếu phổ thông.

Biên độ lợi nhuận.

Khấu hao tài khoản nhà máy.

Vị thế vốn lưu động.

Giá trị tài sản hữu hình.

Lợi nhuận từ cổ tức.

Xu hướng thu nhập.

Nếu so sánh này được thực hiện trước năm 1934, chúng ta sẽ thấy Granite City có lợi thế đáng ghi nhận trong những năm khủng hoảng từ giữa 1930 đến giữa 1933. Trong khoảng thời gian này, nó thu nhập và trả cổ tức, trong khi Continental Steel báo cáo khoản lỗ nhỏ. Rất thú vị là trong cuộc suy thoái gần đây, các con số đã thay đổi, Continental Steel kinh doanh rất

tốt, trong khi Granite City quá kém. Tất nhiên, các kết quả năm 1937-1938 phải được chú ý hơn quá khứ xa xưa. Nhà phân tích kỹ lưỡng sẽ cố gắng tìm hiểu lý do cẩn nguyên đằng sau thay đổi trong hiệu quả kinh doanh của hai công ty.

**Nghiên cứu yếu tố định lượng cũng rất cần thiết.** Quan sát cuối cùng dẫn chúng tôi đến nhận định tổng quát hơn, rằng không nên chấp nhận các kết luận từ những bảng tính so sánh kiểu này, cho đến khi cân nhắc các yếu tố định tính. Khi một chứng khoán được bán ở giá quá thấp trên cơ sở số liệu so với công ty khác cùng ngành, có thể lý do cho những sai biệt này không được thể hiện trong số liệu thống kê. Lý do có thể là viễn cảnh tương lai rõ ràng xấu hơn hoặc ban giám đốc không được nhà đầu tư tin tưởng. Tỷ lệ cổ tức cổ phiếu thông thường thấp hơn thường không được xem là một yếu tố xấu chủ đạo, vì cổ tức thường được điều chỉnh theo sức mạnh thu nhập trong khoảng thời gian hợp lý.

Dù các chính sách cổ tức quá cẩn trọng đôi khi được áp dụng trong giai đoạn khá dài, thì giá sớm muộn cũng sẽ phản ánh sức mạnh thu nhập.

Hai yếu tố gồm sự phổ biến và các hoạt động thị trường tương đối, dù không liên quan đến giá trị nội tại, nhưng có tác động mạnh và tiếp diễn lên thị giá. Nhà phân tích phải lưu ý các yếu tố này, nhưng công việc của người đó sẽ chẳng còn giá trị gì, nếu chỉ yêu thích các chứng khoán năng động và phổ biến.

Nhà phân tích sẽ bị đổ trách nhiệm khi khuyến nghị đổi chứng khoán này để lấy chứng khoán khác. Lý do là những người giữ chứng khoán đầu tư không thích thay đổi, họ cảm thấy đặc biệt khó chịu, nếu hành vi của thị trường thay đổi khiến cho họ cảm thấy hành động của mình thiếu khôn ngoan. Theo lẽ tự nhiên, những người nắm giữ đầu cơ sẽ thẩm định tất cả lời khuyên bằng kết quả thị trường – thường là kết quả trong ngắn hạn. Hiểu bản chất con người, nên nhà phân tích phải tránh đề xuất đổi cổ phiếu với các nhà đầu cơ (trừ khi người này không cần nhận trách nhiệm cho các hành vi thị trường diễn ra sau đó). Nhà đầu tư cũng phải lưỡng lự khi đề xuất đổi chứng khoán, trừ khi chứng khoán khuyến nghị sở hữu các

số liệu ưu việt và ấn tượng. Nguyên tắc của chúng tôi là, nên đưa ra lý do đủ tốt để tin rằng nếu thay đổi, nhà đầu tư sẽ kiếm lợi ít nhất 50% số tiền của mình.

**Các biến đổi đồng nhất ảnh hưởng đến giá trị của phân tích so sánh.** Mức độ đáng tin cậy của các phép so sánh công ty công nghiệp sẽ thay đổi theo bản chất của ngành. Câu hỏi cơ bản là, liệu diễn tiến tương lai sẽ ảnh hưởng lên tất cả doanh nghiệp trong nhóm theo cách giống hay khác nhau. Nếu giống nhau, thì trọng số lớn nên được đặt vào kết quả tương đối trong quá khứ, như thể hiện trong số liệu thống kê. Nhóm công ty công nghiệp loại này có thể được gọi là “đồng nhất”. Nhưng nếu mỗi doanh nghiệp trong ngành phản ứng rất khác nhau trước những điều kiện mới, thì con số tương đối phải được xem là kim chỉ nam ít đáng tin cậy hơn nhiều. Nhóm này có thể được gọi là “không đồng nhất”.

**SO SÁNH CONTINENTAL STEEL VÀ GRANITE CITY STEEL  
(SỬ DỤNG ĐƠN VỊ 1.000, NGOẠI TRỪ CÁC CON SỐ TRÊN CỔ PHIẾU)**

Hạng mục	Continental Steel	Granite City Steel
Thị giá cổ phiếu phổ thông, tháng 7 năm 1938	17	17
Trái phiếu ở mệnh giá (đô-la)	1.202	1.618
Cổ phiếu ưu đãi ở thị giá	2.450	6.494
Cổ phiếu phổ thông ở thị giá	3.410	
Tổng giá trị vốn hóa	7.062	8.112
Hệ số cổ phiếu phổ thông trên tổng giá trị vốn hóa	48,3%	80,0%
		Kết thúc vào 30/06/1938
	Trung bình 5 năm kết thúc vào 30/06/1938	Trung bình 5 năm kết thúc vào 30/06/1938
8. Doanh số bán hàng gộp (đô-la)	15.049	13.989
9. Khấu hao	500	445
10. Thu nhập sẵn có ròng trả lãi suất trái phiếu	704	559
11. Lãi suất trái phiếu	81	67
12. Cổ tức cổ phiếu ưu đãi	179	171
13. Số dư cho cổ phiếu phổ thông	444	321
14. Biên độ lợi nhuận	4,7%	4,0%
15. % thu nhập trên tổng vốn hóa	10,0	7,9%
16. Hệ số bảo đảm chi phí lãi vay	8,7 lần	8,3 lần
17. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, theo cổ phiếu (đô-la)	2,29	1,60
18. Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông, theo % thị giá	13,5	9,4
19. Hệ số doanh thu gộp trên thị giá cổ phiếu phổ thông	441,5%	409,8%
		Kết thúc vào 30/06/1938

Con số xu hướng:				
23. Thu nhập trên cổ phiếu theo năm (đô-la):				
Kết thúc năm vào 30 tháng 6 năm 1938	1,60			
Kết thúc năm vào 30 tháng 6 năm 1937	3,83	1,31		
Kết thúc năm vào 30 tháng 6 năm 1936	2,67			
Kết thúc năm vào 30 tháng 6 năm 1935	1,69			
Kết thúc năm vào 30 tháng 6 năm 1934	1,66			
Cổ tức:				
24. Tỷ lệ cổ tức trên cổ phiếu phổ thông	\$1,00			
25. Lợi nhuận cổ tức trên cổ phiếu phổ thông	5,9%			
Vị thế tài chính (ngày)				
29. Tổng tài sản ngắn hạn (đô-la)	30/6/38			
30. Tổng nợ ngắn hạn	6.467			
31. Tài sản ngắn hạn ròng	1.198			
35. Tài sản hữu hình trên tổng vốn hóa	5.269			
	13.498			
		13.556		
			31/12/37	
				Không
				0,89(d)

Ngoại trừ một số trường hợp chịu ảnh hưởng bởi biến đổi lưu lượng giao thông và địa lý, ví dụ trường hợp các công ty vận chuyển than mềm Pocohontas; thì những doanh nghiệp đường sắt, tiện ích ánh sáng, nhiệt và năng lượng đều được xem là các nhóm cực kỳ đồng nhất.

Trong ngành công nghiệp, ví dụ tốt nhất về các nhóm đồng nhất đến từ những nhà sản xuất nguyên liệu thô, những sản phẩm được tiêu chuẩn hóa mà tên thương hiệu không quá quan trọng. Những nhóm này bao gồm các đơn vị sản xuất đường, than, kim loại, sản phẩm thép, xi măng, vải cotton hoa văn...

Các doanh nghiệp dầu lớn có thể xem là khá đồng nhất; những doanh nghiệp nhỏ hơn không phù hợp với phép so sánh này, vì chúng dễ bị ảnh hưởng bởi các thay đổi lớn trong sản xuất, dự trữ và mức giá tương đối nhận được. Những doanh nghiệp bánh, bơ sữa và đóng gói lớn đều thuộc nhóm khá đồng nhất. Các doanh nghiệp chuỗi cửa hàng lớn cũng vậy khi so sánh với những đơn vị khác trong cùng nhóm con, ví dụ cửa hàng tạp hóa, nhà hàng... Các cửa hàng bách hóa ít đồng nhất, nhưng phép so sánh doanh nghiệp nhóm này lại không quá khác biệt.

Các công ty sản xuất hàng hóa có thương hiệu nhìn chung bị xếp vào các nhóm không đồng nhất. Trong những ngành này, một doanh nghiệp thường phát triển thịnh vượng nhờ chiến thắng đối thủ, vì thế các đơn vị trong ngành không tăng trưởng hay suy giảm cùng nhau. Ví dụ, trong các công ty sản xuất xe ô tô, luôn tồn tại những thay đổi liên tục và rõ ràng trong thứ hạng. Các đơn vị sản xuất máy móc và trang thiết bị cũng chịu ảnh hưởng bởi các điều kiện tương tự. Điều này còn đúng với những công ty sản xuất thuốc độc quyền. Các công ty nằm ở giữa là nhóm công ty lớn chuyên sản xuất lốp xe, thuốc lá, giày dép, vì các thay đổi vị thế tương đối không thường xuyên xảy ra.<sup>1</sup>

---

1. Các thay đổi lớn tất nhiên có xảy ra. Ví dụ, tăng trưởng ấn tượng của Philip Morris so với các đối thủ lớn, tăng trưởng có phần ít ngoạn mục hơn của General Shoe và số liệu so sánh hiếm thấy của Lee Tire trong ba lĩnh vực đã nhắc đến. Cả ba doanh nghiệp này đều tương đối nhỏ.

Nhà phân tích phải cẩn thận khi rút ra kết luận so sánh dựa trên các dữ liệu thống kê, khi phân tích các doanh nghiệp trong nhóm không đồng nhất. Chắc chắn trong nhóm này, chúng ta sẽ ưa thích các doanh nghiệp có những con số định lượng tốt nhất (nếu chúng không bị loại trừ bởi các yếu tố định tính), bởi đây là cơ sở lựa chọn hợp lý nhất. Tuy nhiên, nhà phân tích và nhà đầu tư nên nhận ra rằng, những con số ưu việt này có thể nhanh chóng phai mờ. Nguyên tắc tổng quát là khi so sánh, nhóm càng ít thống nhất thì càng phải chú ý nhiều đến yếu tố định tính.

**Các hạn chế tổng quát hơn trong giá trị của phân tích so sánh.** Một lần nữa, cần cảnh báo sinh viên về khả năng bị tính chính xác toán học của các bảng tính đánh lừa, sau đó tin vào tính chính xác của các kết luận. Cần phải cân nhắc các yếu tố định tính, bao gồm yếu tố thiếu đồng nhất. Bên cạnh đó, vẫn còn rất nhiều chướng ngại khác cần trở thành công của nhà phân tích, như đã trình bày chi tiết trong chương đầu tiên. Kỹ thuật phân tích so sánh có thể làm giảm đi đôi chút rủi ro công việc của nhà phân tích, song người này vẫn phải trải qua các chu kỳ lên xuống của thị trường trong tương lai, đương đầu với thị trường cổ phiếu cứng đầu, hay gánh chịu hậu quả từ thất bại của bản thân... để hiểu thấu đáo các thực tiễn quan trọng này. Nhà phân tích phải thường xuyên nghi ngờ rằng, kết luận của mình trông có vẻ sai và thỉnh thoảng sẽ sai; nhưng bảng trí thông minh và tính cẩn trọng, công việc của người này sẽ có kết quả tổng quát tốt hơn so với dự đoán, hay so với các đánh giá thiển cận của người mua cổ phiếu thông thường.

## *Chương 40*

### **SAI BIỆT GIỮA GIÁ VÀ GIÁ TRỊ**

---

---

**P**hiên trình bày về kỹ thuật phân tích chứng khoán đã bao gồm rất nhiều ví dụ khác nhau cho hiện tượng định giá quá cao, hay định giá quá thấp. Rõ ràng, quá trình định giá của thị trường chứng khoán thường xuyên phi lý và sai lầm. Như chúng tôi đã chỉ ra trong chương đầu tiên, quá trình này không mang tính tự động hay máy móc, mà mang tính tâm lý, vì chúng diễn ra trong tâm trí của người mua hoặc bán chứng khoán. Sai lầm của thị trường kéo theo sai lầm của các nhóm hay đám đông các cá nhân. Hầu hết sai lầm có thể xuất phát từ một hay nhiều nguyên nhân căn bản sau: hành động cường điệu hóa, hành động đơn giản hóa quá mức, hoặc do lơ đãng.

Trong chương này và chương sau, chúng tôi sẽ cố gắng đưa ra đánh giá súc tích về các sai lầm khác nhau của thị trường chứng khoán. Chúng tôi sẽ tiếp cận chủ đề này từ góc nhìn hoạt động thực tiễn của nhà phân tích, nghiên cứu từng trường hợp để quyết định khả năng xuất hiện cơ hội hành động sinh lời cho nhà phân tích. Nghiên cứu này mở rộng chương đầu tiên về phạm vi và giới hạn của phân tích chứng khoán, rút ra từ các nội dung được phát triển trong các thảo luận sau đó, bao gồm rất nhiều trường hợp tham khảo.

**Quy trình chung của nhà phân tích.** Chúng tôi đã nhấn mạnh rằng, nhà phân tích sẽ chỉ đưa ra kết luận tích cực trong trường hợp đặc biệt, kết quả

là phải nghiên cứu nhiều chứng khoán trước khi tìm thấy được một chứng khoán sở hữu các cơ hội thực sự. Người này tìm ra các chứng khoán đó bằng những cách nào? Chủ yếu bằng cách làm việc chăm chỉ và có phương pháp.

Có hai phương pháp người này có thể sử dụng. Phương pháp đầu tiên bao gồm chuỗi phân tích so sánh theo các nhóm công ty công nghiệp bằng những kỹ thuật đã mô tả ở chương trước. Những kỹ thuật như vậy sẽ giúp người này nắm bắt được đặc điểm tiêu chuẩn hay thông thường của từng nhóm, đồng thời giúp tìm ra các công ty quá khác biệt so với tiêu chuẩn chung. Ví dụ, nếu người này phát hiện ra rằng một cổ phiếu thép nào đó có thu nhập cao gấp đôi thị giá và cao hơn con số chung trong ngành, người này sẽ có manh mối để tiếp tục nghiên cứu, hoặc có xuất phát điểm để thực hiện một nghiên cứu toàn diện mọi yếu tố định tính và định lượng quan trọng liên quan đến doanh nghiệp.

Cách nghiên cứu có phương pháp này cũng có thể áp dụng vào trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi. Rất nhiều trường hợp thụ lý trái phiếu công ty đường sắt có thể được phát hiện ra, bằng phân tích so sánh số liệu của trái phiếu cùng thứ hạng của các đơn vị vận tải khác cũng đang bị thụ lý. Hoặc phát hiện ra số lượng lớn cổ phiếu ưu đãi công ty tiện ích công cộng qua: (1) cổ tức tổng quát và hệ số bảo đảm lãi vay, (2) hệ số giá trị cổ phiếu và (3) giá và tỷ suất lợi tức. Phương pháp nhóm chứng khoán đơn giản này có thể giúp phát hiện ra vài chứng khoán được bảo đảm đầy đủ và có lợi tức cao hơn trung bình hoặc rõ ràng được bán quá cao, dựa trên các con số thống kê.

Phương pháp tổng quát thứ hai bao gồm nghiên cứu kỹ các báo cáo doanh nghiệp khi chúng được công bố, liên hệ các số liệu đến thị giá trái phiếu hay cổ phiếu. Ít nhất, những báo cáo này có thể được xem dưới hình thức tóm tắt, trong nhiều tờ báo thường ngày. Bản trình bày đầy đủ hơn có thể được tìm thấy trong phần báo cáo doanh nghiệp hàng ngày của các dịch vụ tài chính, hay hàng tuần ở tờ *Commerce & Finance Times*. Sau khi nhìn lướt qua hàng trăm báo cáo như vậy, có thể tìm thấy khoảng 5-10 chứng khoán đủ thú vị từ góc nhìn con số thu nhập hay tài sản hiện tại, để tiếp tục nghiên cứu chuyên sâu hơn.

**Liệu có thể khai thác các thay đổi giá mang tính chu kỳ hay không?**

Sai biệt dễ thấy nhất giữa giá và giá trị đến từ chu kỳ dao động rộng của thị trường, qua các giai đoạn thịnh vượng và khủng hoảng. Thực tế là cổ phiếu có giá quá cao trong thị trường bò và quá thấp trong thị trường gấu. Nó tương đương với phát biểu rằng, bất kỳ chuyển động tăng giảm giá nào cũng phải đi đến một giới hạn. Vì giá không thể nằm yên mãi mãi ở giới hạn đó (hay ở bất kỳ mức nào khác), cần phải nhìn lại để nhận ra rằng, giá đã tăng hay giảm quá nhiều.

Liệu nhà phân tích có thể khai thác thành công các trường hợp cường điệu hóa lặp đi lặp lại của thị trường hay không? Quy trình dưới đây sẽ thỏa đáng:

1. Chọn một danh mục đa dạng hóa các cổ phiếu phổ thông hàng đầu, tức là những cổ phiếu trong nhóm “Trung bình Công nghiệp Dow-Jones”.
2. Quyết định giá trị chỉ báo “thông thường” của nhóm này bằng cách áp dụng hệ số nhân phù hợp cho thu nhập trung bình. Số nhân có thể tương đương với vốn hóa thu nhập, ví dụ, ở mức hai lần tỷ lệ lãi suất hiện thời của trái phiếu công nghiệp xếp hạng cao. Giai đoạn tính toán thu nhập trung bình thường là 7-10 năm. Tuy nhiên, số năm có thể ngắn hơn. Ví dụ, khi tính toán cho năm 1939 hoặc những năm sau đó, có thể tính toán dựa trên thu nhập trung bình giai đoạn bắt đầu từ năm 1934, để loại bỏ ra giai đoạn nhiều biến động đặc biệt 1931-1933.
3. Mua chứng khoán hỗn hợp trong danh mục khi cổ phiếu được bán ở giá chiết khấu sâu trên giá trị danh nghĩa, có thể ở mức 2/3 giá trị đó. Hoặc mua chứng khoán khi thị trường đi xuống khoảng 80% giá trị thông thường.
4. Bán những chứng khoán đó khi giá cao hơn rất nhiều giá trị danh nghĩa, ví dụ cao hơn 1/3 hoặc cao hơn từ 20% đến 50% theo tỷ lệ tương ứng.

Đây là kế hoạch chung được Roger Babson phát triển nhiều năm trước đây. Nó mang lại các kết quả khá thỏa đáng trước năm 1925. Nhưng, ở giai đoạn 1921-1933 (đo lường từ điểm thấp nhất đến cao nhất của thị trường), nhà đầu tư cần phải mua trong năm 1921, bán trong năm 1926, hoàn toàn không tham gia thị trường trong giai đoạn bùng nổ 1927-1929, mua lại vào năm 1931, sau đó là một đợt thị trường rớt giá nghiêm trọng. Một kế hoạch như vậy sẽ đòi hỏi con người phải vô cùng kiên nhẫn.

Hành vi thị trường từ năm 1933 gây ra nhiều khó khăn khác nhau trong việc ứng dụng các công thức máy móc này, đặc biệt khi quyết định thu nhập thông thường để tính toán ra giá trị thông thường. Hiếm khi có thể kỳ vọng rằng ý tưởng đơn giản và cơ bản này có thể được vận dụng với độ chính xác cao, trong việc nắm bắt những xu thế tăng giảm của thị trường. Song với những người nhận ra các giới hạn nội tại của ý tưởng, nó trở nên rất hữu dụng, vì ít nhất nó sẽ cho ra các lựa chọn mua chứng khoán ở những mức giá hấp dẫn về mặt nội tại, như vậy là đã dành hơn phân nửa phần thắng trong cuộc chiến đầu tư cổ phiếu phổ thông.

**Giao dịch “Đoán thời điểm thị trường” bằng ký quỹ là không khả thi.** Phương pháp này không khả thi, theo góc nhìn đầu cơ thông thường liên quan đến hoạt động mua chứng khoán trên cơ sở ký quỹ và bán khống. Người mua chứng khoán không ký quỹ có thể mua quá sớm và bán quá sớm. Thực tế, người này có thể làm cả hai hành động này và đứng nhìn thị trường giảm sâu hơn sau khi mua, hay tăng cao hơn sau khi bán. Nhưng người giao dịch ký quỹ lại quan tâm đến kết quả ngay lập tức; người này bối rối với các con sóng, hy vọng thấy được chính xác thời điểm ngọn thủy triều quay đầu để đảo ngược quyết định của mình ngay lúc đó. Người này hiếm khi thành công, mà thường chỉ thành công nhất thời và kết thúc trong thảm họa. Bản chất của nhà đầu cơ sẽ khiến người này mua khi nghĩ rằng cổ phiếu chuẩn bị tăng, chứ không phải vì chúng rẻ, và hành động ngược lại khi bán. Do đó, tồn tại góc nhìn khác biệt giữa nhà đầu cơ và nhà phân tích chứng khoán, ngăn cản bất kỳ mối liên hệ thỏa đáng dài nào giữa hai người này.

Giá trái phiếu có xu hướng thay đổi theo chu kỳ giống cổ phiếu, nhà đầu tư trái phiếu thường được khuyên bán trái phiếu gần đỉnh chu kỳ này và mua lại ở điểm gần đáy. Chúng tôi nghi ngờ khả năng thành công khi làm điều này. Không tồn tại các tiêu chuẩn rõ ràng để xác định được, liệu giá trái phiếu xếp hạng cao có giá rẻ hoặc gần đúng với bài kiểm tra hệ số thu nhập cho cổ phiếu phổ thông; các hoạt động phải được định hướng chủ yếu bằng kỹ thuật quan sát chuyển động thị trường đang đi quá xa khỏi “đầu tư”. Lỗ lãi suất trên số tiền đầu tư trong khoảng thời gian kéo dài từ lúc mua đến lúc bán là một yếu tố giảm trừ mạnh, và theo ý kiến của chúng tôi, lợi ích ròng không đủ để bảo đảm cho các rủi ro nội tại, khi nhà đầu tư đặt trọng tâm của mình vào hành vi của thị trường.

**Các cơ hội trong chứng khoán “Hạng hai” hay Chứng khoán ít phổ biến.** Quay trở lại cổ phiếu phổ thông, hiện tượng định giá quá cao hay quá thấp của các chứng khoán hàng đầu chỉ xuất hiện vào những thời điểm nhất định trong chu kỳ thị trường cổ phiếu, còn nhóm chứng khoán “không đại diện” hoặc “hạng hai” lúc nào cũng xuất hiện những trường hợp định giá thấp. Khi các công ty dẫn đầu thị trường được bán ở giá rẻ, các cổ phiếu phổ thông ít được chú ý có khả năng còn rẻ hơn nhiều. Ví dụ trong giai đoạn 1932-1933, các cổ phiếu như Plymouth Cordage, Pepperell Manufacturing, American Laundry Machinery và rất nhiều cổ phiếu khác, được bán ở giá thấp đến không thể tin được so với số liệu quá khứ và con số tài chính hiện tại của chúng. Nhà đầu tư sẽ tự quyết định liệu mình thích mua cổ phiếu xuất sắc như General Motors ở giá khoảng 50% giá trị theo định giá cẩn trọng, hay cổ phiếu ít nổi bật hơn như Pepperell ở giá khoảng 25% giá trị như vậy.

**Vị trí dẫn đầu tạm thời.** Nhóm cổ phiếu dẫn đầu thị trường thay đổi rất lớn mỗi năm, đặc biệt trong bối cảnh mối quan tâm của thị trường dịch chuyển từ các kết quả quá khứ sang viễn cảnh tương lai giả định trong thời gian gần đây. Nếu nghiên cứu danh mục trong giai đoạn sụt giảm 1937-1938, chúng ta sẽ thấy rất nhiều cổ phiếu khá xuất sắc bán ở giá thấp đến mức đáng kinh ngạc so với số liệu thống kê của chúng.

*Ví dụ:* Ví dụ nổi bật kiểu này là cổ phiếu phổ thông của Great Atlantic & Pacific Tea Company, được bán năm 1929 ở giá 494 và năm 1938 ở giá 36. Dữ liệu đáng chú ý như sau:

Năm <sup>1</sup>	Doanh số (Sử dụng đơn vị 1.000 đô-la)	Thu nhập ròng (Sử dụng đơn vị 1.000 đô-la)	Thu nhập trên cổ phiếu phổ thông	Cổ tức chi trả trên cổ phiếu phổ thông	Phạm vi giá cổ phiếu phổ thông
1938	878.972	15.834	6,71	4,00	72–36
1937	881.703	9.119	3,50	6,25	117½–45 ¼
1936	907.371	17.085	7,31	7,00	130½–110 ½
1935	872.244	16.593	7,08	7,00	140–121
1934	842.016	16.709	7,13	7,00	150–122
1933	819.617	20.478	8,94	7,00	181½–115
1932	863.048	22.733	10,02	7,00	168–103 ½
1931	1.008.325	29.793	13,40	6,50	260–130
1930	1.065.807	30.743	13,86	5,25	260–155
1929	1.053.693	26.220	11,77	4,50	494–162

1. Kết thúc năm vào ngày 31 tháng 1, ngoại trừ phạm vi giá.

Bảng cân đối kế toán ngày 31 tháng 1 năm 1938 thể hiện tài sản tiền mặt 85.000.000 đô-la và tài sản ngắn hạn ròng 134.000.000 đô-la. Ở mức giá thị trường thấp vào năm 1938, cổ phiếu ưu đãi và phổ thông cộng lại có giá trị 126.000.000 đô-la. Đây là công ty có tỷ lệ tăng trưởng ngoạn mục, đơn vị bán lẻ lớn nhất Hoa Kỳ và có thể là lớn nhất thế giới, với lịch sử thu nhập và cổ tức không gián đoạn trong nhiều năm, nhưng lại được bán ở mức giá thấp hơn giá trị tài sản ngắn hạn. Năm 1938, Phố Wall đánh giá doanh nghiệp xuất sắc hàng đầu Hoa Kỳ này có giá trị thanh lý cao hơn giá trị khi tiếp tục kinh doanh. Tại sao? Vì (1) rủi ro thuế của chuỗi cửa hàng, (2) sụt giảm thu nhập gần đây và (3) thị trường nhìn chung bị khủng hoảng.

Chúng tôi nghĩ rằng, chẳng còn ví dụ nào tốt hơn minh họa cho bản chất của thị trường cổ phiếu bằng các mức giá thay đổi hằng ngày, nó không hướng đến việc định giá chính xác doanh nghiệp, mà thể hiện tâm lý thích và không thích, hy vọng và sợ hãi. Thực sự có đủ đánh giá hợp lý

và mang tính lựa chọn trong hành vi thị trường, để tạo ra mức độ tương xứng nhất định giữa thị giá và giá trị nội tại trong hầu hết tình huống. Đặc biệt, như chúng tôi đã chỉ ra trong Chương 4, khi xử lý các vấn đề khó nắm bắt và không mang tính toán học như xác định giá trị viễn cảnh tương lai, chúng ta thường chấp nhận rằng, kết luận của thị trường là tốt hơn so với bất kỳ kết luận khả dĩ nào của nhà phân tích. Nhưng, có đủ nhiều trường hợp khiến nhà phân tích phải bận rộn, loại bỏ cảm xúc của thị trường cỗ phiếu ra khỏi các giới hạn đánh giá hợp lý.

*Các cơ hội trong thị trường thông thường.* Trong trung hạn, khi các mức giá trung bình không thể hiện những dấu hiệu quá cao hay quá thấp một cách rõ ràng, chúng ta có thể xác định cổ phiếu phổ thông bị định giá thấp dựa trên cơ sở thống kê. Nhìn chung, chúng thường rơi vào hai nhóm: (1) những cổ phiếu thể hiện thu nhập trung bình và hiện tại cao trong tương quan với thị giá, (2) những cổ phiếu có số liệu thu nhập thỏa đáng hợp lý và bán ở giá thấp hơn giá trị tài sản ngắn hạn ròng. Tất nhiên, những doanh nghiệp như vậy sẽ không lớn và nổi tiếng; nếu ngược lại, xu hướng thu nhập sẽ không mang tính khích lệ. Bảng đính kèm dưới đây liệt kê những doanh nghiệp thuộc hai nhóm này vào cuối năm 1938 hoặc 1939, ở những thời điểm mức giá thị trường cho cổ phiếu công nghiệp trông có vẻ không đặc biệt cao hay thấp.

**NHÓM A. CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG CUỐI NĂM 1938 HAY 1939 BÁN  
Ở GIÁ THẤP HƠN 7 LẦN THU NHẬP NĂM TRƯỚC VÀ THẤP HƠN GIÁ TRỊ**

**TÀI SẢN NGẮN HẠN RỘNG**

Công ty	Năm tính	Giá vào 3/12	Thu nhập trên cổ phiếu theo năm (đô-la)	Thu nhập trung bình 1934-1938 hoặc 1934-1939 trên cổ phiếu	Giá trị tài sản ngắn hạn hữu hình ròng trên cổ phiếu	Giá trị tài sản hữu hình ròng trên cổ phiếu
J. D. Adams Mfg.	1938	8	1,15	1,20	12,07	\$14,38
American Seating	1939	10 1/4	1,82	1,75	11,42	23,95
Bunte Bros.	1938	10	2,10	2,14	12,84	27,83
Grand Union	1939	10	1,80	1,25	13,60†	20,00†
International Silver	1939	26 3/4	4,98	def 0,10	39,67	97,50
I. B. Kleinert	1938	8 1/2	1,27	0,80	11,04	16,90
New Idea	1939	12 1/2	2,18	1,78	13,44	16,02
* N. Y. Merchandise	1939	7 3/4	1,44	1,44	11,66	14,05
* Pacific Commercial	1938	11 1/2	2,31	2,77	24,18	27,74
Seton Leather	1938	6 1/4	1,38	0,94	8,38	11,27

\* Những cổ phiếu này cũng thuộc Nhóm B.

† Ước tính một phần

**NHÓM B. CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG CUỐI NĂM 1938 HAY 1939 BÁN Ở GIÁ 2/3  
HAY THẤP HƠN, TRÊN GIÁ TRỊ TÀI SẢN NGẮN HẠN RỘNG VÀ CÙNG THẤP HƠN  
12 LẦN HOẶC THU NHẬP NĂM TRƯỚC HOẶC THU NHẬP TRUNG BÌNH**

Công ty	Năm tính	Giá vào 31/12	Thu nhập trên cổ phiếu theo năm	Thu nhập trung bình 1934-1938 hoặc 1934-1939 trên cổ phiếu	Giá trị tài sản ngắn hạn hữu hình rộng trên cổ phiếu	Giá trị tài sản hữu hình rộng trên cổ phiếu
Butler Bros.	1939	7	\$0,83	\$0,27	\$12,75	\$19,59
Ely & Walker	1939	18	2,30	1,83	41,60	48,51
Gilchrist	1939	4 $\frac{3}{4}$	0,70*	0,85*	13,85	17,39
Hale Bros. Stores	1939	14	1,81	2,00	22,13	28,14
Intertype	1939	8 $\frac{3}{4}$	0,55	0,82	19,77	22,35
Lee & Cady	1939	6	0,77	0,73	11,35	12,61
H. D. Lee Mercantile	1938	14	0,87	1,35	25,00	31,56
Manhattan Shirt	1938	11 $\frac{1}{2}$	0,73	1,06	19,36	23,62
Reliance Mfg.	1939	12	1,69	0,94	18,97	22,21
S. Stroock	1939	9 $\frac{1}{4}$	1,21	1,39	14,90	26,61

\* Kết thúc năm vào ngày 31 tháng 1.

Sẽ không khó để nhà phân tích siêng năng tìm ra các con số thống kê thú vị như những con số trình bày trong bảng của chúng tôi. Nhiệm vụ khó khăn hơn là quyết định xem, liệu các yếu tố định tính có lý giải đầy đủ cho những chỉ báo định lượng hay không, hay nói cách khác, liệu nhà đầu tư có đủ tự tin vào tương lai công ty để xem cổ phiếu là món hời hơn ở mức giá rõ ràng thấp hơn bình thường không.

Với câu hỏi này, hầu hết cách nhìn tài chính nghiêng về một kết luận bi quan. Các quỹ ủy thác đầu tư có đầy đủ điều kiện để tìm ra những cơ hội dạng này, nhưng không chú ý nhiều đến chúng. Một phần vì chúng rất khó mua bán ở số lượng lớn theo đúng ý các quỹ này, phần khác vì các quỹ kết luận rằng: dù con số thống kê của công ty hạng hai có tốt đến đâu, không nhiều khả năng nó sẽ là thương vụ sinh lãi, trừ khi có cơ sở cụ thể để lạc quan về tương lai.

Nhược điểm chính của doanh nghiệp điển hình có quy mô nhỏ hơn là nó dễ bị tổn thương trước các đợt sụt giảm bất ngờ và có thể kéo dài trong sức mạnh thu nhập. Chắc chắn các phát triển bất lợi như vậy xuất hiện nhiều trong nhóm này hơn so với nhóm các doanh nghiệp quy mô lớn. Để bù đắp cho điều này, doanh nghiệp nhỏ thành công có thể gia tăng giá trị ấn tượng hơn nhiều so với một doanh nghiệp có quy mô rất lớn. Ví dụ, Philip Morris, Inc., tăng trưởng giá trị thị trường từ 5.000.000 năm 1934 lên 90.000.000 năm 1939, đi kèm với mức tăng trưởng 1.200% trong thu nhập ròng, chắc chắn tốc độ này không thể xảy ra với American Tobacco. Tương tự, tăng trưởng của Pepsi-Cola nhanh hơn nhiều so với tỷ lệ của Coca-Cola; General Shoe so với International...

Nhưng hầu hết sinh viên cố gắng tìm ra các cơ hội tiềm năng kiểu Philip Morris, bằng cách nhìn vào các khả năng trong tương lai với ít nhiều quan tâm và sẽ mua cổ phiếu của công ty này thậm chí ở giá khá cao, chứ không mua cổ phiếu của nhóm đa dạng hóa các “chứng khoán giá hời” với viễn cảnh bình thường. Chúng tôi ưu tiên cho kỹ thuật thứ hai, dù không thể bảo đảm các kết quả xuất sắc trong điều kiện hiện tại. Tuy nhiên, theo đánh giá từ nhiều năm quan sát, đầu tư vào các cổ phiếu phổ thông bị định

giá thấp rõ ràng khá thành công, nếu người đầu tư tương đối tỉnh táo, có khả năng đánh giá tốt viễn cảnh tương lai và không mua chứng khoán khi thị trường đang ở mức quá cao. Hai ví dụ cũ hơn về loại cơ hội này được trình bày dưới đây, mang lại cho độc giả cách nhìn về thị trường cổ phiếu trước kia.

<b>Cổ phiếu phổ thông Florence Stove</b>	<b>Cổ phiếu phổ thông Firestone Tire &amp; Rubber</b>
--	---

Giá vào tháng 1 năm 1935	35	Giá vào tháng 11 năm 1925	120
Cổ tức	2	Cổ tức	6
Thu nhập trên cổ phiếu:		Thu nhập trên cổ phiếu vào cuối tháng 10:	
1934	7,93	1925	32,57*
1933	7,98	1924	16,92
1932	3,33	1923	14,06
1931	2,27	1922	17,08

\* Thu nhập trước dự phòng rủi ro là 40,95 đô-la/cổ phiếu.

Trong những trường hợp này, thị giá đã không phản ánh đầy đủ sức mạnh thu nhập chỉ báo.

**Hành vi thị trường của chứng khoán tiêu chuẩn và bất chuẩn.** Nghiên cứu kỹ lưỡng hành vi thị trường của cổ phiếu phổ thông cho ra những quan sát tổng quát hơn sau đây:

1. Chứng khoán tiêu chuẩn hay dẫn đầu hầu như luôn phản ứng nhanh với các thay đổi lợi nhuận theo báo cáo, nhanh đến nỗi chúng có xu hướng thổi phồng mức độ quan trọng của dao động thu nhập từng năm.
2. Hành vi của các chứng khoán ít thân quen hơn phụ thuộc chính vào thái độ của những nhà điều hành thị trường chuyên nghiệp. Nếu không được quan tâm, giá có thể thấp hơn thống kê rất nhiều. Còn nếu được quan tâm theo cách chính đáng hoặc theo cách thao túng, kết quả sẽ diễn ra theo hướng ngược lại, giá sẽ phản ứng quá độ trước các thay đổi trong số liệu của doanh nghiệp.

*Ví dụ về hành vi của chứng khoán bất chuẩn.* Hai ví dụ sau sẽ minh họa hành vi đa dạng của các cổ phiếu phổ thông bất chuẩn.

**CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG CỦA BUTTE VÀ SUPERIOR COPPER  
(ACTUALLY ZINC) COMPANY**

Giai đoạn	Thu nhập/cổ phiếu	Cổ tức/cổ phiếu	Phạm vi giá
Năm, 1914	5,21	2,25	44–24
Quý I, 1915	4,27	0,75	50–36
Quý II, 1915	7,73	3,25	80–45
Quý III, 1915	10,13	5,75	73–57
Quý IV, 1915	11,34	8,25	75–59
Năm 1915	33,47	18,00	80–36
Năm 1916	30,58	34,00	105–42

Có các khoản thu nhập và cổ tức đặc biệt lớn. Thậm chí, dù những khoản thu nhập này đến từ mức giá kẽm tăng cao thời chiến, giá thị trường ít nhiều cũng thể hiện rằng công chúng thiếu quan tâm đặc biệt cho con số thống kê ấn tượng của doanh nghiệp. Lý do là công chúng thiếu quan tâm chung hoặc không được thị trường ủng hộ.

Hãy tham khảo tình huống đối lập với trường hợp trên từ các con số của cổ phiếu phổ thông Mullins Body Corporation (sau đó đổi tên thành Mullins Manufacturing).

Giữa năm 1924 và 1926, chúng tôi thấy rằng cổ phiếu này có các dao động thị trường đặc thù của một cổ phiếu “hạng hai” giá thấp. Đầu năm 1927, cổ phiếu này chắc chắn rất hấp dẫn đầu cơ ở mức giá khoảng 10 đô-la vì mức giá này thấp so với thu nhập 3 năm trước đó. Một đợt tăng mạnh nhưng không ngoạn mục trong lợi nhuận giai đoạn 1927–1928, dẫn đến hiện tượng thao túng giá thị trường điển hình. Giá tăng từ 10 đô-la năm 1927 lên 95 đô-la năm 1928 và rơi xuống còn 10 đô-la năm 1929.

Năm	Thu nhập/cổ phiếu	Cổ tức	Phạm vi giá
1924	1,91	Không có	18–9
1925	2,47	Không có	22–13
1926	1,97	Không có	20–8
1927	5,13	Không có	79–10
1928	6,53	Không có	95–69
1929	2,67	Không có	82–10

Một trường hợp đối lập khác là hành vi của cổ phiếu doanh nghiệp sản xuất máy bay năm 1938-1939, khi so sánh với các doanh nghiệp hưởng lợi từ chiến tranh trong giai đoạn 1915-1918. Hai ví dụ sau đây sẽ minh họa quan hệ giữa thị giá năm 1938 – 1939 và kết quả kinh doanh thực thời điểm đó.

	Boeing Airplane Co.	Glenn L. Martin Co.
Ngày	Tháng 12/1938	Tháng 11/1939
Thị giá công ty	25.270.000 (722.000 cp. giá 35)	49.413.000 (1.092.000 cp. giá 45¼)
Doanh số bán năm 1938	2.006.000	12.417.000
Doanh thu ròng năm 1938	555.000(d)	2.349.000
Doanh số, 9 tháng năm 1939	6.566.000	8.506.000
Doanh thu ròng, 9 tháng năm 1938	2.606.000(d)	1.514.000
Tài sản hữu hình, 30 tháng 9 năm 1939	4.527.000	15.200.000

Trong các trường hợp này, thị trường rõ ràng vốn hóa những khoản lợi nhuận chưa được hiện thực hóa từ các đơn đặt hàng thời chiến, như thể chúng là cơ sở lâu dài cho thu nhập tương lai. Đối lập giữa hệ số giá – thu nhập của Butte và Superior giai đoạn 1915-1916, hệ số giá – thu nhập của các doanh nghiệp máy bay giai đoạn 1938-1939 là rất đáng chú ý.

*Cách xử lý của nhà phân tích với các tình huống như vậy.* Nhà phân tích có thể xử lý thông minh và khá thành công với các tình huống như Wright Aeronautical, Bangor & Arroostook, Firestone, Butte & Superior ở

những giai đoạn trên. Người này có thể nhìn thấy giá trị của Mullins đầu năm 1927. Nhưng một khi chứng khoán này rơi vào tay những người điều hành thị trường, nó đã vượt ra khỏi phạm vi của đánh giá phân tích. Với Phố Wall, Mullins không còn là một món hàng mua bán, mà trở thành biểu tượng trên bảng ghi giá chứng khoán tự động (ticker tape). Mua hay bán cũng rủi ro như nhau; nhà phân tích có thể cảnh báo nguy cơ rủi ro đó, song không biết được các giới hạn tăng hay giảm của nó. (Thực tế là doanh nghiệp này phát hành cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi năm 1928, tạo ra cơ hội mua bán phòng hộ sinh lợi, bao gồm mua cổ phiếu ưu đãi và bán cổ phiếu phổ thông). Tương tự với chứng khoán doanh nghiệp sản xuất máy bay năm 1939, nhà phân tích không thể làm gì khác ngoài việc chỉ ra rủi ro dễ thấy trong việc đánh giá nhu cầu mua bán là dài hạn, trong khi cả thế giới đều hy vọng rằng nhu cầu này chỉ mang tính tạm thời.

Khi thị trường có vẻ cao đến mức rủi ro với nhà phân tích, người này phải suy nghĩ kỹ lưỡng trước khi khuyến nghị mua các cổ phiếu phổ thông không phổ biến, thậm chí dù chúng có thể là món hời. Thị trường chung sụt giá nghiêm trọng sẽ ảnh hưởng xấu đến tất cả cổ phiếu, cổ phiếu ít năng động hơn có thể chịu tổn thương đặc biệt do công chúng vội vã bán chứng khoán.

**Các trường hợp thị trường cường điệu hóa vì những yếu tố khác, chứ không phải thay đổi trong thu nhập:** *Thay đổi cổ tức.* Xu hướng cường điệu hóa mọi chuyện thâm căn cố đế của thị trường cổ phiếu đến từ nhiều yếu tố khác nhau, chứ không phải chỉ từ các thay đổi trong thu nhập. Hiện tượng cường điệu hóa cũng xuất hiện trong các trường hợp như thay đổi cổ tức, chia tách cổ phiếu, sáp nhập và tách công ty. Tăng cổ tức tiền mặt là diễn tiến tốt, nhưng sẽ rất ngớ ngẩn để giá tăng thêm chỉ vì tỷ lệ cổ tức tăng từ 5 lên 6 đô-la một năm. Người mua ở giá cao hơn đang trả trước cho tất cả các khoản cổ tức sẽ nhận theo tỷ lệ mới trong 20 năm sau. Phản ứng đầy hào hứng thường thấy với cổ tức cổ phiếu thậm chí còn phi lý hơn, vì về bản chất, chúng không khác gì một tờ giấy. Hiện tượng tương tự cũng xảy ra trong các vụ chia tách, tạo ra nhiều cổ phiếu hơn nhưng chẳng mang lại

cho cổ đông gì khác ngoài những thứ đã có sẵn, ngoại trừ lợi thế nhỏ đến từ việc thị trường trở nên rộng hơn nhờ mức giá thấp hơn.<sup>1</sup>

*Sáp nhập và chia tách.* Phố Wall trở nên hào hứng với các vụ sáp nhập, cũng như sôi nổi với những vụ chia tách. 2 cộng 2 thường bằng 5 trên thị trường cổ phiếu, con số 5 này sau đó được chia tách thành 3 và 3. Nhiều nghiên cứu quy nạp được thực hiện dựa trên kết quả các vụ sáp nhập, đưa ra nghi ngờ về tính hiệu quả của sáp nhập hợp nhất lên sức mạnh thu nhập. Cũng có lý do để tin rằng, ban quản trị doanh nghiệp thường cản trở những vụ hợp nhất thực sự có lợi, đôi khi thương vụ lại được hoàn tất dù họ biết trước rằng không có lợi.

Phản ứng cường điệu hóa của thị trường cổ phiếu trước những diễn biến không quá quan trọng, dễ dàng được lý giải từ góc độ tâm lý nhà đầu cơ. Trước tiên, người này muốn “hành động”; người này sẵn sàng chung tay hành động theo tâm lý hào hứng của thị trường bò. (Dù là hành động đạo đức giả hay tự lừa dối bản thân, khách hàng của các công ty môi giới không thừa nhận rằng họ đang đánh bạc trên các chỉ số chứng khoán và biện hộ cho hành động mua của mình). Cổ tức cổ phiếu và những “diễn biến thuận lợi” như vậy sẽ mang đến nhiều lý do biện hộ, các lý do này được khai thác bởi những người điều hành thị trường chuyên nghiệp, đôi khi thông đồng với các quản lý doanh nghiệp. Toàn bộ câu chuyện sẽ rất ngày ngô, nếu như nó không quá xấu xa. Nhà phân tích chứng khoán nên hiểu cách thức vận hành vô lý này của Phố Wall, song nên cố gắng tránh xa.

*Kiện tụng.* Phố Wall cực kỳ ghét kiện tụng. Một vụ kiện tụng dù to hay nhỏ cũng ảnh hưởng xấu đến chứng khoán, mức độ sụt giảm có thể

1. Trong vụ thao túng của Atlas Tack vào năm 1933, doanh nghiệp này cố gắng thu hút công chúng mua cổ phiếu bằng cách hứa hẹn vụ chia tách theo tỷ lệ 3:1. Hiển nhiên, hoạt động chia tách này chẳng tạo ra bất kỳ khác biệt nào thực trong trường hợp bán cổ phiếu này những năm 1930. Các trường hợp xung quanh đợt tăng giá từ  $1\frac{1}{2}$  lên 34% của Atlas Tack vào năm 1933 và đợt rót giá không phanh xuống 10 đáng là ví dụ hoàn hảo cho mô hình mang tính thao túng này. Chúng ta sẽ thấy rõ điều này khi so sánh quan hệ giá – thu nhập và giá – tài sản của cổ phiếu này trước năm 1929.

bị cường điệu hóa rất nhiều so với ảnh hưởng thực của vụ kiện. Các diễn tiến này có thể mang đến những cơ hội thực sự cho nhà phân tích, dù có bản chất rất chuyên biệt. Thủ lý là hoạt động có tầm ảnh hưởng lớn nhất. Vì chứng khoán định giá thấp trong trường hợp này chủ yếu là trái phiếu, chúng tôi sẽ thảo luận chủ đề này ở phần sau của chương khi nói về chứng khoán ưu tiên cao.

**Ví dụ:** Reading Company là ví dụ khá nổi bật về hậu quả của kiện tụng lên cổ phiếu phổ thông. Năm 1913, chính phủ Hoa Kỳ cưỡng chế phân chia tài sản ở các doanh nghiệp đường sắt và than. Thị trường cổ phiếu với cách nhìn cũ xem hành động này có ảnh hưởng nguy hiểm lên Reading, bất chấp thực tế rằng vụ chia tách là “có lợi”. Một kế hoạch sau đó được chấp thuận (năm 1921), theo đó cổ phiếu của doanh nghiệp con sản xuất than được phân phối theo tỷ lệ sở hữu cho cổ đông cổ phiếu phổ thông và ưu đãi của Reading Company. Diễn biến này được xem là thuận lợi, dù thực tế chính phủ đã chiến thắng doanh nghiệp.

Tuy nhiên, vài cổ đông cổ phiếu phổ thông phản đối việc cổ phiếu ưu đãi tham gia nhận “quyền” ở công ty than. Các cổ đông này thua kiện ra tòa, nhằm giới hạn quyền tham gia chỉ cho cổ phiếu phổ thông. Nực cười nhưng không đáng ngạc nhiên, hành động này khiến giá cổ phiếu phổ thông của Reading sụt giảm. Theo logic, cổ phiếu phổ thông lẽ ra nên tăng nếu phiên tòa thành công vì cổ đông sẽ nhận được nhiều giá trị hơn, nếu thất bại (như thực tế đã xảy ra), giá trị cũng không mất đi so với trước đó. Nhưng thị trường cổ phiếu chỉ đơn giản suy luận rằng, đây là vụ kiện tụng, do đó cổ phiếu phổ thông của Reading nên được “bỏ qua một bên”.

Các tình huống liên quan đến kiện tụng thường mang đến cơ hội thuận lợi cho nhà phân tích theo đuổi cách tiếp cận định lượng, đi ngược lại thái độ định tính của người giữ chứng khoán nói chung. Giả sử tài sản của một doanh nghiệp phá sản đã được chuyển thành tiền mặt và những người giữ trái phiếu có thể nhận được con số 50% giá trị ròng. Nhưng có ai đó thua kiện công ty ra tòa, nhằm mục đích thu một phần lớn số tiền này. Hành động đó quá ngắn; có thể vụ kiện này đã thất bại trong những

phiên tòa sơ thẩm, thậm chí sẽ thất bại khi kháng án, cũng chẳng có nhiều cơ hội để được Tòa án Tối cao Hoa Kỳ lắng nghe. Dù vậy, việc kéo dài vụ kiện tụng sẽ khiến giá trị trái phiếu giảm mạnh. Dưới các điều kiện đã nêu, chúng nhiều khả năng được bán ở giá 35 thay vì 50 xu/đô-la. Điều bất thường ở đây là một đòi hỏi mơ hồ, thậm chí cả bên nguyên cũng mơ hồ, lại được thị trường xem là gánh nặng lên bên bị kiện. Chúng ta theo đó có một trường hợp định giá thấp, tạo cơ hội rất tốt cho nhà phân tích chứng khoán khai thác.

*Ví dụ:* Phiếu khoán 8% của Island Oil & Transport. Vào tháng 6 năm 1933, phiếu khoán này được bán ở giá 18 đô-la. Người nhận giữ quỹ tiền mặt tương đương với 45% giá trị chứng khoán, các khoản dự phòng và phí đã được trừ ra, cho ra giá trị phân phổi ròng khoảng 30 đô-la trên phiếu khoán. Việc phân phổi khoán tiền này bị trì hoãn, vì phiên tòa xử thiệt hại liên tục thất bại trong các bước pháp lý khác nhau và giờ đang đi đến phán quyết cuối cùng. Vụ kiện này gây hệ quả quá xấu lên giá trị thị trường của phiếu khoán so với bản chất vấn đề. Thực tế, vụ kiện này lẽ ra có thể được giải quyết bằng cách chi trả một khoản tiền tương đối nhỏ. Sau khi các phán quyết trước đó được tòa án cấp cao hơn giữ nguyên, những người giữ phiếu khoán nhận được khoản phân phổi 290 đô-la trên 1.000 đô-la vào tháng 4 năm 1934. Con số này lớn hơn so với dự đoán.<sup>1</sup>

Tình huống tương tự xuất hiện trong trường hợp cổ phiếu của United Shipyards Corporation, sau khi phê chuẩn việc bán tài sản cho Bethlehem Steel Company năm 1938. Các cổ đông không tán thành quyết định này kiện ra tòa để phản đối vụ mua bán, dựa trên cơ sở giá bán quá thấp. Hệ

---

1. Tình huống tương tự xảy ra vào năm 1938 liên quan đến nhiều trái phiếu khác nhau của National Bondholders Corporation, doanh nghiệp lúc đó đang thanh lý rất nhiều tài sản và nghĩa vụ nợ khác nhau. Những chứng khoán này được bán thấp hơn nhiều giá trị có thể hiện thực hóa khi thanh lý, chủ yếu vì những vụ kiện liên quan đến quỹ tài sản lớn của doanh nghiệp. Trong trường hợp của Island Oil, vụ kiện tụng đã đến giai đoạn kháng cáo cuối cùng, tất cả phán quyết trước đó đều thuận lợi cho những người giữ trái phiếu. Sau khi tòa tuyên bố phán quyết cuối cùng, giá trị của chứng khoán tăng từ 26 đô-la năm 1938 lên tương đương 41 đô-la năm 1939.

quả của vụ kiện này khiến cổ phiếu phổ thông nhóm B của công ty giảm giá còn  $1\frac{1}{4}$  vào tháng 1 năm 1939, ngược với giá trị có thể hiện thực hóa từ bán tài sản dao động trong khoảng  $2\frac{1}{2}$  và 3. Tất nhiên, nếu thắng kiện, cổ phiếu phải có giá trị cao hơn  $2\frac{1}{2}$ ; ngược lại, cổ phiếu có giá trị cao hơn hai lần giá bán. (Sai biệt tương tự cũng tồn tại trong quan hệ với giá cổ phiếu nhóm A.)

**Chứng khoán đầu tư bị định giá thấp.** Trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi đầu tư bị định giá thấp có thể được phát hiện trong bất kỳ thời đoạn nào, bằng cách tìm kiếm chăm chỉ. Trong nhiều trường hợp, giá trái phiếu hay cổ phiếu ưu đãi thấp do tình hình thị trường xấu. Thực tế, chứng khoán này có quy mô nhỏ, nhưng quy mô rất nhỏ này khiến chứng khoán tự thân trở nên tốt hơn. Trái phiếu 6% của Electric Refrigeration Building Coporation, đáo hạn năm 1936, là ví dụ tốt cho nghịch lý này.

Đôi lúc, vài diễn biến sẽ cung cố mạnh mẽ vị thế của chứng khoán ưu tiên cao, song thị giá chậm phản ánh những diễn biến tích cực này, nhờ vậy mà chúng ta có chứng khoán giá hời. Những diễn biến này thường liên quan đến cấu trúc vốn hóa hay các quan hệ doanh nghiệp. Nhiều ví dụ sẽ minh họa điểm này của chúng tôi.

*Ví dụ:* Năm 1923, Youngstown Sheet và Tube Company mua tài sản của Steel & Tube Company of America và nhận trách nhiệm cho trái phiếu cầm cố tổng quát 7% của doanh nghiệp này, đáo hạn năm 1951. Youngstown bán giấy nợ 6% ở giá 99 đô-la để cung cấp nguồn quỹ cho hoạt động mua này. Bảng sau minh họa quan hệ giá vào thời điểm đó:

Công ty	Giá	Lợi tức, %
Giấy nợ 6% của Youngstown Sheet & Tube	99	6,02
Trái phiếu Cầm cố Tổng quát 7% của Steel & Tube	102	6,85

Thị trường không nhận ra vị thế mang tính thay thế của trái phiếu Steel và Tube, do đó bán chúng một cách phi lý ở tỷ lệ lợi tức cao hơn, so với chứng khoán không bảo đảm của cùng doanh nghiệp. Hiện tượng này tạo ra cơ hội rõ ràng cho nhà phân tích để khuyến nghị mua hoặc đổi chứng khoán.

Năm 1922, thành phố Detroit mua lại các tuyến đường nội khu của Detroit United Railway Company và đồng ý trả những khoản tiền đủ để thu hồi trái phiếu ưu tiên 1 4½% của Detroit United Railway, đáo hạn năm 1932. Các quy định có tính bảo vệ đặc biệt cao được thêm vào hợp đồng mua bán; nếu không phải về mặt kỹ thuật, quy định khiến thành phố Detroit phải chịu trách nhiệm cho các trái phiếu. Nhưng sau khi thương vụ hoàn tất, trái phiếu được bán ở giá 82 đô-la, cho ra lợi tức hơn 7%. Thị trường trái phiếu không nhận ra vị thế thực sự cho các nghĩa vụ nợ gián tiếp của thành phố Detroit.

Năm 1924, Congoleum Company có 1.800.000 đô-la cổ phiếu ưu đãi 7% xếp sau 2.890.000 đô-la trái phiếu, theo sau bằng 960.000 cổ phiếu phổ thông có giá trị thị trường trung bình khoảng 48.000.000 đô-la. Tháng 10 năm đó, doanh nghiệp này phát hành bổ sung 681.000 cổ phiếu phổ thông để tài trợ vốn cho Nairn Linoleum Company, một đơn vị kinh doanh lớn cùng ngành, với tài sản hữu hình có giá trị 15.000.000 đô-la. Theo đó, vốn cổ phần lớn được tạo ra trên số lượng chứng khoán ưu tiên cao nhỏ, khiến chúng chắc chắn an toàn, nhưng giá cổ phiếu ưu đãi vẫn nằm dưới mệnh giá.

Năm 1927, Electric Refrigeration Corporation (giờ là Kelvinator Corporation) bán 373.000 cổ phiếu phổ thông với tổng giá trị 6.600.000 đô-la, nâng tổng số cổ phiếu phổ thông lên 1.000.000, với giá trị thị trường trung bình khoảng 21.000.000 đô-la, chỉ xếp sau 2.880.000 đô-la phiếu khoán 6%, đáo hạn năm 1936. Tuy nhiên, phiếu khoán bán ở giá 74 đô-la cho ra lợi tức 11%. Giá chứng khoán này thấp vì thua lỗ lớn trong hoạt động năm 1927, nhưng thị giá không tính đến thực tế rằng, khoản tiền mặt mới lớn hơn nhiều nhận được từ bán cổ phiếu bổ sung đã xác lập cơ sở vững chắc cho số lượng nhỏ phiếu khoán.

Bốn chứng khoán ưu tiên cao này đều được mua lại ở mệnh giá hay ở mức giá cao hơn. (Cổ phiếu ưu đãi của Congoleum-Nairn được mua lại ở giá 107 đô-la vào năm 1934). Các ví dụ kiểu này thuận tiện cho chúng tôi, vì chúng không đi kèm các rủi ro xấu khiến đánh giá của chúng tôi có thể bị nghi ngờ. Để tránh trường hợp thiên vị, chúng tôi sẽ đưa thêm một ví dụ xảy ra vào thời gian chúng tôi viết chương này.

Ví dụ, trái phiếu ưu tiên 1 5% của Choctaw và Memphis Railroad Company, đáo hạn năm 1949, bán vào năm 1939 ở giá khoảng 35 đô-la, mang theo khoảng hơn 5 năm tiền lãi chưa chi trả. Chúng là giấy nợ loại một được bảo đảm bằng hệ thống đường sắt của Chicago, Rock Island & Pacific System. Rock Island báo cáo thu nhập rất tệ kể từ năm 1930 và nó vỡ nợ trên mọi nghĩa vụ nợ. Tuy nhiên, chia tách thu nhập năm 1937 theo các đơn vị tài sản cầm cố của Choctaw & Memphis cho thấy, hệ thống đường sắt của doanh nghiệp này sinh lợi rất cao và chi phí lãi vay được bảo đảm 2,6 lần trong năm đó, dù công ty này chỉ có thu nhập 2.700.000 đô-la trên tổng lãi suất 14.080.000 đô-la. Rất nhiều kế hoạch tái cấu trúc được trình lên cho đến năm 1939, bao gồm kế hoạch của thẩm tra viên I.C.C., tất cả đều có ý định trả lãi suất và tiền gốc đầy đủ, dù hầu như toàn bộ trái phiếu còn lại đều bị cắt giảm mạnh và tổng chi phí lãi vay giảm xuống chỉ còn 2.500.000 đô-la một năm.

Giả sử, công ty phải được tái cấu trúc như những điều khoản được đề xuất, rõ ràng rằng các trái phiếu của Choctaw & Memphis sẽ có vị thế rất vững mạnh, bất chấp nghĩa vụ nợ bảo đảm bằng hệ thống đường sắt có bị ảnh hưởng và phần lãi suất còn lại được chi trả hết hay không, hoặc chúng có được được đổi bằng lượng nhỏ chứng khoán cầm cố ưu tiên 1 mới (có tài sản đảm bảo là toàn bộ hệ thống) ở mệnh giá hay không. Kết luận này chắc chắn đúng, trừ khi không tin công ty đường sắt với thu nhập gộp tối thiểu 65.000.000 có đủ khả năng trả chi phí lãi vay 2.500.000 mỗi năm – ít hơn  $\frac{1}{5}$  gánh nặng trước đó của nó.

Do đó, tất cả yếu tố định lượng đường đều gửi gắm thông điệp rằng, trái phiếu 5% của Choctaw và Memphis bị định giá rất thấp ở mức 35 đô-la và một khi việc tái cấu trúc vốn hóa được hoàn thành, chứng khoán này sẽ thể hiện vị thế vững mạnh rõ ràng.<sup>1</sup>

---

1. Ví dụ xa hơn: Năm 1938, phiếu khoán 4% của Tung Sol Lamp Company, đáo hạn năm 1941, bán ở giá 50 đô-la. Chứng khoán này có số lượng rất nhỏ so với nguồn lực và thu nhập của doanh nghiệp, khiến việc chi trả lãi suất luôn được bảo đảm. (Thực tế, chứng khoán này được mua lại trước thời điểm đáo hạn vào năm 1939).

**Sai biệt giữa giá – giá trị trong các trường hợp thụ lý.** Trong Chương 18 xử lý quá trình tái cấu trúc doanh nghiệp, chúng tôi đã đưa ra hai ví dụ khác nhau về những sai biệt xuất phát từ thụ lý. Trường hợp của Fisk Rubber, các nghĩa vụ nợ bán ở giá thấp đến vô lý khi so với tài sản ngắn hạn sẵn c. Trường hợp của Studebaker, giá phiếu khoán 6% rõ ràng không phản ánh đúng quan hệ với cổ phiếu. Chúng tôi có thể phát biểu tổng quát như sau: Trong các tình huống mà thụ lý có thể mang lại những giá trị hiện thực hóa lớn, các chứng khoán ưu tiên cao sẽ được bán ở giá rất thấp. Đặc điểm này có hai hệ quả. Trước đó, nó dẫn chúng tôi đi đến khuyến nghị: không mua ở mức giá đầu tư bất kỳ chứng khoán nào của một doanh nghiệp nhiều khả năng rơi vào khó khăn tài chính. Giờ đây, thực tế này khiến chúng tôi đề xuất rằng, sau khi các khó khăn này xảy ra, chúng có thể mang đến những cơ hội phân tích hấp dẫn.

Điều này không chỉ đúng với các chứng khoán rất vững chãi, trải qua quá trình tái cấu trúc mà không hề hấn gì (ví dụ trái phiếu 5% của Brooklyn Union Elevated ở Chương 2), mà còn đúng với các chứng khoán ưu tiên cao bị “thu nhỏ” hoặc chịu ảnh hưởng bởi kế hoạch tái điều chỉnh. Hiện tượng này diễn ra nhất quán trong các trường hợp thanh lý hoặc bán tài sản dẫn đến việc phân phối tiền mặt hay tương tự.

Ba ví dụ điển hình của hiện tượng trên được trình bày dưới đây.

1. *Trái phiếu ưu tiên 1 5½% của Ontario Power Service Corporation đáo hạn năm 1950.* Chứng khoán này vỡ nợ lãi suất vào ngày 1 tháng 7 năm 1932. Vào khoảng thời gian này, chúng được bán ở mức giá thấp 21 đô-la/cổ phiếu. Ủy ban Thủy điện Ontario mua lại tài sản này không lâu sau đó, trên cơ sở giấy nợ 900 đô-la mới được bảo đảm đầy đủ bởi chính quyền Ontario, cho mỗi 1.000 đô-la trái phiếu Ontario Power Service. Những giấy nợ mới có giá bán 90 đô-la vào tháng 12 năm 1933, tương đương với 81 đô-la cho trái phiếu cũ. Số lượng nhỏ những người giữ trái phiếu không đổi chứng khoán sẽ nhận 70% giá trị bằng tiền mặt.

2. *Trái phiếu 6% của Amalgamated Laundries, Inc., đáo hạn năm 1936.* Những người thụ lý được bổ nhiệm vào tháng 2 năm 1932. Trái phiếu có giá 4 đô-la vào tháng 4 năm 1932. Vào tháng 6 năm 1932, các tài sản được bán ra bên ngoài, cổ tức thanh lý là 12 ½% được chi trả vào tháng 8 năm 1932 và 2% vào tháng 3 năm 1933. Đến tháng 12 năm 1933, trái phiếu vẫn có giá 4 đô-la, thể hiện kỳ vọng những người giữ sê nhận được số tiền đó trong các lần phân phối sau.
3. *Trái phiếu ưu tiên 1 8% và giấy nợ 5½% của Fisk Rubber Company, đáo hạn năm 1941 và 1931.* Thông tin liên quan đến các chứng khoán được trình bày trong Chương 18. Tình trạng thụ lý được thông báo vào tháng 1 năm 1931. Năm 1932, trái phiếu ưu tiên 1 8% và giấy nợ 5½% được bán ở mức giá thấp 16 đô-la và 10½ đô-la. Năm 1938, tái cấu trúc diễn ra, theo đó người giữ chứng khoán nhận được 40% bằng tiền mặt cho trái phiếu 8% và 37% bằng tiền mặt cho giấy nợ 5½%, cùng với các chứng khoán của hai doanh nghiệp sau tái cấu trúc. Tổng giá trị tiền mặt và chứng khoán mới cuối năm 1939 gần bằng 100% trái phiếu 8% và 70% giấy nợ 5½%.

**Các mô hình giá từ phá sản.** Các mô hình giá nhất định xuất hiện từ các vụ thụ lý hay phá sản, đặc biệt nếu chúng kéo dài. Đầu tiên, cổ phiếu thường có xu hướng bán quá cao, không chỉ trong quan hệ với giá trái phiếu, mà còn tương quan với giá trị cuối cùng khả dĩ của chúng. Điều này đến từ hoạt động đầu cơ, do bị thu hút bởi mức giá có vẻ thấp của cổ phiếu này. Trong trường hợp chứng khoán ưu tiên cao, lợi ích phổ thông giảm đều đặn, giá có xu hướng giảm khi vụ thụ lý hay phá sản tiếp tục kéo dài. Cuối cùng, cổ phiếu rơi xuống mức giá thấp nhất trong khoảng thời gian ngắn, trước khi kế hoạch tái cấu trúc được công bố.

Vùng sinh lợi của hoạt động phân tích có thể được phát hiện khi theo dõi sát sao các tình huống này, cố gắng phát hiện ra những chứng khoán được bán rất thấp so với giá trị nội tại và quyết định chính xác thời điểm mua vào. Nhưng trong những tình huống này, chúng tôi phải cảnh báo

các nỗ lực tìm kiếm thời điểm đúng để mua chứng khoán. Trong phân tích chứng khoán, thời gian chỉ là yếu tố phụ. Do đó, chúng tôi sử dụng từ “khoảng chừng”, cho phép chậm trễ trong nhiều tháng và đôi khi còn dài hơn khi đánh giá “thời điểm đúng” để mua chứng khoán.

### **Cơ hội từ các trường hợp nhận ủy thác quản lý công ty đường sắt.**

Trong những năm sau 1932, phần lớn công ty đường sắt Hoa Kỳ rơi vào tay những người nhận ủy thác. Cuối năm 1938, tổng cộng 111 công ty đường sắt vận hành 78.016 dặm đường (31% tổng số dặm của Hoa Kỳ) rơi vào tay bên nhận thuê lý hay nhận ủy thác. Đây là số dặm cao nhất trước nay mà tòa án chịu trách nhiệm tiếp quản trong cùng khoảng thời gian. Trong mọi trường hợp, tái cấu trúc đều bị trì hoãn rất lâu, một mặt là do cấu trúc vốn phức tạp, mặt khác do các yếu tố bất định trong thu nhập thông thường tương lai. Kết quả là giá của nhiều cổ phiếu rơi xuống mức cực kỳ thấp, chắc chắn mang lại những cơ hội tuyệt vời cho nhà đầu tư khôn ngoan. Thu nhập của các doanh nghiệp đường sắt đã gây thất vọng suốt nhiều năm so với tình hình kinh doanh chung.

Nhìn vào tình huống khoảng cuối năm 1939, sẽ thấy rất nhiều nghĩa vụ nợ cầm cố ưu tiên 1 đảm bảo bằng tuyến đường sắt quan trọng, đã rơi xuống các mức giá thấp hơn so với tài sản đảm bảo, vì cách nhìn bi quan về tương lai của đơn vị vận chuyển. Chắc chắn, những chứng khoán này rẻ hơn trái phiếu và cổ phiếu doanh nghiệp đường sắt có khả năng trả nợ, được bán ở mức giá tự do so với số liệu hiện tại và trong nhiều trường hợp, sẽ gấp rủi ro phá sản nếu các điều kiện tương lai chuyển biến xấu ảnh hưởng đến giá chứng khoán được ủy thác quản lý.

## *Chương 41*

# **SAI BIỆT GIỮA GIÁ VÀ GIÁ TRỊ (TIẾP)**

---

---

Các khác biệt thực tế giữa cổ phiếu thông hàng đầu và hạng hai tương tự như giữa các chứng khoán ưu tiên cao lâu năm và non trẻ. Chứng khoán lâu năm có thể thuộc về những doanh nghiệp được công chúng đầu tư yêu thích và biết đến từ lâu. (Chứng khoán đó có thể mới phát hành gần đây, miễn sao doanh nghiệp có tiếng tăm trong mắt nhà đầu tư). Chứng khoán lâu năm và non trẻ đôi lúc có xu hướng tuân theo những mô hình hành động khác nhau trên thị trường:

1. Giá của chứng khoán lâu năm thường được duy trì ổn định, bất chấp vị thế đầu tư của chúng giảm đi đáng kể.
2. Chứng khoán non trẻ rất nhạy cảm với những diễn biến bất lợi, dù bản chất của diễn biến này là gì đi chăng nữa. Do đó, chúng thường sụt giá mạnh hơn so với số liệu thống kê.

**Sức i giá của chứng khoán lâu năm.** Các đặc điểm đối lập đến, ít nhất một phần, từ sức i và sự thiếu sâu sắc của nhà đầu tư. Người này mua dựa trên danh tiếng hơn là phân tích và giữ rất lâu chứng khoán đã mua. Do đó, người giữ các chứng khoán lâu năm không dễ dàng bán chúng, và thậm chí giá chỉ giảm đôi chút cũng có thể thu hút những người mua đã từ lâu quen thuộc với chứng khoán này.

Ví dụ: Đặc điểm của chứng khoán lâu năm được minh họa rõ bằng lịch sử thị trường của cổ phiếu ưu đãi không tích lũy 8% của United States Rubber Company. Chứng khoán này trả cổ tức đầy đủ từ năm 1905 đến 1927. Trong mỗi năm của giai đoạn này, ngoại trừ năm 1924, có nhiều nhà đầu tư trả cao hơn mệnh giá để mua cổ phiếu này. Mức độ phổ biến của cổ phiếu hoàn toàn dựa trên danh tiếng và lịch sử chi trả cổ tức, vì các số liệu thống kê của doanh nghiệp trong giai đoạn này hầu như chẳng có gì ăn tương, thậm chí với trái phiếu công nghiệp, do đó không có đủ lý do cơ sở để mua cổ phiếu ưu đãi không tích lũy của công ty công nghiệp. Trong giai đoạn 1922-1927, các hệ số bảo đảm lãi suất và cổ tức ưu đãi như sau:

1922 .....	1,2 lần
1923 .....	1,18 lần
1924 .....	1,32 lần
1925 .....	1,79 lần
1926 .....	1,0 lần
1927 .....	1,01 lần

Năm 1928, cổ phiếu được bán ở mức giá cao 109. Trong cùng năm, doanh nghiệp chịu khoản lỗ không lỗ và cổ tức cổ phiếu ưu đãi bị ngừng chi trả. Bất chấp số liệu thảm hại và không trả cổ tức, chứng khoán này vẫn được bán ở giá  $92 \frac{1}{2}$  năm 1929. (Năm 1932, nó được bán ở giá  $3\frac{1}{8}$ .)<sup>1</sup>

**Đặc tính dễ tổn thương của chứng khoán non trẻ.** Chúng tôi có thể chỉ ra rằng, những chứng khoán non trẻ hầu như nằm trong nhóm công ty công nghiệp. Với chứng khoán ưu tiên cao của công ty đường sắt, yếu tố lâu năm chỉ đóng vai trò rất nhỏ. Trong nhóm công ty tiện ích công cộng (điện, ga, điện thoại và nước), biến động giá thường bám theo sát các

---

1. Ví dụ gần đây hơn là cổ phiếu ưu đãi 7% của Curtis Publishing, bán ở giá 114 đô-la vào năm 1936 và  $109\frac{1}{2}$  đô-la vào năm 1937, bất chấp con số thu nhập (và tài sản hữu hình) không đủ. Thực tế, giá nhiều trái phiếu công ty đường sắt vẫn cao trong những năm này, dù số liệu thu nhập không thỏa đáng.

thay đổi trong thống kê, mà không chịu ảnh hưởng mạnh bởi yếu tố phổ biến hay thân thuộc của chứng khoán, ngoại trừ trường hợp các doanh nghiệp rất nhỏ.

Hoạt động huy động vốn của công ty công nghiệp đã liên tục đưa ra thị trường các trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi mới mẻ với nhà đầu tư. Nhà đầu tư tin tưởng mua những chứng khoán này, chủ yếu vì lợi tức cao hơn đôi chút so với tỷ lệ thông thường của chứng khoán lâu năm được xếp hạng tương tự. Nếu sức mạnh thu nhập được duy trì sau khi phát hành, chứng khoán mới sẽ là khoản đầu tư thỏa đáng. Song, bất kỳ diễn biến bất lợi nào cũng sẽ làm giá những cổ phiếu này sụt giảm nghiêm trọng. Đặc tính dễ tổn thương của chứng khoán non trẻ dẫn đến kết luận thực tế rằng, sẽ không thông minh nếu mua trái phiếu hay cổ phiếu phổ thông công ty công nghiệp mới như khoản đầu tư thẳng.

Những chứng khoán như vậy quá nhạy cảm trước các diễn biến bất lợi, giá thường giảm quá sâu và trở thành cơ hội mua hấp dẫn. Thực tế này chắc chắn đúng, song cần phải cẩn thận khi khai thác những khác biệt giá này. Đầu tiên, thái độ ghét bỏ các chứng khoán non trẻ trên thị trường không đơn thuần chỉ đến từ cách nhìn chủ quan, thiếu kiến thức. Chứng khoán gạo cội lâu năm có được nhờ khả năng vượt qua những khó khăn kinh doanh được minh chứng trong quá khứ. Dù định nghĩa này không hoàn toàn đúng, song tính đúng đắn của nó đủ để lý giải thái độ yêu thích của nhà đầu tư dành cho chứng khoán lâu năm.

Điều thứ hai quan trọng hơn là, khác biệt tổng quát giữa quy mô và danh tiếng giữa chứng khoán lâu năm với non trẻ. Các doanh nghiệp lớn hơn thường có tuổi đời lâu hơn, sở hữu các chứng khoán thân quen với công chúng đầu tư. Trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi non trẻ hầu hết là của các doanh nghiệp hạng hai. Nhưng như chúng tôi đã chỉ ra trong phần thảo luận về các khoản đầu tư công ty công nghiệp (Chương 7), rằng trong ngành này, quy mô lớn có thể được xem là yếu tố đáng mong muốn nhất. Do đó, ở điểm này, chứng khoán non trẻ nhìn chung chịu bất lợi không nhỏ.

*Chứng khoán công nghiệp non trẻ hiếm khi xứng đáng xếp hạng đầu tư.* Hệ quả logic và thực tế là, chứng khoán công nghiệp non trẻ hiếm khi được xếp hạng đầu tư, theo đó, chúng chỉ nên được mua trên cơ sở đầu cơ rõ ràng. Điều này đòi hỏi thị giá phải đủ thấp để có thể gia tăng mạnh; nghĩa là giá thông thường phải thấp hơn 70 đô-la.

Trong phần thảo luận về chứng khoán ưu tiên cao đầu cơ, chúng tôi đã nhắc đến phạm vi giá từ khoảng 70 đến 100 như “phạm vi biến động chủ quan”. Theo đó, một chứng khoán có thể được bán vì khác biệt chính đáng về tính lành mạnh của nó. Tuy nhiên, trong trường hợp trái phiếu công nghiệp hay cổ phiếu ưu đãi non trẻ, nhà phân tích không nên bị dụ dỗ bởi mức giá thuộc phạm vi này, thậm chí con số thống kê định lượng khá thỏa đáng. Người này nên ưu tiên cho những chứng khoán như vậy, chỉ khi chúng được bán ở mức giá rõ ràng mang tính đầu cơ.

Nguyên tắc này có ngoại lệ khi số liệu thống kê đặc biệt vững vàng. Chúng tôi ngờ rằng, những cổ phiếu ưu đãi công nghiệp non trẻ ngoại lệ như vậy cần được tính toán thận trọng, vì những yếu kém trong bản thân hợp đồng của nó. (Trong trường hợp cổ phiếu ưu đãi Congoleum mô tả ở trên, doanh nghiệp này có quy mô thống lĩnh trong ngành, cổ phiếu ưu đãi của nó không quá “non trẻ” nhưng nhìn chung không năng động.)

**Sai biệt trong các mức giá so sánh.** Các so sánh có thể xấu xa hoặc không, nhưng chúng có khả năng giả mạo để quyến rũ nhà phân tích. Sẽ đơn giản hơn khi kết luận rằng chứng khoán A đáng yêu thích hơn chứng khoán B, so với kết luận rằng tự thân chứng khoán A là khoán đầu tư hấp dẫn. Nhưng trong chương viết về phân tích so sánh, chúng tôi đã nhắc đến trách nhiệm gắn liền với khuyến nghị thay đổi chứng khoán, đồng thời cảnh báo việc dễ dãi chấp nhận những con số định lượng vượt trội. Tương lai thường không tôn trọng dữ liệu thống kê. Chúng tôi có thể tóm gọn cảnh báo này bằng cách đề xuất rằng, nhà phân tích không nên đổi chứng khoán trừ khi: (1) chứng khoán được mua rất hấp dẫn, hoặc (2) hai chứng khoán đang nghiên cứu có quan hệ hợp đồng rõ ràng. Hai ví dụ so sánh dưới đây sẽ minh họa cân nhắc (1).

Ví dụ: I. So sánh thực hiện vào tháng 3 năm 1932.

Hạng mục	Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 6% của Ward Baking, đáo hạn năm 1937. Giá 85¼, lợi tức 9,7%	Trái phiếu ưu tiên 1 lãi suất 5% của Bethlehem Steel, đáo hạn năm 1942. Giá 93, lợi tức 5,90%
Tổng hệ số thu nhập trên chi phí lãi vay		
1931	8,1 lần	1,0 lần
1930	8,2 lần	4,3 lần
1929	11,0 lần	4,8 lần
1928	11,2 lần	2,7 lần
1927	14,0 lần	2,3 lần
1926	14,5 lần	2,6 lần
1925	12,6 lần	2,1 lần
Trung bình 7 năm	11,4 lần	2,8 lần
Số trái phiếu (đô-la)	4.546.000	145.000.000*
Thị giá cổ phiếu (trung bình tháng 3 năm 1932)	12.200.000	116.000.000
Tài sản tiền mặt	3.438.000	50.300.000
Vốn lưu động ròng	3.494.000	116.300.000

\* Bao gồm cổ phiếu bảo đảm.

Trong so sánh này, trái phiếu Ward Baking thể hiện số liệu tốt hơn trái phiếu của Bethlehem Steel. Hơn nữa, nó đủ bảo đảm để có thể xếp hạng đầu tư, bất chấp lợi tức cao. Yếu tố định tính dù không ấn tượng, nhưng không cho thấy rủi ro dẫn đến thất bại kinh doanh nào. Do đó, trái phiếu này có thể được khuyến nghị để mua hay đổi lấy trái phiếu 5% của Bethlehem Steel.

*II. So sánh thực hiện vào tháng 3 năm 1929.*

Hạng mục	Cổ phiếu ưu đãi 7% ưu tiên 1 của Spear & Co. (Furniture Stores)	Trái phiếu 5% ưu tiên 1 của Bethlehem Steel, đáo hạn năm 1942. Giá 93, lợi tức 5,90%
Lãi và cổ tức cổ phiếu ưu đãi:		
1928	2,4 lần	1,9 lần
1927	4,0 lần	1,5 lần
1926	3,0 lần	2,1 lần
1925	2,5 lần	1,7 lần
1924	4,7 lần	1,1 lần
1923	6,5 lần	2,5 lần
1922	4,3 lần	0,5 lần
Trung bình 7 năm	3,9 lần	1,6 lần
Số trái phiếu (đô-la)	Không có	32.700.000
Số cổ phiếu ưu đãi 1 (đô-la)	3.900.000	25.000.000
Thị giá chứng khoán ưu tiên thấp	3.200.000*	62.000.000
Vốn lưu động ròng	10.460.000	21.500.000

\* Bao gồm cổ phiếu ưu đãi ưu tiên 2 ước tính ở giá 50 đô-la.

Trong so sánh này, chứng khoán của Spear & Company chắc chắn có số liệu tốt hơn cổ phiếu ưu đãi của Republic Iron & Steel. Tuy nhiên, số liệu này chưa đủ ấn tượng để đầu tư khi cân nhắc loại hình doanh nghiệp và cổ phiếu ưu đãi. Giá chứng khoán này chưa đủ thấp để đưa ra khuyến nghị trên cơ sở hoàn toàn đầu cơ, nghĩa là, đặt trọng tâm vào cơ hội tăng giá tiền vốn. Chúng ta không thể khuyến nghị mua chứng khoán này để thay thế chứng khoán khác như cổ phiếu ưu đãi của Republic Iron & Steel.

**So sánh các chứng khoán rõ ràng liên quan đến nhau.** Khi các chứng khoán được nghiên cứu rõ ràng liên quan đến nhau, chúng ta có một tình huống rất khác. Hành động đổi chứng khoán có thể được cân nhắc chỉ từ góc nhìn giá trị của mỗi chứng khoán; trách nhiệm tham gia hay ở lại không thuộc về nhà phân tích. Trong các chương trước, chúng

tôi cũng cân nhắc nhiều trường hợp các mức giá rõ ràng không đi cùng nhau, khi đưa ra khuyến nghị có căn cứ để đổi chứng khoán. Những sai biệt này xuất phát từ việc thị trường không nhận ra hiệu lực của các điều khoản trong hợp đồng, đồng thời đến từ xu hướng quan tâm cổ phiếu phổ thông và bỏ qua chứng khoán ưu tiên cao của thị trường đầu cơ. Các ví dụ đã được đưa ra trong phần thảo luận về sai biệt giá chứng khoán được bảo lãnh ở Chương 17.

Các quan hệ giá phi lý giữa chứng khoán chuyển đổi ưu tiên cao và cổ phiếu phổ thông là những cơ hội xuất phát từ hiện tượng đầu cơ tập trung nhiều hơn vào cổ phiếu ưu tiên thấp năng động. Khoảng cách 7 điểm giữa giá của cổ phiếu “tự do” American Water Works & Electric Company với chứng chỉ ủy quyền bở phiếu ít năng động hơn của cổ phiếu này vào tháng 8 năm 1933, cũng là một dấu hiệu cơ hội. Trong trường hợp như vậy, không nên chỉ đổi chứng khoán trực tiếp, mà còn phải mua bán phòng hộ.

Chúng ta cũng có thể so sánh tương tự vào tháng 7 năm 1933 trong trường hợp giữa cổ phiếu ưu đãi không tích lũy 5% của Southern Railway, không trả cổ tức và bán ở giá 49 đô-la, và chứng chỉ ủy thác Mobile & Ohio Stock trả cổ tức vĩnh viễn với tỷ lệ 4% và bán ở giá  $39\frac{3}{4}$  đô-la. Thậm chí, nếu cổ tức cổ phiếu ưu đãi ngay lập tức được chi trả và tiếp tục chi trả không gián đoạn, lợi tức sẽ không cao hơn thu nhập từ nghĩa vụ nợ lãi suất cố định ưu tiên cao. (Năm 1939, cổ phiếu ưu đãi của Southern Railway vẫn không trả cổ tức, được bán ở giá 35 đô-la so với mức giá 40 đô-la cho chứng chỉ 4% của Mobile & Ohio. Ở các mức giá này, lợi thế rõ ràng vẫn nằm ở chứng chỉ ủy thác).

*Các sai biệt khác ít chắc chắn hơn.* Trong các ví dụ nêu trên, mọi sai lầm đều có thể chứng minh bằng toán học. Sai biệt lớn hơn giữa chứng khoán ưu tiên cao và ưu tiên thấp có thể không được chứng minh quá thuyết phục, nhưng đủ chắc chắn để đáp ứng các mục đích thực tế. Ví dụ, hãy xem trái phiếu 5% của Colorado Industrial Company, đáo hạn 01 tháng 8 năm 1934, bảo lãnh bởi Colorado Fuel và Iron Company, vào tháng

5 năm 1933 được bán ở giá 43 đô-la; trong khi cổ phiếu ưu đãi 8% của Colorado Fuel & Iron không trả cổ tức bán ở giá 45 đô-la. Trái phiếu phải được hoàn trả đầy đủ trong vòng 14 tháng, hoặc cổ phiếu ưu đãi phải đổi mặt với nguy cơ bị xóa sổ hoàn toàn thông qua thụ lý. Để cổ phiếu ưu đãi có giá hơn trái phiếu ở cùng mức giá, không chỉ cần mua lại trái phiếu ở mệnh giá trong vòng một năm, mà còn phải tiếp tục chi trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi, cổ tức chưa chi trả phải được trả hết trong khoảng thời gian ngắn đó. Điều này hầu như không thể.

Khi so sánh cổ phiếu ưu đãi không chuyển đổi với cổ phiếu phổ thông của cùng doanh nghiệp, chúng tôi cũng thấy cổ phiếu phổ thông có xu hướng giá cao, khi hai chứng khoán đều có cùng cơ sở đầu cơ. Tuy nhiên, chỉ có thể rút ra các so sánh kiểu này khi cổ phiếu ưu đãi có cổ tức tích lũy. Mức giá 10 đô-la cho cổ phiếu phổ thông của American & Foreign Power Company rõ ràng không hợp lý khi cổ phiếu ưu đãi tích lũy ưu tiên 2 7 đô-la được bán ở giá 11 đô-la vào tháng 4 năm 1933. Chúng ta có nhận định tương tự ở mức giá  $21\frac{1}{2}$  đô-la cho cổ phiếu phổ thông của Chicago Great Western Railroad Company vào tháng 2 năm 1927, so với mức giá  $32\frac{1}{2}$  đô-la cho cổ phiếu ưu đãi 4% với 44 đô-la cổ tức tích lũy.

Đúng là nếu tình huống trở nên đặc biệt tốt, cổ phiếu phổ thông cuối cùng có thể có giá cao hơn rất nhiều cổ phiếu ưu đãi. Nhưng thậm chí nếu điều kiện này xảy ra, doanh nghiệp cũng buộc phải trải qua quãng đường dài, đợi điều kiện kinh doanh cải thiện để doanh nghiệp quay trở lại trả cổ tức cổ phiếu ưu đãi và khi đó xóa bỏ con số tích lũy. Vì những phát triển như vậy làm lợi trực tiếp cho cổ phiếu ưu đãi, chúng nhiều khả năng xác lập mức giá chứng khoán ưu tiên cao hơn nhiều so với giá cổ phiếu phổ thông (ít nhất là trong một khoảng thời gian). Do đó, nếu điều kiện kinh doanh được cải thiện đáng kể, mua cổ phiếu ưu đãi ở mức giá thấp tốt hơn nhiều so với mua cổ phiếu phổ thông.

**Sai biệt đến từ các yếu tố cung cầu đặc biệt.** Các quan hệ phi lý mà chúng tôi thảo luận xuất phát từ các điều kiện cung cầu, sản phẩm của những hành động đầu cơ không suy nghĩ. Đôi khi, sai biệt đến từ những

nguyên nhân đặc biệt và nhất thời, ảnh hưởng đến nguồn cung hoặc cầu của thị trường.

*Ví dụ:* Quan hệ phi lý giữa giá trái phiếu 5% và 7% của Interboro Rapid Transit năm 1933. Hoạt động của các quỹ chìm lớn mua lại trái phiếu 5% chứ không mua trái phiếu 7%, chắc chắn dẫn đến việc tăng giá đáng kể của trái phiếu 5%. Một ví dụ xuất sắc khác được tìm thấy trong hành vi thị trường của trái phiếu  $4\frac{1}{2}\%$  Liberty, trong thời gian quá độ thời hậu chiến năm 1921-1922. Một phần lớn các trái phiếu này được mua trong thời chiến vì lý do yêu nước và được tài trợ bằng vốn vay ngân hàng. Dự định thanh lý các khoản vay này sau đó tạo ra nguồn cung lớn khiến giá giảm. Áp lực bán này thực tế khiến giá trái phiếu Liberty thấp hơn so với chứng khoán đường sắt xếp hạng cao, dù chứng khoán đường sắt kém an toàn và bất lợi hơn nhiều về mặt thuế. Hãy so sánh các mức giá vào tháng 9 năm 1920.

Chứng khoán	Giá	Lợi tức
Trái phiếu Liberty Fourth $4\frac{1}{4}\%$ đáo hạn năm 1938	$84\frac{1}{2}$	5,64%*
Trái phiếu Liberty First 4% đáo hạn năm 1947	80	5,42%

\* Chưa tính yếu tố miễn thuế.

Tình huống này tạo ra cơ hội tuyệt vời cho nhà phân tích chứng khoán, để đề nghị đổi chứng khoán của công ty đường sắt lâu năm thành trái phiếu Liberty.

Sai biệt ít nổi bật hơn xuất hiện không lâu sau giữa giá trái phiếu Liberty và trái phiếu  $4\frac{3}{4}\%$  Victory Hoa Kỳ, đáo hạn năm 1923. Tình huống này được thảo luận trong một báo cáo xuất bản vào thời gian đó.

**Trái phiếu tiết kiệm chính phủ Hoa Kỳ cũng mang lại cơ hội tương tự.** Sai biệt giữa nghĩa vụ nợ của chính phủ Hoa Kỳ và các doanh nghiệp tái xuất hiện vào những năm gần đây. Lợi tức trên trái phiếu tiết kiệm Hoa Kỳ (có thể mua 10.000 đô-la mỗi năm) là 2,9% trên cơ sở tính toán lãi suất kép và 3,33% trên cơ sở lãi suất đơn. Mức lợi tức này rõ ràng cao hơn lợi

tức của chứng khoán các doanh nghiệp tiện ích công cộng và công nghiệp xếp hạng tốt nhất.<sup>1</sup> Ngoài độ an toàn hiện tại cao hơn bất kỳ chứng khoán doanh nghiệp nào, trái phiếu tiết kiệm Hoa Kỳ có lợi thế nhỏ khi được miễn thuế thu nhập thông thường, cũng như lợi thế lớn khi có thể được bán lại theo ý nguyện của người giữ vào bất kỳ lúc nào, nhằm bảo vệ người này trước những thua lỗ giá trung hạn.

---

1. Lợi tức trung bình của những trái phiếu như vậy cho 3 tháng đầu năm 1940, được xếp hạng A1+ theo Standard Statistics Company, chỉ là 2,62% và 2,44%.

## *Chương 42*

# **PHÂN TÍCH THỊ TRƯỜNG VÀ PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN**

---

---

**D**ứng ra, dự báo giá chứng khoán không phải là một phần của phân tích chứng khoán. Tuy nhiên, hai hoạt động này nhìn chung có quan hệ gần gũi với nhau và thường được cả các cá nhân và tổ chức thực hiện. Hoạt động dự đoán giá phục vụ nhiều mục tiêu và các kỹ thuật dự đoán giá rất đa dạng. Phố Wall chú trọng đến khoa học, nghệ thuật, hay trò tiêu khiển khi dự đoán hành động tức thì của “thị trường chung”. Điều này có thể thấy khá rõ khi xem các con số trung bình trên những tờ báo tài chính. Một số dịch vụ hay chuyên gia chỉ dự báo xu hướng thị trường trong một thời đoạn dài, bỏ qua những dao động hằng ngày và nghiên cứu “dao động” lớn hơn bao quát một giai đoạn có thể kéo dài vài tháng. Dự đoán hành động của từng chứng khoán đơn lẻ thay vì thị trường nhìn chung cũng thu hút được nhiều sự chú ý.

**Phân tích thị trường trong vai trò thay thế hay bổ sung cho Phân tích chứng khoán.** Giả sử rằng các hoạt động này được thực hiện nghiêm túc chứ không đơn thuần chỉ là suy đoán, chúng ta có thể gọi chúng bằng cái tên “phân tích thị trường”. Trong chương này, chúng tôi sẽ xem xét mức độ mà phân tích thị trường có thể thay thế hay bổ sung cho phân tích chứng khoán. Đây là vấn đề quan trọng. Nhiều người tin rằng nếu một

người có thể tiên đoán những chuyển động tương lai của giá cổ phiếu mà không cần tham khảo giá trị cơ sở, thì chỉ nên sử dụng phân tích chứng khoán khi chọn các khoản đầu tư giá trị cố định. Vì khi nhắc đến cổ phiếu phổ thông, rõ ràng là việc kiểm lời sẽ tốt hơn khi nắm vững kỹ thuật xác định thời điểm mua hoặc bán, chọn chứng khoán sẽ tăng giá mạnh nhất hay nhanh nhất, thay vì cố gắng cần cù xây dựng các kết luận về giá trị nội tại. Nhiều người khác tin rằng kết quả tốt nhất khi phân tích vị thế thị trường của một cổ phiếu trong quan hệ phân tích với giá trị nội tại của nó. Nếu vậy, nhà phân tích chứng khoán, ngoài lĩnh vực đầu tư giá trị cố định còn phải là một nhà phân tích thị trường và phải sẵn sàng xem xét các tình huống cùng lúc từ cả hai góc độ.

Nhiệm vụ của chúng tôi không phải là cố gắng phê bình chi tiết các lý thuyết và kỹ thuật cơ sở của tất cả phương pháp trong phân tích thị trường. Chúng tôi sẽ giới hạn mình ở việc nghiên cứu các lập luận bao quát hơn liên quan đến những tiên đề quan trọng trong hoạt động dự báo giá. Thậm chí với cách xử lý sơ sài này, chúng ta cũng có thể thu được những kết luận hữu ích để trả lời cho câu hỏi rắc rối về quan hệ giữa phân tích chứng khoán và phân tích thị trường.

**Hai phương pháp phân tích thị trường.** Có hai phương pháp phân tích thị trường riêng biệt. Phương pháp đầu tiên tìm kiếm cơ sở để dự đoán từ hành vi trong quá khứ của thị trường. Phương pháp thứ hai cân nhắc tất cả các yếu tố kinh tế, ví dụ, điều kiện kinh doanh, tổng quan và cụ thể; lãi suất; viễn cảnh chính trị. (Hành vi thị trường là một trong số nhiều yếu tố nghiên cứu ở đây). Lý thuyết cơ sở của cách tiếp cận đầu tiên có thể được tóm tắt trong tuyên bố rằng “chính thị trường sẽ dự đoán bản thân nó tốt nhất”. Hành vi thị trường nhìn chung được nghiên cứu bằng những biểu đồ ghi nhận các dịch chuyển giá của từng cổ phiếu hay “con số trung bình”. Những người chủ yếu tập trung vào nghiên cứu các chuyển động giá này được biết đến với cái tên “nhà phân tích biểu đồ”, và cách họ làm thường được gọi là “đọc biểu đồ”.

Nhưng cần chỉ ra rằng phân tích thị trường ngày nay đại diện cho sự kết hợp giữa hai phương pháp đã mô tả, trong đó hành vi thị trường giữ vai

trò chủ đạo. Những chỉ báo kinh tế tổng quát đóng vai trò thứ yếu nhưng vẫn quan trọng. Theo đó, vai trò của đánh giá cá nhân trở nên quan trọng hơn, không chỉ trong việc đọc các chỉ báo kỹ thuật về hành vi thị trường mà còn trong việc hợp nhất các chỉ báo này với những yếu tố bên ngoài. Tuy nhiên, “Lý thuyết Dow”, vốn được biết đến như phương pháp phân tích thị trường nổi tiếng, về bản chất là giới hạn bản thân nó trong hành vi thị trường. Do đó, chúng tôi cảm thấy có đủ lý do để áp dụng phương pháp đọc biểu đồ một cách riêng biệt cho giá cổ phiếu.

*Ý nghĩa của phương pháp phân tích thị trường đầu tiên.* Phải nhận ra rằng sự thịnh hành của “nghiên cứu kỹ thuật” đã gia tăng mạnh mẽ trong vòng 15 năm trở lại đây. Dù phân tích chứng khoán đặc biệt mất uy tín từ đầu năm 1927 và danh tiếng của nó chẳng thể khôi phục lại như cũ, số người sử dụng phương pháp đọc biểu đồ rõ ràng gia tăng ngay cả khi giai đoạn khủng hoảng kéo dài nhiều năm sau đó. Đúng là nhiều người hay hoài nghi có xu hướng chối bỏ toàn bộ cách làm này giống như chối bỏ chiêm tinh học hay thuật gọi hồn, nhưng ở Phố Wall, tính quan trọng tuyệt đối yêu cầu phương pháp đó phải được nghiên cứu một cách cẩn thận. Để giới hạn phần thảo luận của chúng tôi trong khung lý luận logic, chúng tôi sẽ bỏ qua tóm tắt về các lý thuyết chính của phương pháp đọc biểu đồ. Chúng tôi chỉ xem xét ý nghĩa của ý tưởng tổng quan rằng nghiên cứu các chuyển động giá quá khứ đơn thuần có thể giúp chúng ta dự đoán các chuyển động tương lai một cách có lợi.

Chúng tôi tin rằng việc xem xét này sẽ dẫn đến các kết luận sau:

1. Đọc biểu đồ không phải là một môn khoa học.
2. Đọc biểu đồ chưa chứng minh được nó là một phương pháp kiểm lợi đáng tin cậy trong quá khứ.
3. Cơ sở lý thuyết của nó dựa trên một logic sai hoặc là khẳng định không có cơ sở.
4. Nó thịnh hành do sở hữu những lợi thế nhất định so với phương pháp đầu cơ may rủi, nhưng những lợi thế này có xu hướng giảm khi số lượng người sử dụng biểu đồ gia tăng.

*1. Đọc biểu đồ không phải là một môn khoa học và thực hành phương pháp này không dẫn đến thành công liên tục.* Trên thực tế, đọc biểu đồ không thể trở thành một môn khoa học được chứng minh rõ ràng. Nếu nó là khoa học thì các kết luận phải luôn đáng tin cậy. Trong trường hợp đó, mọi người có thể dự báo các thay đổi giá tương lai hoặc giá cho tuần sau và có thể liên tục kiểm tiền bằng cách mua và bán vào đúng thời điểm. Điều này rõ ràng bất khả thi. Chỉ nghĩ sơ qua cũng thấy rằng chẳng tồn tại thứ gọi là dự báo khoa học cho những sự kiện kinh tế dưới tầm kiểm soát của con người. Chính “sự đáng tin cậy” của dự báo sẽ dẫn đến hành động vô hiệu hóa nó của con người. Do đó, những nhà phân tích biểu đồ giàu kinh nghiệm thừa nhận rằng cần giữ bí mật phương pháp này để có thể liên tục thành công.

*2. Vì thực tế này nên chẳng có phương pháp đọc biểu đồ nào liên tục thành công trong một giai đoạn dài.<sup>1</sup>* Nếu có, nhiều người tham gia giao dịch sẽ nhanh chóng sử dụng nó. Điều đó sẽ khiến phương pháp này chẳng còn tính hữu dụng nữa.

*3. Cơ sở lý thuyết còn nghi vấn.* Cơ sở lý thuyết của phương pháp đọc biểu đồ như sau:

- Hành vi thị trường (hay hành vi của một cổ phiếu cụ thể) phản ánh hành vi của các hoạt động và thái độ của những người quan tâm đến nó.
- Do đó, thông qua nghiên cứu lịch sử hành vi thị trường, chúng ta có thể biết cái gì sẽ xảy ra trên thị trường trong tương lai.

Tiên đề có thể đúng, nhưng kết luận không hợp lý. Bạn có thể biết rất nhiều thứ về vị thế kỹ thuật của một cổ phiếu bằng cách nghiên cứu biểu đồ, tuy nhiên có thể chẳng bao giờ bạn biết đủ nhiều để tự bản thân sử dụng nó một cách hiệu quả. Chúng ta có thể loại suy từ “kết quả quá khứ” của các cuộc đua ngựa – thứ được những người say mê trường đua chăm

1. Những người trung thành với lý thuyết Dow tuyên bố rằng lý thuyết này đã liên tục thành công trong nhiều năm. Chúng tôi tin rằng cần nghi ngờ phát biểu này – ít nhất là với các diễn giải gây tranh cãi nhất định của lý thuyết này trong nhiều trường hợp quan trọng.

chỉ nghiên cứu. Chắc chắn những biểu đồ này mang lại nhiều thông tin về chất lượng của những con ngựa, đồng thời cũng sẽ cho phép các sinh viên chọn ra con ngựa thắng cuộc; nhưng vấn đề là chúng không thể cung cấp những thông tin giá trị đủ thường xuyên để khiến đua ngựa trở thành một trò tiêu khiển sinh lợi.

Quay trở lại lĩnh vực gần với chứng khoán hơn, chúng tôi có một tình huống tương tự trong phân tích chứng khoán. Thu nhập quá khứ của một doanh nghiệp là một chỉ báo hữu ích cho sức mạnh thu nhập tương lai – hữu ích nhưng không phải không thể sai sót. Bởi thế, phân tích chứng khoán và phân tích thị trường giống nhau ở thực tế là chúng xử lý với những dữ liệu không có tính kết luận về tương lai. Sự khác biệt, như chúng tôi sẽ chỉ ra, là nhà phân tích chứng khoán có thể bảo vệ bản thân mình bằng biên độ an toàn – yếu tố bị phủ nhận bởi nhà phân tích thị trường.

Chắc chắn có những thời điểm hành vi thị trường, như các biểu đồ thể hiện, mang lại giá trị cụ thể với ý nghĩa rõ ràng và đáng tin cậy cho những người có kỹ năng đọc hiểu chúng. Nếu tính đáng tin cậy của các chỉ báo biểu đồ chỉ gói gọn trong các trường hợp thực sự thuyết phục, chúng ta có thể đưa ra lập luận thiên về “nghiên cứu kỹ thuật” rõ ràng hơn. Nhưng những tín hiệu chính xác như vậy dường như đôi khi mới xuất hiện, và trong lúc đó, sự thiếu kiên nhẫn của con người cộng với nhu cầu nghề nghiệp cấp bách của những nhà phân tích biểu đồ buộc họ phải rút ra các kết luận thường xuyên hơn từ những dữ liệu ít thuyết phục hơn.

*4. Các nhược điểm lý thuyết và thực tiễn khác.* Việc sử dụng phương pháp đọc biểu đồ đối với nhà giao dịch cổ phiếu giống một liều thuốc có bắng sáng chế cho một người bệnh tàn phế không thể chữa trị. Nhà đầu cơ cổ phiếu thực tế phải chịu đựng một chứng bệnh gần như không thể chữa được. Tuy nhiên, liều thuốc người này tìm kiếm là hành động đầu cơ không mang lại lợi nhuận. Bất chấp tất cả kinh nghiệm, anh ta tự thuyết phục bản thân mình rằng có thể kiếm được và duy trì những khoản lợi nhuận này; anh ta vơ lấy một cách tham lam và thiếu phán xét tất cả những cách thức khả dĩ dẫn đến kết quả này.

Tính đúng đắn của phương pháp đọc biểu đồ, theo chúng tôi, phần lớn đến từ phương châm may rủi có cơ sở là phải nhanh chóng cắt giảm các khoản lỗ và tiếp tục sinh lợi nhuận. Nguyên tắc này thường ngăn chặn những khoản lỗ lớn bất ngờ, và đôi lúc mang lại những khoản lợi nhuận lớn. Nhờ đó, kết quả có thể sẽ tốt hơn so với sự ngẫu nhiên khi áp dụng những “mẹo thị trường”. Nhận ra lợi thế này, những người giao dịch cổ phiếu, bằng cách phát triển xa hơn kỹ thuật đọc biểu đồ, sẽ làm tăng tính tin cậy của phương pháp này để bảo đảm bản thân mình tiếp tục kiếm lời.

Nhưng trong kết luận này tồn tại thuật ngữ biện kép. Nhiều người chơi roulette sử dụng một hệ thống tương tự giúp họ giới hạn thua lỗ ở mỗi vòng quay và đôi khi thu về một khoản lợi nhuận đáng kể. Tuy nhiên, cuối cùng họ luôn thấy tổng các khoản lỗ nhỏ cao hơn nhiều vài món lợi nhuận lớn. (Hẳn là như vậy, vì lợi thế về toán học không nghiêng về họ trong thời gian dài). Thực tế này cũng đúng với người giao dịch cổ phiếu. Họ sẽ thấy rằng chi phí giao dịch nặng nề là một yếu tố bất lợi với họ. Khó khăn thứ hai là, khi các phương pháp đọc biểu đồ trở nên thịnh hành, con số lỗ trên những giao dịch không sinh lợi có xu hướng gia tăng và lợi nhuận cũng có xu hướng suy giảm. Vì khi ngày càng nhiều người, theo cùng hệ thống đó, nhận tín hiệu mua vào cùng một thời điểm, kết quả của hành động mua cạnh tranh này là giá mua trung bình sẽ cao hơn. Ngược lại, khi nhóm quyết định bán ra cùng một thời điểm, dù để cắt lỗ hay bảo vệ khoản lợi nhuận, hệ quả là giá trung bình sẽ thấp hơn. (Sự gia tăng trong việc sử dụng “lệnh cắt lỗ”, trước đó là một sáng kiến kỹ thuật hữu ích với người giao dịch, làm giảm đáng kể giá trị của phương pháp bảo vệ này).

Chúng tôi tin là, những nhà phân tích biểu đồ thông minh hơn nhận ra các yếu kém trong lý thuyết này và xem công việc dự báo thị trường là một môn nghệ thuật đòi hỏi tài năng, khả năng đánh giá, trực giác và những phẩm chất khác. Họ thừa nhận làm theo các nguyên tắc một cách máy móc để bảo đảm thành công không tồn tại. Do đó, xu hướng phổ biến trong các tờ báo ở Phố Wall là hướng về một cách tiếp cận tổng hợp hay

chiết trung, mà ở đó, một nghiên cứu kỹ lưỡng về hành vi thị trường được chuẩn bị trên cơ sở bối cảnh kinh tế tổng quát, và toàn bộ kết quả phải được đánh giá bởi những bộ óc kinh nghiệm.

**Phương pháp dự báo máy móc thứ hai.** Trước khi cân nhắc tầm quan trọng của việc tính toán thêm yếu tố đánh giá, hãy xem xét một phương pháp dự báo máy móc khác dựa trên những yếu tố bên ngoài thị trường. Khi nghiên cứu thị trường tổng quát, quy trình thông thường là xây dựng những chỉ số đại diện cho các yếu tố kinh tế khác nhau, ví dụ như lãi suất, hệ số chất đầy xe hàng, sản lượng thép và trừ đi những thay đổi sắp xảy ra trên thị trường sau khi tham khảo những thay đổi gần đây trong các chỉ số này.<sup>1</sup> Một trong những phương pháp đầu tiên và đơn giản là dựa trên tỷ lệ vận hành của lò luyện kim.

Lý thuyết này được phát triển bởi Col. Leonard P. Ayres của Công ty Cleveland Trust, và dẫn đến hiệu ứng là giá bảo đảm thường chậm đáy khi hoạt động của lò luyện kim loại giảm trên mức 60% tổng năng suất và ngược lại thường đạt đỉnh khi hoạt động của lò luyện này cao hơn 60% mức sản lượng sử dụng.<sup>2</sup> Một lý thuyết kèm theo của Colonel Ayres là trái phiếu sẽ đạt đỉnh trong khoảng 14 tháng sau khi sản lượng gang về thấp điểm và cổ phiếu đạt đỉnh khoảng hai năm sau điểm đáy trong sản xuất gang.<sup>3</sup>

1. Những chỉ số này có thể được vẽ ra trên các biểu đồ, trong những trường hợp dự báo bằng phân tích biểu đồ. Ví dụ: Các dòng A, B và C của Dịch vụ Kinh tế Harvard được xuất bản trong các bản tin hằng tuần từ ngày 3 tháng 1 năm 1922 đến 26 tháng 12 năm 1931 (tiếp tục được xuất bản tới năm 1939 với tần suất ít hơn trong tờ *The Review of Economic Statistics*); ngoài ra còn chỉ số hợp nhất Index Line của dịch vụ "Investment Timing Service" được tính toán bởi quỹ Independence Fund, Inc., vào năm 1939.

2. Xem *Bulletin of the Cleveland Trust Company* (tạm dịch: Bản tin của Công ty Ủy thác Cleveland), 15 tháng 7 năm 1924, trích dẫn bởi David F. Jordan, trong tờ *Practical Business Forecasting*, trang 203, New York, 1927.

3. Xem *Business Recovery Following Depression* (tạm dịch: Hồi phục Kinh doanh Sau Khủng hoảng), sách xuất bản bởi Công ty Ủy thác Cleveland năm 1922. Các kết luận của Colonel Ayres được tóm tắt trong trang 31 của cuốn sách.

Phương pháp đơn giản này đại diện cho tất cả hệ thống dự báo máy móc mà ở đó (1) nó có vẻ ít hợp lý trên cơ sở lý luận tiên nghiệm và (2) tính thuyết phục của phương pháp dựa trên thực tế rằng nó đã “đúng” nhiều năm trong quá khứ. Khuyết điểm tất yếu của các hệ thống này nằm ở yếu tố thời gian. Sẽ dễ dàng và an toàn để đưa ra dự báo, ví dụ, một giai đoạn có tỷ lệ lãi suất cao sẽ theo sau bằng một sụt giảm giá mạnh. Câu hỏi đặt ra là “Khi nào?”. Không có cơ sở khoa học nào để trả lời câu hỏi trên. Do đó, rất nhiều dịch vụ dự báo bị cuốn vào một loại khoa học giả tạo, sử dụng nhiều thời đoạn hay trùng hợp nhất định diễn ra nhiều lần trong quá khứ (hoặc được phát hiện ra nhờ siêng năng thử và sai) mà không hề suy nghĩ, và kết luận rằng những trường hợp giống vậy sẽ xuất hiện trong tương lai.

Do vậy, nói chung nỗ lực dự báo các thay đổi giá chứng khoán bằng cách tham khảo những chỉ số máy móc cũng bị phản đối như phương pháp của những nhà phân tích biểu đồ. Chúng thực sự không khoa học, vì không có lý luận thuyết phục nào để hỗ trợ và hơn thế nữa, vì dự báo thực sự khoa học (nghĩa là hoàn toàn đáng tin cậy) trong lĩnh vực kinh tế là bất khả thi về mặt logic.

**Sự bất lợi của phân tích thị trường khi so sánh với phân tích chứng khoán.** Chúng ta quay trở lại hệ quả của phân thảo luận trước rằng phân tích thị trường là một nghệ thuật đòi hỏi tài năng đặc biệt để có thể theo đuổi thành công. Phân tích chứng khoán cũng là một nghệ thuật; và, nó cũng sẽ không cho ra các kết quả thỏa đáng trừ khi nhà phân tích có khả năng cũng như kiến thức. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ rằng phân tích chứng khoán có nhiều lợi thế hơn so với phân tích thị trường, do đó nhiều khả năng phân tích chứng khoán sẽ trở thành một phương pháp thành công cho những người được đào tạo và có trí tuệ. Trong phân tích chứng khoán, trọng tâm chính đặt vào việc bảo vệ người mua chứng khoán trước những sự kiện bất lợi. Chúng ta có được sự bảo vệ này là nhờ nhất định sử dụng biên độ an toàn, hay giá trị cao hơn giá mua. Ý tưởng cơ sở ở đây là thậm chí nếu chứng khoán đó trở nên ít hấp dẫn hơn so với bể ngoài, việc mua nó

cũng vẫn có thể là một hành động thỏa đáng. Trong phân tích thị trường, không tồn tại biên độ an toàn; bạn hoặc đúng hoặc sai, và, nếu bạn sai, bạn mất tiền.<sup>1</sup>

Nguyên tắc quan trọng nhất của nhà phân tích thị trường là các khoản lỗ phải được cắt giảm và lợi nhuận phải được bảo đảm (bằng cách bán khi giá bắt đầu giảm) dẫn đến hành vi giao dịch tích cực. Điều này có nghĩa là chi phí mua bán trở thành một yếu tố bất lợi lớn trong kết quả cuối cùng. Các hoạt động dựa trên phân tích chứng khoán thường thuộc về loại hình đầu tư và không bao gồm giao dịch tích cực.

Bất lợi thứ ba trong phân tích thị trường là về cơ bản đó là trận chiến của trí thông minh. Lợi nhuận đến từ giao dịch trên thị trường hầu như được thu về ở cái giá của những người cũng đang giao dịch. Người giao dịch tất nhiên yêu thích các chứng khoán tích cực hơn, và thay đổi giá của những chứng khoán này đến từ các hoạt động của rất nhiều người giao dịch giống như vậy. Nhà phân tích thị trường chỉ có thể hy vọng thành công với giả định rằng anh ta thông minh hơn hay có lẽ may mắn hơn những đối thủ của mình.

Công việc của nhà phân tích chứng khoán, mặt khác, không có tính cạnh tranh như công việc của nhà phân tích thị trường. Thông thường, chứng khoán mà người này chọn mua không do một người đã gian khổ thực hiện những phân tích giá trị tương tự bán. Chúng ta phải nhấn mạnh rằng nhà phân tích chứng khoán nghiên cứu một danh mục chứng khoán lớn hơn nhiều so với nhà phân tích thị trường. Từ danh sách này, anh ta chọn ra những trường hợp xuất sắc mà thị giá không

1. Xem xét hai hoạt động này từ góc độ nghề nghiệp, chúng tôi nghiêng về xu hướng so sánh loại suy giữa lĩnh vực luật và âm nhạc. Một luật sư tài năng phải có khả năng kiểm soát tốt; một nhạc sĩ tài năng, “chỉ đơn thuần là tài năng” sẽ đối diện với nhiều khó khăn để thành công trong nghề nghiệp. Do đó, như chúng ta thấy, một nhà phân tích chứng khoán thực sự tài năng phải có khả năng đạt được những kết quả thỏa đáng trong công việc của mình, trong khi thành công dài hạn của nhà phân tích thị trường đòi hỏi người này phải sở hữu tài năng bất thường – hay may mắn bất thường.

phản ánh đúng giá trị nội tại, hoặc vì không được thị trường chú ý hoặc vì thị trường quá coi trọng những yếu tố bất lợi mà nhiều khi chỉ mang tính nhất thời.

Phân tích thị trường đường như đơn giản hơn so với phân tích chứng khoán, và phần thưởng của nó có thể đạt được nhanh hơn. Vì những lý do này, nhiều khả năng phân tích thị trường sẽ đáng thất vọng hơn trong dài hạn. Không có con đường đáng tin cậy nào để kiếm tiền dễ dàng và nhanh chóng, dù trên Phố Wall hay ở nơi khác.

**Dự đoán dựa trên những viễn cảnh ngắn hạn.** Phần lớn phân tích và lời khuyên trong lĩnh vực tài chính dựa trên việc nghiên cứu các viễn cảnh kinh doanh ngắn hạn của doanh nghiệp. Nghiên cứu giả định rằng, nếu doanh nghiệp có viễn cảnh thu nhập tăng trưởng, chứng khoán có thể được mua với kỳ vọng giá cao hơn khi lợi nhuận lớn hơn thật sự được báo cáo. Theo lý luận này, phân tích chứng khoán và phân tích thị trường đều giống nhau. Viễn cảnh thị trường giống với viễn cảnh kinh doanh.

Nhưng theo chúng tôi, lý thuyết mua cổ phiếu chủ yếu dựa trên cơ sở viễn cảnh ngắn hạn sẽ khiến việc lựa chọn chứng khoán đầu tư trở nên quá đơn giản. Nhược điểm của cách làm này nằm ở thực tế rằng thị giá thị trường hiện tại đã bao hàm các quan điểm đồng thuận về viễn cảnh tương lai. Và trong nhiều trường hợp, lẽ ra cần cân nhắc viễn cảnh nhiều hơn thay vì chỉ là nhận ra sự tồn tại của chúng. Khi một cổ phiếu được khuyến nghị mua trên cơ sở kỳ vọng thu nhập sẽ gia tăng vào năm sau, sẽ tồn tại hai rủi ro. Đầu tiên, dự báo kết quả năm sau có thể không chính xác; thứ hai, ngay cả khi nó chính xác, mức giá hiện tại có thể bị chiết khấu hay thậm chí chiết khấu quá tay.

Nhìn chung, nếu thị trường chỉ phản ánh thu nhập năm nay, thì thu nhập năm sau sẽ là giá trị không thể ước tính đúng được. Tuy nhiên, tiền đề này không đúng. Bảng Cổ phiếu phổ thông của United States Steel Corporation cho thấy thu nhập thường niên của cổ phiếu phổ thông United States Steel và phạm vi giá của chứng khoán đó trong giai đoạn 1902-1939.

Loại bỏ giai đoạn 1928-1933 (trong đó các thay đổi kinh doanh quá cực đoan nên những thay đổi tương ứng trong giá cổ phiếu nhất thiết phải xảy ra), rất khó để xác lập bất kỳ tương quan rõ ràng nào giữa dao động trong thu nhập và dao động trong thị giá.

Chúng tôi nghi ngờ khả năng nhà phân tích có thể dự báo thành công hành vi thị trường của các chứng khoán đơn lẻ trong một tương lai gần dù dự báo dựa trên vị thế kỹ thuật của thị trường, viễn cảnh chung của kinh doanh hay trên viễn cảnh cụ thể của từng doanh nghiệp. Theo ý kiến của chúng tôi, chúng ta sẽ có kết quả tốt hơn bằng cách giữ các kết luận tích cực trong những trường hợp sau:

1. Chọn chứng khoán ưu tiên cao tiêu chuẩn đáp ứng được các bài kiểm tra an toàn đòi hỏi cao.
2. Tìm ra những chứng khoán ưu tiên cao có giá trị đáng để xếp hạng đầu tư nhưng cũng có cơ hội gia tăng đáng kể giá trị.
3. Phát hiện ra những cổ phiếu phổ thông, hay chứng khoán ưu tiên cao đầu cơ – chứng khoán được bán rất thấp so với giá trị nội tại.
4. Xác định sai biệt giá rõ ràng tồn tại giữa các chứng khoán liên quan và tình huống cho thấy có thể đổi, mua bán phòng hộ hay giao dịch chênh lệch giá các chứng khoán này.

## TỔNG KẾT QUAN ĐIỂM CỦA CHÚNG TÔI VỀ CHÍNH SÁCH ĐẦU TƯ

Nếu dịch chuyển sự chú ý từ nhà phân tích sang người sở hữu chứng khoán, chúng tôi có thể trình bày ngắn gọn quan điểm về những việc nên và không nên làm. Tóm tắt dưới đây phục vụ cho những nhóm nhà đầu tư khác nhau.

**A. Nhà đầu tư nhỏ.** 1. *Đầu tư để kiếm thu nhập. Trong trường hợp này, khoản đầu tư hợp lý duy nhất để bảo đảm an toàn và tích lũy thu nhập, dưới những điều kiện hiện tại, là Trái phiếu Tiết kiệm Hoa Kỳ.* Những khoản đầu tư khác chỉ sinh lợi tức ít, nếu có, và chúng không có cùng mức độ bảo vệ trước những thiệt hại dài hạn hay ngắn hạn. Trái phiếu thẳng và cổ phiếu

ưu đãi có vẻ mang lại lợi nhuận cao hơn gần như chắc chắn đi kèm với yếu tố rủi ro. Các loại hình “kế hoạch tiết kiệm” và những chứng khoán tương tự được những tay bán hàng chào mời sẽ chứa đầy cạm bẫy; nhà đầu tư bị thuyết phục bởi lời hứa về thu nhập hào phóng để ưa thích chứng khoán này và từ chối Trái phiếu Tiết kiệm Hoa Kỳ nhiều khả năng sẽ phải hối hận với lựa chọn của mình.

*2. Đầu tư vì lợi nhuận.* 4 cách tiếp cận thể áp dụng được với cả nhà đầu tư lớn lẫn nhỏ:

- a. Mua cổ phiếu có tính đại diện khi thị trường rõ ràng ở mức thấp theo đánh giá bằng những tiêu chuẩn khách quan, dài hạn. Chính sách này đòi hỏi sự kiên nhẫn và dũng cảm và khó lòng tránh khỏi khả năng tính toán sai. Qua một thời đoạn dài, chúng tôi tin rằng nó sẽ cho ra kết quả tốt.
- b. Mua những chứng khoán đơn lẻ với tiềm năng phát triển tốt ở những mức giá hợp lý trong quan hệ với con số thực của nó.  
Dù tăng trưởng nhìn chung được kỳ vọng, giá hiếm khi nào hợp lý. Nếu cơ sở của hành động mua là sự tự tin vào tăng trưởng tương lai nhưng công chúng không nghĩ vậy, hành động mua có thể hợp lý và sinh lợi nhưng cũng có thể không có cơ sở và tối kém.
- c. Mua những chứng khoán ưu tiên cao đặc quyền được bảo đảm tốt. Sự kết hợp những chứng khoán thực sự thỏa đáng với quyền chuyển đổi hứa hẹn hay một quyền tương tự là một hiện tượng hiếm nhưng không phải là không xuất hiện. Lựa chọn cần thận nhóm chứng khoán này sẽ mang lại những kết quả tốt, với điều kiện nhà đầu tư phải đủ cẩn thận và kiên trì để tìm ra các cơ hội của mình.

**CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG UNITED STATES STEEL CORPORATION, 1901-1939**

Năm	Thu nhập/cổ phiếu (đô-la)	Phạm vi giá thị trường		
		Cao	Thấp	Trung bình
1901	\$ 9,1	55	24	40
1902	10,7	47	30	39
1903	4,9	40	10	25
1904	1,0	34	8	21
1905	8,5	43	25	34
1906	14,3	50	33	42
1907	15,6	50	22	36
1908	4,1	59	26	48
1909	10,6	95	41	68
1910	12,2	91	61	76
1911	5,9	82	50	66
1912	5,7	81	58	70
1913	11,0	69	50	60
1914	0,3(d)	67	48	58
1915	10,0	90	38	64
1916	48,5	130	80	105
1917	39,2	137	80	109
1918	22,1	117	87	102
1919	10,1	116	88	102
1920	16,6	109	76	93
1921	2,2	87	70	79
1922	2,8	112	82	97
1923	16,4	110	86	98
1924	11,8	121	94	108
1925	12,9	139	112	126
1926	18,0	161	117	139
1927*	12,3	246	155	201
1927†	8,8	176	111	144
1928	12,5	173	132	153
1929	21,2	262	150	206
1930	9,1	199	134	167
1931	1,4(d)	152	36	99
1932	11,1(d)	53	21	37
1933	7,1(d)	68	23	46
1934	5,4(d)	60	29	45
1935	2,8(d)	51	28	40
1936	2,9	80	46	63
1937	8,0	127	49	88
1938	3,8(d)	71	38	55
1939	1,84	83	41	62

\* Trước khi dự trù 40% cổ tức cổ phiếu.

† Sau khi dự trù 40% cổ tức cổ phiếu.

d. Mua chứng khoán bán dưới giá trị nội tại. Giá trị nội tại không chỉ kể đến thu nhập trong quá khứ và giá trị tài sản thanh khoản cao mà còn cả sức mạnh thu nhập tương lai, được ước tính một cách cẩn trọng – hay nói cách khác, cả yếu tố định tính lẫn định lượng. Chúng tôi nghĩ rằng vì một tỷ lệ lớn tất cả chứng khoán ngày nay đều tương đối không thịnh hành, chắc hẳn có nhiều trường hợp trong đó thị trường đi lạc một cách rõ ràng và dại dột, từ đấy tạo ra cơ hội thực sự cho những người biết phân biệt đúng sai. Những cơ hội này có thể tìm thấy ở trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông.

Theo cách nhìn của chúng tôi, hành trình tìm kiếm và nhận ra giá trị của các chính sách vừa thảo luận không nằm ngoài khả năng của một nhà đầu tư nhỏ – người muốn thực hành phân tích chứng khoán với năng lực không chuyên, dù rằng chắc chắn anh ta sẽ cần thông minh hơn và được đào tạo chuyên sâu hơn. Tuy vậy, chúng tôi nghĩ rằng nhà đầu tư không chuyên luôn cần trình bày ý tưởng của mình để nhận phê bình từ nhà phân tích chuyên nghiệp, ví dụ như các chuyên gia thống kê của công ty NYSE. Chắc chắn, chúng ta có thể vừa khiêm tốn và vừa tự tin; và trừ khi một người có đủ phẩm chất để cho những người khác lời khuyên một cách chuyên nghiệp, người này không nên “kê đơn” cho bản thân mà không có sự hỗ trợ.

3. *Đầu cơ*. Nhà đầu tư nhỏ tất nhiên có quyền bước ra khỏi vai trò đầu tư của mình và trở thành một nhà đầu cơ. (Anh ta cũng có quyền hối hận về hành động này của mình sau đó). Tồn tại các loại hình đầu cơ khác nhau, và chúng mang lại những cơ hội thành công khác nhau.

a. Mua cổ phiếu của một doanh nghiệp mới hoặc gần như mới. Chúng tôi không ngại ngần và kịch liệt phản đối cách làm này. Lợi thế sẽ không đứng về phía người mua những chứng khoán mới, giống như việc người này quẳng  $\frac{3}{4}$  số tiền của mình qua cửa sổ và giữ phần còn lại trong ngân hàng.

- b. Giao dịch trên thị trường. Rất may cho Phố Wall trong vai trò một định chế khi chỉ một nhóm thiểu số người có thể giao dịch thành công và nhiều người nghĩ rằng họ có thể làm vậy. Cách nhìn được chấp nhận là giao dịch cổ phiếu giống với những thứ khác, nghĩa là có thể kiểm lời nhờ sự thông minh và chuyên cần, hoặc được hướng dẫn chuyên nghiệp. Chúng tôi hoài nghi chuyện này, có lẽ là vì thành kiến. Chúng tôi nghĩ rằng, dù có sự chuẩn bị và phương pháp, thành công trong giao dịch hoặc đến ngẫu nhiên và nhất thời hoặc đến từ việc sở hữu một năng lực rất hiếm thấy. Do đó, đa số những người giao dịch cổ phiếu sẽ không tránh khỏi thất bại. Chúng tôi không kỳ vọng kết luận này sẽ có tác động lớn đến công chúng. (Lưu ý rằng khác biệt cơ bản giữa mua cổ phiếu ở giá thấp một cách khách quan và bán chúng ở mức giá cao – được chúng tôi gọi là đầu tư – và việc thực hành mua phổ biến chỉ xảy ra khi thị trường “được kỳ vọng” tăng giá và bán khi “đến lúc” giảm giá – chúng tôi gọi là đầu cơ).
- c. Mua “cổ phiếu tăng trưởng” ở mức giá quá hào phỏng. Khi gọi hành động này là “đầu cơ”, chúng tôi đã phản đối cả những quan điểm mạnh mẽ nhất. Với lý do đã trình bày ở trước, chúng tôi đánh giá cách tiếp cận phổ thông này chưa đựng nhiều rủi ro và rủi ro sẽ gia tăng khi nó trở nên phổ biến hơn. Tuy nhiên cơ hội thành công cá nhân ở đây sẽ rõ ràng hơn nhiều so với các hình thái đầu cơ khác, và có một môi trường tốt hơn cho việc dự đoán, đánh giá và điều tiết.

**B. Nhà đầu tư cá nhân có tiềm lực lớn.** Dù có các lợi thế kỹ thuật rõ ràng so với nhà đầu tư nhỏ, nhà đầu tư cá nhân có tiềm lực lớn phải chịu 3 bất lợi đặc biệt:

1. Anh ta không thể giải quyết vấn đề đầu tư thẳng đơn thuần bằng cách không mua gì ngoài Trái phiếu tiết kiệm Hoa Kỳ, vì số lượng trái phiếu một người có thể mua bị giới hạn. Do đó, người này tất yếu phải cân nhắc các lựa chọn đầu tư giá trị cố định khác. Chúng

tôi tin rằng việc áp dụng chặt chẽ các bài kiểm tra định lượng, cộng với đánh giá đủ tốt về mặt định tính, sẽ cho ra kết quả cuối cùng thỏa đáng.

2. Tuy nhiên, vấn đề đến từ lạm phát ảnh hưởng nghiêm trọng hơn đến nhà đầu tư này so với một nhà đầu tư nhỏ. Từ năm 1932, tồn tại lập luận thông thường ủng hộ việc nắm giữ một số cổ phiếu như một biện pháp bảo vệ. Bên cạnh đó, trước giờ việc nắm giữ nhiều cổ phiếu phổ thông cũng phản ánh thái độ truyền thống và cách làm của những cá nhân giàu có.
3. Quy mô đơn vị đầu tư nhiều khả năng sẽ khiến nhà đầu tư lớn tập trung vào những chứng khoán phổ biến và tích cực. Trong chừng mực nào đó, người này sẽ gặp bất lợi khi áp dụng kỹ thuật đầu tư vào các chứng khoán bị định giá thấp. Tuy nhiên, chúng tôi nghĩ rằng rào cản nghiêm trọng hơn là sự yêu thích hay định kiến của anh ta.

**C. Đầu tư của công ty kinh doanh.** Chúng tôi tin rằng trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ, mang theo quyền miễn thuế thu nhập doanh nghiệp, gần như là cách thức đầu tư logic duy nhất cho quỹ đầu tư doanh nghiệp để có thể đầu tư trong thời gian nhiều năm. (Dưới các điều kiện năm 1940, những khoản đầu tư ngắn hạn gồm nhiều vấn đề như các khoản đầu tư kiểm thu nhập). Nhìn chung, dường như khá rõ ràng rằng những loại hình đầu tư khác của doanh nghiệp – dù là trái phiếu hay cổ phiếu – có thể mang lại lợi nhuận cao hơn một cách đáng kể chỉ khi đứng trước nguy cơ thua lỗ và bị chỉ trích.

**D. Đầu tư tổ chức.** Chúng tôi sẽ không đề xuất chính sách cho những định chế tài chính, những tổ chức thành thạo lý thuyết và thực hành đầu tư. Tương tự, chúng tôi cũng không đề xuất cho các định chế từ thiện và giáo dục, vì những tổ chức này nhìn chung sử dụng các chuyên gia tài chính đầy kinh nghiệm để xây dựng chính sách tài chính cho mình. Nhưng để không hoàn toàn bỏ qua chủ đề khó nhẫn này, chúng tôi mạo muội đưa ra nhận định sau: Theo quan điểm của chúng tôi, một định chế tài chính có

thể chấp nhận mức thu nhập thấp từ các chứng khoán giá trị cố định xếp hạng cao nên giới hạn khoản đầu tư của mình trong những chứng khoán này. Chúng tôi nghi ngờ rằng kết quả tốt của các chỉ số cổ phiếu phổ thông trong các giai đoạn quá khứ có khả năng bảo đảm các trách nhiệm nặng nề và bất ổn không thể tránh khỏi khi đầu tư cổ phiếu phổ thông. Có thể điều chỉnh kết luận này trong trường hợp tồn tại quan điểm thống nhất rằng cần phòng vệ trước lạm phát hoặc trong trường hợp các tổ chức cần tìm kiếm lợi nhuận cao hơn. Trong các trường hợp đó, những người chịu trách nhiệm có thể dành một phần quỹ tổ chức để đầu tư vào các lựa chọn khác ngoài việc đầu tư giá trị cố định, theo đúng tinh thần và kỹ thuật phân tích chứng khoán.<sup>1</sup>

---

1. Đại học Yale hiện áp dụng chính sách đầu tư một phần nguồn quỹ của mình vào “vốn cổ phần” – được xác định là cổ phiếu phổ thông và chứng khoán ưu tiên cao không trả lãi hay cổ tức ưu đãi. Tỷ lệ thay đổi theo một công thức cố định gần giống như sau: Tỷ lệ ban đầu là 30% trên tổng ngân quỹ. Mỗi khi thị trường tăng đến 40%,  $\frac{1}{6}$  khoản đầu tư này được đổi thành trái phiếu. Ngược lại, mỗi khi thị trường sụt giảm khiến giá trị của khoản đầu tư giảm dưới 15%, những trái phiếu này được bán ra và sẽ mua thêm  $\frac{1}{6}$  cổ phiếu. Xem thêm bài nói chuyện của Laurence G. Tighe, Kế toán Trưởng Công sự của Đại học Yale có tựa đề “Present Day Investment Problems of Endowed Institutions” (tạm dịch: Các vấn đề đầu tư ngày nay của Các định chế quyền góp) ngày 14 tháng 2 năm 1940 trước Ban ủy thác của Hiệp hội Chuyên gia Ngân hàng Hoa Kỳ. Được tóm tắt lại trong tờ *New York Sun* vào 20 tháng 2 năm 1940.

## Phần IV

# LÝ THUYẾT ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU PHỔ THÔNG - YẾU TỐ CỔ TỨC

---

# CHU DU CÙNG GRAHAM VÀ DODD

THOMAS A. RUSSO

---

Tôi có vinh dự giới thiệu phần chưa bao giờ được viết của cuốn *Phân tích chứng khoán*, đó là đầu tư toàn cầu. Đây không phải là phần gây ảnh hưởng tai hại mà hai tác giả đã bỏ qua. Ngoại trừ vương quốc Anh và vài quốc gia châu Âu, các thị trường chứng khoán toàn cầu không phát triển nhiều khi phát hành phiên bản thứ hai vào năm 1940.

Lần đầu tiên, tôi học về đầu tư giá trị từ Giáo sư Jack McDonald ở Standord Business School hồi đầu thập niên 1980. McDonald khiến chúng tôi cảm thấy thích thú với những “câu chuyện chiến tranh” về kinh nghiệm đầu tư nước ngoài của ông. Vào những năm 1980, đầu tư nước ngoài vẫn rất khó khăn. Theo tiêu chuẩn Hoa Kỳ, thị trường nước ngoài có thanh khoản rất kém và chi phí giao dịch cao. Các thực hành kế toán của các thị trường này vẫn còn xa lạ và thông tin công bố ít minh bạch hơn so với Hoa Kỳ.

Đó chưa phải toàn bộ câu chuyện. Hãy xem xét các thách thức đến từ chính sách quản trị và thực hành quản lý doanh nghiệp địa phương đặt lên vai một người muốn trở thành nhà đầu tư toàn cầu; các hạn chế trong di chuyển vốn; thay đổi trong thuế; khác biệt ngôn ngữ, văn hóa và ổn định chính trị; khoảng thời gian giao dịch bất thường; rủi ro tiền tệ và những công việc hậu cần liên quan đến việc giám sát chứng khoán nước ngoài. Tại sao phải bận tâm chứ?

Kỳ lạ thay, chính Warren Buffett ở Omaha, Nebraska là người đã khai sáng cho tôi ở lĩnh vực này. Buffett lúc đó không phải là chuyên gia trong đầu tư toàn cầu và cho tới giờ cũng vậy, nhưng lại đến thỉnh giảng cho lớp học của Giáo sư McDonald. Buffett – chàng sinh viên của Graham và

Dodd tại Đại học Columbia những năm 1950, đã thăng tiến từ một nhà đầu tư phân tích bảng cân đối kế toán đơn thuần, trở thành nhà đầu tư tìm kiếm các doanh nghiệp tuyệt vời được vận hành bởi ban giám đốc trung thực, năng lực và thân thiện với cổ đông. Những doanh nghiệp như vậy rất hiếm, vậy tại sao lại giới hạn bản thân trong nước Mỹ?

Vì các cơ hội tuyệt vời luôn khan hiếm, như Buffett nói rằng bạn rất may mắn nếu có được 20 ý tưởng tuyệt vời trong quãng đời đầu tư của mình, việc tìm kiếm quanh quẩn quy mô hẹp sẽ không mang đến đủ cơ hội đa dạng hóa tối ưu. Nhà đầu tư phải “bù đắp” cho thực tế có rất ít cơ hội, bằng cách tìm kiếm rộng hơn. Mức độ am hiểu và diễn biến các ngành cụ thể cho phép nhà đầu tư đánh giá cả cơ hội nội địa lẫn quốc tế trong khả năng. Mặc dù tồn tại rất nhiều khác biệt về thị hiếu và luật pháp mang tính địa phương, song các nguyên tắc kinh tế cơ bản trong sản xuất, tiếp thị, phân phối hàng hóa và dịch vụ hầu hết giống nhau bất chấp biên giới quốc gia.

Tập trung áp dụng các nguyên tắc kinh doanh cơ sở như Buffett cũng giúp nhà đầu tư đổi mới với nhiều khác biệt quốc gia trong thực hành kế toán và công bố thông tin. Thực hành kế toán địa phương có thể được phân tích, bằng cách sử dụng kết quả của các doanh nghiệp trong những tình huống tương tự ở các quốc gia khác. Ví dụ, nếu lợi nhuận cơ sở của một doanh nghiệp sản xuất bia Đức khác với những doanh nghiệp sản xuất bia Pháp, Anh và Ý, có khả năng các yếu tố trên bảng cân đối kế toán đã bị hiểu sai và cần phải phân tích con số này kỹ lưỡng hơn. Tất nhiên, các sai biệt có thể được lý giải do môi trường pháp luật địa phương hay sở thích khác nhau của người tiêu dùng. Khi kết quả kinh doanh của một công ty con quan trọng không được ghi nhận đầy đủ trong báo cáo thu nhập, có thể hiểu rõ các con số hơn bằng cách nghiên cứu những doanh nghiệp tương tự ở quốc gia khác. Ví dụ, mức độ sinh lợi của doanh nghiệp sản xuất bia phụ thuộc chính vào hệ thống phân phối địa phương và thị phần. Một công ty con sản xuất bia với thị phần nhỏ và xa xôi ít khả năng mang đến giá trị lớn. Cuối cùng, tập trung phân tích các hoạt động kinh doanh cơ bản của doanh nghiệp dẫn nhà đầu tư đến việc phát triển một mạng lưới toàn cầu các mối quan hệ ngành, để lấp đầy những khoảng trống trong báo cáo tài chính.

Graham, Dodd và Buffett quan tâm đến xu hướng của ban giám đốc: khu khú ôm tài sản doanh nghiệp để không phải trả cổ tức, thực hiện các

thương vụ mua bán với mục tiêu duy nhất là gia tăng lương và uy tín của các giám đốc. Đó là lý do vì sao Buffett tìm kiếm những giám đốc coi trọng trách nhiệm bảo vệ và tăng trưởng kinh doanh trong dài hạn, cũng như quan tâm chủ yếu đến hiệu quả phân bổ vốn của doanh nghiệp. Khi đầu tư vào các doanh nghiệp nước ngoài, bạn thực sự cần những giám đốc mà Buffett thèm muốn, vì nhìn chung, các quy định quản trị doanh nghiệp và hoạt động quản lý ít đáp ứng được mong muốn của nhà đầu tư hơn so với ở thị trường Hoa Kỳ. Nếu ban giám đốc không làm đúng, bạn không thể dựa vào những cổ đông đồng chí hướng để bắt ép ban giám đốc phải làm ngược lại.

Bên cạnh đó, trong khi khác biệt văn hóa và ngôn ngữ gây khó khăn khi liên hệ trực tiếp với những quản lý ở nước ngoài, chúng ta có sẵn những hồ sơ năng lực quản lý dài hạn. Bạn có thể đánh giá các quyết định của ban giám đốc trong quá khứ, dựa trên kiến thức về thực hành tốt nhất trong ngành. Hơn nữa, như Buffett thường lưu ý, các doanh nghiệp đơn giản với vị thế kinh doanh mạnh có thể được vận hành bởi bất kỳ gã ngốc nào. Không có hồ sơ lịch sử, các khác biệt về ngôn ngữ và văn hóa càng khiến chúng ta khó lòng nhận ra đâu là những ngôi sao từ Pháp, Séc hay Thái Lan. Do đó, cách tiếp cận “doanh nghiệp đơn giản với vị thế kinh doanh mạnh” là một biện pháp bổ sung, bảo đảm an toàn khi đầu tư nước ngoài.

## **ĐẦU TƯ TOÀN CẦU TRONG THỰC TIỄN**

Từ khi bắt đầu đầu tư nước ngoài hơn 20 năm trước, tôi đã gặp phải những thách thức liên quan đến biến động tỷ giá, thực hành kế toán, công bố thông tin, giao dịch và vận hành, cũng như các rào cản trong quản trị đầu tư từ phía bản thân mình. Thách thức đã với bớt đi qua năm tháng, khi những thị trường nằm ngoài Hoa Kỳ rộng mở với các nhà đầu tư toàn cầu hơn, song vẫn tồn tại không ít rào cản cho những nhà đầu tư muốn trải nghiệm.

### **Rủi ro tỷ giá**

Các nhà đầu tư thường hỏi tôi cách phòng vệ trước rủi ro biến động tỷ giá theo hướng bất lợi. Trong khi vài nhà đầu tư Mỹ thích phòng hộ tất cả rủi ro tỷ giá ngược trở lại đồng đô-la, tôi tin cách giải quyết tốt nhất là đa

dạng hóa những đồng tiền nắm giữ. Vì người Mỹ phải chịu nhiều rủi ro tiền tệ khi mua hàng hóa và dịch vụ, chúng ta chỉ nên quản lý rủi ro thiệt hại tiền tệ trong vài đồng tiền nước ngoài.

Làm được điều đó không phải dễ. Trước khi đồng Euro xuất hiện vào năm 1992, khoản đầu tư vào các doanh nghiệp Châu Âu cần phải chuyển đổi tiền tệ thành một nhóm nhiều đồng tiền. Theo dõi vị thế các đồng tiền khác nhau rất phức tạp, đôi khi chi phí giao dịch rất cao. Đó là lý do tại sao cuối cùng tôi từ bỏ các doanh nghiệp như Figaro, công ty con sản xuất bánh kẹo ở Slovakia của Philip Morris. Quản lý rủi ro thiệt hại tiền tệ với đồng Slovak quá tốn kém.

Thậm chí nếu một người có mong muốn phòng hộ, sẽ rất phức tạp để tìm ra biện pháp phòng hộ phù hợp. Hầu hết doanh nghiệp vận hành ở nhiều quốc gia có các đồng tiền khác nhau. Ví dụ, nhà đầu tư cổ gắng phòng hộ trước những biến động của đồng tiền Thụy Sỹ khi đầu tư vào Nestle (cổ phiếu được niêm yết ở Thụy Sỹ) sẽ chẳng biết phải phòng hộ đồng tiền nào, vì chỉ dưới 5% doanh thu của Nestle đến từ đồng tiền Thụy Sỹ.

Hơn nữa, đôi khi các cơ hội đầu tư hấp dẫn nhất đến từ những đồng tiền đang chuyển biến liên tục và theo đó, sẽ tốn kém để phòng hộ. Ví dụ, đầu những năm 1990, tôi đầu tư vào thị trường cổ phiếu Nauy sau khi thị trường sụp đổ, vì khủng hoảng ngành đóng tàu trong cuộc Chiến tranh Vùng Vịnh. Đồng tiền của các nước Scandinavia chịu nhiều sức ép khiến thương vụ mua bán phòng hộ để dự phòng tiền tệ sụt giảm xa hơn bỗng trở nên quá đắt đỏ. Không chỉ thị trường cổ phiếu Nauy bị định giá thấp, mà đồng tiền của nó cũng vậy. Chính nguyên nhân khiến các cổ phiếu Nauy tăng giá – sự kiện kết thúc Chiến tranh Vùng Vịnh – cũng sẽ khiến đồng tiền tăng giá.

## CÁC TIÊU CHUẨN KẾ TOÁN

Lần đầu tiên khi tôi đầu tư ra nước ngoài, những nhà đầu tư Hoa Kỳ hỏi: “Liệu anh có tin vào thực hành kế toán của doanh nghiệp nước ngoài?”. Lúc đó, câu trả lời của tôi là: “So với cái gì?”. Dù các tiêu chuẩn kế toán nước ngoài tồn tại rất nhiều nhược điểm, nhưng trong vài trường hợp, chúng thực sự cẩn trọng hơn so với các nguyên tắc kế toán Hoa Kỳ. Trong khi đó,

những tiêu chuẩn khắt khe của Hoa Kỳ đã không thể ngăn cản được sự sụp đổ tài chính đến từ các hành động lừa đảo của Eron và WorldCom.

Tuy vậy, các tiêu chuẩn kế toán mới mẻ ở thị trường nước ngoài thực sự khiến đầu tư vượt biên giới trở nên phức tạp hơn. Khó khăn đầu tiên liên quan đến các công ty con không hợp nhất. Thông thường, bạn không thể tìm ra các tài liệu tham khảo cho các công ty con được sở hữu một phần trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh, hoặc trong bảng cân đối kế toán, dù chúng đại diện cho giá trị nội tại khá lớn của doanh nghiệp. Những nguyên tắc khác nhau trong xử lý lợi thế thương mại, khẩu hao tài sản vô hình và hữu hình, khiến việc so sánh ngang bằng trở nên khó khăn đối với các doanh nghiệp ở nhiều quốc gia khác nhau.

Ví dụ, khi tôi đầu tư vào công ty bia Hà Lan Heineken vào cuối những năm 1980, công ty này trông có vẻ sinh lợi thấp hơn so với các đối thủ Hoa Kỳ. Nhưng Heineken tính những chi phí khẩu hao thực tế quá cao, vì nó sử dụng phương pháp kế toán chi phí thay thế. Một khi điều chỉnh theo GAAP, tính sinh lợi của công ty bia này bắt đầu hiện rõ. Rất dễ điều chỉnh những con số này dựa vào những thông tin tài chính công bố đầy đủ trong các báo cáo của Heineken.

Tuy nhiên, thông thường, các doanh nghiệp nước ngoài sẽ không công bố đủ thông tin, hoặc tệ hơn sẽ không công bố chút thông tin nào về các công ty con chưa hợp nhất, khiến hoạt động điều chỉnh này trở nên khó đoán hơn rất nhiều. Trong những trường hợp như vậy, nhà đầu tư phải áp dụng biện độ an toàn lớn hơn, để phòng vệ trước những rủi ro do công bố thông tin không đầy đủ. May thay, các tiêu chuẩn kế toán phổ biến trên thế giới đã được cải thiện trong nhiều năm trở lại đây, khi yêu cầu báo cáo các kết quả rộng hơn theo nhóm doanh nghiệp và công bố thêm thông tin của các doanh nghiệp con không hợp nhất.

### **Thiếu thông tin**

Ở vài nước, thông tin về các doanh nghiệp cổ phần thường thiếu thốn, những thông tin sẵn có thì rất kém chất lượng. Báo cáo tài chính không được dịch sang tiếng Anh, đặc biệt ở các thị trường khá nhỏ như Nauy hay Cộng hòa Séc. Tôi thường xuyên thuê biên dịch viên để dịch cho tôi những nội dung báo cáo. Với sự xuất hiện của Bloomberg và những đơn vị cung

cấp dữ liệu khác, nhà đầu tư có thể nhanh chóng tiếp cận nhiều thông tin hơn bằng tiếng Anh. Tuy nhiên, các thông tin công bố thường chỉ bằng ngôn ngữ địa phương.

Nhà đầu tư Mỹ cũng khó sắp xếp cuộc hẹn với ban giám đốc. Tôi nhớ lại lần đầu tiên đến thăm Heineken vào cuối những năm 1980. Khi được giới thiệu với phó chủ tịch, ông này tỏ thái độ như muốn hỏi tôi: "Anh làm gì ở đây." Nhiều khả năng, ông ta trước giờ chưa bao giờ thấy một nhà đầu tư Hoa Kỳ và không thể tưởng tượng được tại sao những nhà đầu tư này lại quan tâm đến Heineken. Tương tự, khi đầu tư vào công ty Weetabix sản xuất đồ ăn sáng từ ngũ cốc ở Anh Quốc, tôi chỉ có thể gặp ban giám đốc duy nhất một lần.

Weetabix và Heineken đều được vận hành theo mô hình gia đình trị, chẳng có nhà đầu tư nào có thể nói lọt tai ban giám đốc. Tuy nhiên, đọc báo cáo của các công ty này một cách cẩn thận sẽ thấy, đây đều là những công ty được điều hành cẩn thận và hướng đến cổ đông.

Tôi có thể chấp nhận được những ban giám đốc dễ với nhà đầu tư, nhưng tôi sẽ yêu cầu biên độ an toàn lớn hơn khi đầu tư vào những doanh nghiệp này. Tuy nhiên, vẫn có những giới hạn. Tôi nhớ lại chuyến thăm Hàn Quốc vào cuối thập niên 1990 sau cuộc sụp đổ tiền tệ Châu Á. Khi gặp các ban giám đốc cao cấp của công ty sản xuất bánh kẹo hàng đầu Hàn Quốc – Lotte Confectionery, tôi đã hỏi về viễn cảnh dòng tiền năm sau. Người phiên dịch viên nói chuyện với ban giám đốc gần 30 phút, sau đó tôi chỉ nhận được câu trả lời cùn ngắn: "Tốt hơn". Tôi không hiểu nội dung cuộc thảo luận dẫn đến câu trả lời không đầy đủ đó, nên đã không đầu tư vào công ty đầy hứa hẹn này.

### **Ai giữ quyền giám hộ?**

Khi tôi bắt đầu đầu tư nước ngoài, chỉ vài công ty nước ngoài niêm yết trên sàn chứng khoán Hoa Kỳ dưới hình thức Chứng khoán Dự thắc Hoa Kỳ (ADR) phổ biến ngày nay. Điều đó có nghĩa là nhà ủy thác Hoa Kỳ không thể đầu tư ra nước ngoài, vì họ cần quyền lưu ký cổ phần trong nước. Trong khi tôi đầu tư vào cả ADR và cổ phiếu địa phương, khách hàng của tôi chỉ có thể giữ ADR. Tệ hơn, vài quốc gia có nhiều hạn chế dành cho nhà đầu tư nước ngoài.

Đó là khoảng thời gian giữa thập niên 1980, khi nhà đầu tư của tôi giữ cổ phiếu James Burroughs PLC (nhà sản xuất rượu Beefeater's Gin) bị pháp luật cấm chấp nhận hợp đồng đổi cổ phiếu do Whitebread chào mời. Thay vào đó, những người này chỉ có thể giữ tiền mặt. Như vậy, họ đã bị khước từ cơ hội tham gia vào thương vụ mua lại Whitebread, doanh nghiệp sau đó bị Allied Domecq mua lại và tiếp theo Allied Domecq được Pernod Ricard mua. Họ bị buộc phải trả thuế cho những khoản lợi nhuận kiếm được một cách miễn cưỡng. Tương tự, tôi cũng gặp khó khăn khi đầu tư vào những thị trường đang phát triển (như Ấn Độ và Trung Quốc) vì các quy định hạn chế đầu tư nước ngoài.

Các nhà đầu tư ở Hoa Kỳ cũng bị giới hạn loại hình đầu tư. Ví dụ, khi lần đầu tiên tôi rót tiền vào Nestlé giữa những năm 1980 trong vai trò một nhà đầu tư không phải người Thụy Sỹ, chúng tôi không thể mua cổ phiếu thực, mà chỉ là "chứng chỉ tham gia". Thực tế này cũng xảy ra trong trường hợp của Weetabix và công ty truyền thông ở Hà Lan De Telegraaf. Vì người giữ chứng chỉ sẽ có ít quyền hơn cổ đông, nên tôi đã trả mức giá thấp hơn để duy trì biên độ đủ an toàn trong tình huống này.

Hoàn thành các giao dịch nước ngoài và duy trì khoản nắm giữ chứng khoán ở nước ngoài ngày nay vẫn còn là thách thức, thậm chí với làn sóng các quỹ đầu tư đổ vào các thị trường nước ngoài mạnh mẽ. Hoa hồng vẫn ở mức cao cố định trong hầu hết thị trường, rất nhiều thị trường có mức phí và thuế trên hoa hồng. Cuối cùng, nhiều đơn vị giám hộ ở Mỹ tính các khoản phí phụ trội để thực hiện những giao dịch quốc tế; họ còn cố gắng kiểm lờ nhiều từ các giao dịch tiền tệ. Cổ tức từ nước ngoài cũng thường bị trì hoãn và phải trả khoản hoa hồng lớn để chuyển đổi cổ tức thành đô-la. Hơn nữa, nhà đầu tư được miễn thuế như các quỹ ưu trí và quỹ trường học, phải rất khổ sở để được hoàn thuế cho các khoản cổ tức nước ngoài. Những nhà đầu tư bị đánh thuế có thể giải quyết vấn đề này, bằng cách ghi có vào khoản thuế nước ngoài đã trả. Cuối cùng, rất khó để tham gia bỏ phiếu cho các khoản đầu tư nước ngoài, vì những người giám hộ thường chậm nhận được thông báo về các hoạt động của doanh nghiệp, hoặc thậm chí không được thông báo từ những người giám hộ liên kết của họ ở nước ngoài.

Bất chấp các khó khăn trong quản trị và kỹ thuật còn tồn tại đến ngày nay, nỗi lo liên quan đến quản lý doanh nghiệp và quy định chứng khoán

đã bị thổi phồng. Luật bảo vệ quản lý doanh nghiệp quốc tế cho nhà đầu tư, đặc biệt ở châu Âu, đang ngày càng giống Hoa Kỳ. Những ủy viên hội đồng quản trị không tham gia điều hành xuất hiện ở nhiều nước và trở thành xu hướng chính thống ở Hoa Kỳ. Bên cạnh đó, dù thị trường Châu Âu thiếu các luật lệ quy định cách thức hành động của hội đồng quản trị doanh nghiệp, như các quy định được công bố gần đây ở Hoa Kỳ dưới đạo luật Sarbanes-Oxley, song, hệ thống quản trị doanh nghiệp dựa trên nền tảng các nguyên tắc đã mang đến đầy đủ khả năng bảo vệ như ở Hoa Kỳ.

### **“ĐÃ TÙNG ĐÚNG”: WEETABIX**

Tôi luôn tiếp cận đầu tư theo lối tư duy “đã từng đúng”, như Warren Buffett từng mô tả. Hãy tìm các doanh nghiệp bán ở giá hợp lý, thương hiệu ưu việt sở hữu lợi thế cạnh tranh thực sự, cấu trúc vốn cẩn trọng, ban giám đốc quan tâm đến cổ đông với bằng chứng rõ ràng trong quá khứ.

Hãy để ban giám đốc quan tâm đến cổ đông này tái đầu tư dòng tiền tự do dồi dào mà thương hiệu của họ đã tạo ra. Giá trị nội tại của doanh nghiệp nên phát triển qua thời gian, lý tưởng là ở tỷ lệ đủ cao để mang lại lợi nhuận hấp dẫn trong tương lai xa cho nhà đầu tư. Một ví dụ về doanh nghiệp như vậy là Weetabix.

Tôi bắt đầu biết đến Weetabix khoảng 20 năm trước thông qua vợ tôi, một người từng trải qua tuổi thơ ở Anh, vẫn trung thành với bữa sáng ngũ cốc khá giống món Nabisco Shredded Wheat. Tôi không thích món này. Nhưng thông qua nghiên cứu ngành ngũ cốc ăn sáng và những cuộc nói chuyện với các đối thủ cạnh tranh toàn cầu của Weetabix, tôi khám phá ra rằng Weetabix không chỉ sở hữu những khách hàng cực kỳ trung thành với thương hiệu, mà còn sở hữu thị phần lớn trong thị trường ngũ cốc ăn sáng của Anh Quốc. Liệu tôi có thể đầu tư vào công ty này không? Tôi bị ấn tượng bởi các con số tài chính tóm tắt trong cuốn sổ tay của công ty, nhưng rất khó để lấy thêm thông tin.

Tôi khám phá ra, trong vòng 5 năm trước thời điểm tôi đầu tư, doanh thu của Weetabix đã tăng hơn 60%. Quan trọng hơn nữa, thu nhập hoạt động kinh doanh đã tăng từ lỗ 2,2 xu/cổ phiếu năm 1982 lên lời 38,6 pence/cổ phiếu vào năm 1986. Tuy nhiên, biên độ kinh doanh của Weetabix chỉ dưới 10%, vẫn rất khiêm tốn so với tiêu chuẩn ngành. Điều đó đồng nghĩa với

việc vẫn còn khả năng tăng biên độ kinh doanh. Bên cạnh đó, bảng cân đối kế toán của Weetabix rất cẩn trọng, với tài khoản tiền mặt 7.000.000 bảng, chiếm khoảng 10% tổng giá trị thị trường của doanh nghiệp. Quan trọng hơn, cổ phiếu được bán ở hệ số giá thu nhập hợp lý là 7 và lợi tức dòng tiền tự do là 14%. Sau khi cân nhắc kỹ, tôi thấy sản phẩm Weetabix có thương hiệu mạnh trên thị trường Anh Quốc. Hơn nữa, kết quả kinh doanh của doanh nghiệp này đang cải thiện dưới bàn tay quản lý của ngài Richard George, người thừa kế gia đình nắm quyền kiểm soát Weetabix.

Khoản đầu tư đầu tiên của tôi vào Weetabix là ví dụ về khó khăn khi đầu tư nước ngoài. Đầu tiên, có rất ít cổ phiếu có quyền bỏ phiếu của Weetabix được giao dịch. Chứng chỉ không quyền bỏ phiếu mà các khách hàng của tôi sở hữu, được giao dịch trên thị trường không lớn tên là OFEX, cổ phiếu của Weetabix quả thực được giao dịch theo chỉ định. Chênh lệch giữa giá bán và giá chào mua rất cao. Bên cạnh đó, chi phí giao dịch cũng rất cao. Hai bên môi giới sẽ chia số tiền hoa hồng giao dịch cho nhau, do đó chẳng có cách đi lòng vòng nào để mua giá tốt hơn. Bất chấp những khó khăn này, cổ phiếu Weetabix thực sự là món hời mà tôi muốn trở thành một trong những người mua nhiều nhất. Tuy nhiên, tôi khá bực mình vì trong khoảng một thập kỷ, tôi đã gặp nhiều khó khăn trong việc thanh toán cổ phiếu đã mua và thu cổ tức.

Một lý do khác khiến Weetabix vào thời điểm đó quá rẻ là thành kiến của nhà đầu tư với những công ty gia đình trị. Nhà đầu tư thường sợ rằng những thành viên gia đình kiểm soát công ty công chúng có thể sẽ tỏ ra lanh đạm với giá cổ phiếu, thậm chí chuyển tài sản thành lợi ích cá nhân của họ. Thú vị thay, tôi thích đầu tư vào những công ty gia đình trị. Nếu tìm được một gia đình trung thực, dạng kiểm soát này có thể dẫn đến những quyết định dài hạn tốt hơn, mang lại lợi ích cho cổ đông chứ không phải ban quản trị. Cuối cùng, gia đình này hoàn toàn tự do để đưa ra những quyết định dài hạn, mà không cần phải lo lắng đến việc người khác nghĩ gì.

Cuối cùng, ban giám đốc Weetabix đặc biệt rất ít trao đổi với nhà đầu tư. Không hề có những buổi ăn trưa hoành tráng ở văn phòng môi giới xa xỉ ở London. Bên cạnh những kết quả kinh doanh bị bắt buộc phải công bố báu niêm và thường niêm, doanh nghiệp này rất ít khi công bố thông tin. Tôi cũng không có cơ hội để gặp ban giám đốc trong những buổi họp với

nhà phân tích. Tuy nhiên, thư ngỏ của chủ tịch gửi cổ đông trong báo cáo thường niên mang đến rất nhiều thông tin cho nhà đầu tư. Sau nhiều năm nỗ lực, tôi mới gặp được vị CEO của công ty, dù các khách hàng của tôi nắm giữ khoảng 16% cổ phần doanh nghiệp.

Trong khi việc không thể tiếp cận ban giám đốc làm nản lòng nhiều nhà đầu tư, tôi đánh giá cao cách làm của ban giám đốc khi tập trung vào viễn cảnh hoạt động của doanh nghiệp, để kết quả chứng minh hiệu quả. Tôi cảm thấy thoải mái với thành công của ban giám đốc trong việc xây dựng giá trị cho cổ đông, vì không thấy họ có tai tiếng lạm dụng quyền lực nào trong suốt nhiều năm. Trên tất cả, những trở ngại khiến cổ phiếu bị định giá thấp từ thời đầu vẫn giữ nguyên qua thời gian. Tôi rất vui mừng với cơ hội thêm vào danh mục của mình những chứng khoán có giá thấp hơn giá trị nội tại. Vào thời điểm cổ phiếu của Weetabix bị mua lại năm 2003, khoản nắm giữ ban đầu của tôi đã tăng giá trị gấp 10 lần.

## TỔNG KẾT

Câu kết cuối cùng là, những nguyên tắc của Graham, Dodd và Buffett phù hợp với thị trường quốc tế cũng như thị trường Hoa Kỳ. Thực tế, bởi vì có quá nhiều nhà đầu tư tìm kiếm những cơ hội đầu tư giá hời ở thị trường Hoa Kỳ, nên vài thị trường nước ngoài vẫn hoạt động rất thiếu hiệu quả, chúng bị thống trị bởi những xu thế ngắn hạn, các tin đồn và phản ứng thái quá trước những phát triển mới. Còn gì tuyệt hơn cho những nhà đầu tư giá trị?

## VỀ PHIÊN BẢN NÀY

---

**D**ự án này bắt đầu vào cuối năm 2006 khi một biên tập viên ở McGraw-Hill đề nghị tôi xây dựng phiên bản mới cho cuốn *Phân tích chứng khoán*. Tôi đồng ý nhận dự án này trong vai trò chủ biên, qua nhiều tháng, chúng tôi tập hợp đội ngũ gồm 3 biên tập viên: một cây bút tài chính và sứ gia lối lạc, một chuyên gia học thuật hàng đầu về đầu tư giá trị, một phóng viên tài chính đầy kinh nghiệm. Chúng tôi yêu cầu các chuyên gia bình luận về phiên bản ban đầu, mang đến góc nhìn mới mẻ dựa trên cách tiếp cận của riêng họ về đầu tư giá trị. Chúng tôi thêm vào phần tiểu luận mới về đầu tư giá trị toàn cầu.

Vì các phần đóng góp này được hoàn thành và biên tập trong nửa cuối năm 2007 và đầu năm 2008, độc giả sẽ không thấy các nội dung tham khảo về cuộc khủng hoảng tín dụng đang ngày càng trầm trọng và đợt bán tháo mạnh trên thị trường chứng khoán khiến ngân hàng hàng đầu tư có vị thế đáng kinh ngạc Bear Stearns phải phá sản vào tháng 3 năm 2008. Lý do là vì, thay vì tập trung một cách thiển cận vào những phát triển gần đây, chúng tôi sẽ áp dụng cách nhìn xa hơn trong cả bối cảnh thị trường tốt lẫn xấu. Giống Graham và Dodd, chúng tôi quan tâm chủ yếu đến “khái niệm, phương pháp, tiêu chuẩn, nguyên tắc, và trên hết, lý luận logic”.

Chúng tôi quyết định biên soạn phiên bản thứ 6 dựa trên phiên bản thứ 2, xuất bản năm 1940, bởi đây là phiên bản hoàn chỉnh nhất. Chúng tôi cũng quyết định không thay thế nội dung của tác phẩm kinh điển. Theo cách này, chúng tôi hy vọng rằng độc giả sẽ cảm thấy tác phẩm đầy giá trị

của Graham và Dodd bằng chính xác ngôn từ của hai tác giả, cũng như nhận ra những nội dung này vẫn xác đáng và quan trọng trong thế giới đã biến đổi rất nhiều ngày nay.

Dự án này bao gồm 11 tác giả tham gia đóng góp, dựa trên quan hệ cộng tác mang tính biểu tượng trong cộng đồng đầu tư giá trị. Rất nhiều người trong số chúng tôi là đối thủ trong kinh doanh, nhưng cũng là bạn bè và đồng nghiệp. Tất cả chúng tôi biết rằng, không ai trong chúng tôi sở hữu tất cả đáp án; chúng tôi nhớ rất rõ những sai lầm lớn nhất của mình như thể nó mới xảy ra vào hôm qua. Tương tự vậy, chúng tôi nhận thấy không ai hoàn thiện được nghệ thuật đầu tư giá trị; lúc nào cũng có những thử thách mới và không gian mới để cải thiện. Bằng cách tập hợp tất cả góc nhìn khác nhau của những tác giả tham gia đóng góp và các biên tập viên đầy kinh nghiệm cũng như năng lực, chúng tôi kỳ vọng biến phiên bản thứ 6 cuốn *Phân tích chứng khoán* trở thành tấm thảm phong phú, đa dạng và đầy thông tin về tư duy đầu tư, kế thừa xứng đáng và lâu dài hơn 5 phiên bản trước.

**SETH A. KALRMAN**

*Chủ biên*

*Tháng 5 năm 2008*

## LỜI CẢM ƠN

---

---

Tôi rất biết ơn những biên tập viên đồng hành và các tác giả tham gia đóng góp, những người đã chắt chiu thời gian trong cuộc sống bận rộn của mình để chia sẻ cách nhìn và kinh nghiệm cho độc giả phiên bản này. Thay mặt tất cả, tôi muốn cảm ơn hai tác giả, Benjamin Graham và David Dodd. Các tác phẩm và di sản của hai tác giả đã chạm đến chúng tôi theo những cách vô cùng đặc biệt. Hiển nhiên, không có Graham và Dodd, mối quan hệ hợp tác biên soạn sách của chúng tôi sẽ không bao giờ xảy ra. Tôi cũng muốn cảm ơn Warren Buffett vì đã viết lời mở đầu đầy ấn tượng và quan trọng hơn, vì là hiện thân sống cho những nguyên tắc đầu tư giá trị, lý luận vững chắc, tính liêm chính cao và phóng khoáng của Graham và Dodd thông qua các hoạt động giảng dạy và phúc thiện.

Bên cạnh đó, tôi phải cảm ơn Leah Spiro, người đã nảy ý tưởng tập hợp những chuyên gia thực hành đầu tư giá trị lại, để kể cho chúng tôi nghe cách họ áp dụng nguyên tắc của Graham và Dodd ngày nay. Mỗi hợp tác này rất khó khả thi, vài người đã nghi ngờ khả năng thực hiện được điều đó. Trong thực tế, dự án này lẽ ra bất thành nếu không có bà kiên trì và dẫn dắt. Tôi cũng cảm ơn rất nhiều chuyên gia ở McGraw-Hill, bao gồm Philip Ruppel, Herd Schaffner, Laura Palmieri và Maureen Harper – những người bảo đảm rằng cuốn sách này sẽ trở thành một công trình mà tất cả chúng tôi đều có thể tự hào.

SETH A. KLARMAN

*Chủ biên*

## VỀ CÁC TÁC GIẢ THAM GIA ĐÓNG GÓP

---

---

**Seth A. Klarman** – Chủ tịch công ty có trụ sở ở Boston, Baupost Group, L.L.C., quản lý chuỗi công ty hợp danh đầu tư sử dụng thành công các nguyên tắc của Graham và Dodd. Trong lời tựa, Klarman đã thảo luận về sự trường tồn trong triết lý của tác giả, các thay đổi trong môi trường mà nhà đầu tư giá trị hoạt động, những câu hỏi không thể trả lời mà đòi hỏi nhà đầu tư phải làm việc chăm chỉ. Ông cũng là tác giả của cuốn sách đầu tư kinh điển, *Margin of Safety* (tạm dịch: Biên độ an toàn). Klarman là chủ biên của phiên bản thứ 6 này.

**James Grant** – Nhà sáng lập và biên tập viên của *Grant's Interest Rate Observer* (tạm dịch: Nhà quan sát Lãi suất của Grant), viết về thị trường và số liệu tài chính trong 30 năm. Ông là tác giả của 5 cuốn sách, trong đó có hồi ký của chuyên gia tài chính Bernard Baruch và Chủ tịch John Adams. Ông là giám đốc điều hành sáng lập Nippon Partners, quỹ phòng hộ đầu tư vào Nhật Bản. Phần giới thiệu của Grant dẫn chúng ta ngược lại thời đại của Graham và Dodd để đặt *Phân tích chứng khoán* trong bối cảnh lịch sử. Ông là biên tập viên của phiên bản thứ 6 này.

**Roger Lowenstein** – Một trong những phóng viên tài chính hàng đầu Hoa Kỳ, mang đến cho chúng ta cách nhìn sắc bén về đầu tư giá trị đương thời. Lowenstein là tác giả đóng góp thường xuyên cho các tờ *New York Times Magazine*, *Portfolio* và *Smart Money*. Ông cũng là tác giả cuốn sách bán chạy về Buffett: *Quá trình hình thành một nhà tư bản Mỹ* và *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital*. (tạm dịch: Khi thiên tài thất bại: Thăng trầm của Quỹ Long-

term Capital). Cuốn sách gần đây nhất của ông là *While America Aged* (tạm dịch: Trong khi nước Mỹ đã già). Lowenstein cũng là giám đốc bên ngoài của quỹ Sequoia Fund.

**Howard S. Marks, CFA** – Chủ tịch và đồng sáng lập Oaktree Capital Management trụ sở ở Los Angeles, một trong những nhà đầu tư đầu tiên vào thị trường trái phiếu lợi tức cao và là người hâm mộ Graham và Dodd. Thoạt nhìn, hai ý tưởng này dường như mâu thuẫn, song Marks nói sự thực không phải như vậy. Phần giới thiệu của ông cho Phần II về đầu tư thu nhập cố định, giải thích cách mà *Phân tích chứng khoán* có thể áp dụng để kiếm lời trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp ngày nay.

**J. Ezra Kein** – Giám đốc điều hành của Gabriel Capital Group ở thành phố New York, một trong những nhà đầu tư hàng đầu ngày nay trong lĩnh vực chứng khoán doanh nghiệp phá sản và khó khăn tài chính. Trong phần “Máu và Đánh giá” giới thiệu cho Phần III, Merkin vạch ra các kịch bản phá sản khác nhau, sử dụng những ví dụ thực và phân tích chúng như những cơ hội đầu tư từ góc nhìn người mua giá trị.

**Bruce Berkowitz** – Người sáng lập Fairholme Capital Management và quản lý quỹ đầu tư giá trị tương hỗ Fairholme Fund. Chủ quỹ đầu tư có trụ sở ở Miami này đóng góp cách nhìn về cổ tức doanh nghiệp và dòng tiền tự do, tương đương với cổ tức ngày nay. Sử dụng các ví dụ và kinh nghiệm bản thân, Berkowitz cập nhật thêm tầm nhìn thông thái của Graham và Dodd trong cuốn sách.

**Glenn H. Greenberg** – Đồng sáng lập kiêm giám đốc điều hành quỹ đầu tư Chieftain Capital Management có trụ sở ở New York, thảng thắn thừa nhận là mình chưa bao giờ đọc *Phân tích chứng khoán* khi còn đi học và thậm chí khi đã đến giữa sự nghiệp, ông cảm thấy cuốn sách này có phần lỗi thời. Quay trở lại đọc cuốn sách sau gần 3 thập kỷ ở Phố Wall, ông cảm thấy ngạc nhiên trước những lời khuyên hợp lý có giá trị dài lâu của cuốn sách. Lời giới thiệu vào Phần V cho chúng ta thấy, cách đánh giá các doanh nghiệp và báo cáo thu nhập bằng con mắt của nhà đầu tư giá trị.

**Bruce Greenwald** – Thành viên của Robert Heilbrunn Professor, khoa Quản trị Tài chính và Tài sản tại trường Kinh doanh Columbia. Ông

cũng là giám đốc Heilbrunn Center for Graham and Dodd Investing. Trong lời giới thiệu dẫn nhập vào Phần VI, ông đã chia nhỏ bảng cân đối kế toán và trình bày cách nhìn độc đáo của mình về nội dung quan trọng nhất trong báo cáo tài chính. Ông là tác giả của cuốn *Đầu tư giá trị*. Ông cũng là biên tập viên của phiên bản thứ 6 này.

**David Abrams** – Người đứng đầu công ty hợp danh đầu tư Abrams Capital Management của riêng mình, trụ sở ở Boston. Trong phần “Sự ảo tưởng vĩ đại của thị trường cổ phiếu và tương lai của đầu tư giá trị”, Abrams trình bày những kinh nghiệm đầu tiên và các bài học kinh doanh đầu tư, làm sống lại chủ đề rất khô khan về chứng khế và quyền chọn.

**Thomas A. Russo** – Cổ đông góp vốn của Gardner Russo & Gardner, công ty đóng ở Lancaster, Pennsylvania và là cổ đông tổng quản của Semper Vic Partners, L.P. Russo chuyên về đầu tư giá trị toàn cầu trong hơn 20 năm. Ông giới thiệu phần chưa bao giờ được viết trong cuốn sách: *Đầu tư vào thị trường toàn cầu*. Chủ đề này tuy nhỏ bé và đìu hiu trong thời của Graham và Dodd, nhưng lại rất quan trọng ngày nay.

**Jeffrey M. Laderman** – Biên tập viên của phiên bản thứ 6. Ông là cựu phóng viên 25 năm trong nghề của *BusinessWeek*, đã viết và biên tập nhiều bài báo, từ khủng hoảng thị trường cổ phiếu đến các vụ giao dịch tai tiếng. Ông giờ là biên tập của tờ *On the Markets* và tờ *The View*, các ấn phẩm được phát hành đến khách hàng của Smith Barney và Citi Private Bank.

Mo	Tu	We	Th	Fr	Sa	Su
----	----	----	----	----	----	----

Date: ..... / ..... / .....

**Cách tốt nhất để lường trước tương lai là tạo ra nó.**

— Peter Drucker

Mo	Tu	We	Th	Fr	Sa	Su
----	----	----	----	----	----	----

Date: ..... / ..... / .....

**Những nhà lãnh đạo giỏi** làm cho người khác cảm thấy họ là **trung tâm của mọi việc**  
chứ không phải chỉ là thành phần phụ.  
— Warren Bennis

Mo	Tu	We	Th	Fr	Sa	Su
----	----	----	----	----	----	----

**Cách tốt nhất** để lường trước **tương lai** là **tạo ra** nó.

— Peter Drucker



## NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG

Địa chỉ: Số 175 Giảng Võ - Hà Nội  
Điện thoại: 024 38515380; Fax: 024 38515381  
Email: info@nxblaodong.com.vn  
Website: www.nxblaodong.com.vn

### Chi nhánh phía Nam

Số 85 Cách mạng Tháng Tám, Quận 1, TP Hồ Chí Minh  
ĐT: 028 38390970; Fax: 028 39257205

## PHÂN TÍCH CHỨNG KHOÁN

Chịu trách nhiệm xuất bản:

Giám đốc - Tổng biên tập  
**Mai Thị Thanh Hằng**

Biên tập: Bùi Thị Phương Thúy

Sửa bản in: Phú Mai

Bìa: Mạnh Cường

Trình bày: Diệu Linh

In 3.000 cuốn, khổ 16 x 24 cm tại Công ty Cổ phần In Thương mại Truyền thông Việt Nam

Địa chỉ: Số 7, ngách 28, ngõ 29, P. Vinh Tuy, P. Vinh Tuy, Q. Hai Bà Trưng, Hà Nội.

Giấy xác nhận đăng ký hoạch xuất bản: 2207-2020/CXBIPH/04-106/LĐ

Quyết định xuất bản số: 623/QĐ-NXBLĐ cấp ngày 19/06/2020.

ISBN: 978-604-301-012-1

In xong và nộp lưu chiểu năm 2020.

## CÔNG TY CỔ PHẦN SÁCH ALPHA

[www.alphabooks.vn](http://www.alphabooks.vn)

### TẠI HÀ NỘI

Địa chỉ: Tầng 3, Số 11A, Ngõ 282 Nguyễn Huy Tưởng, Thanh Xuân, Hà Nội

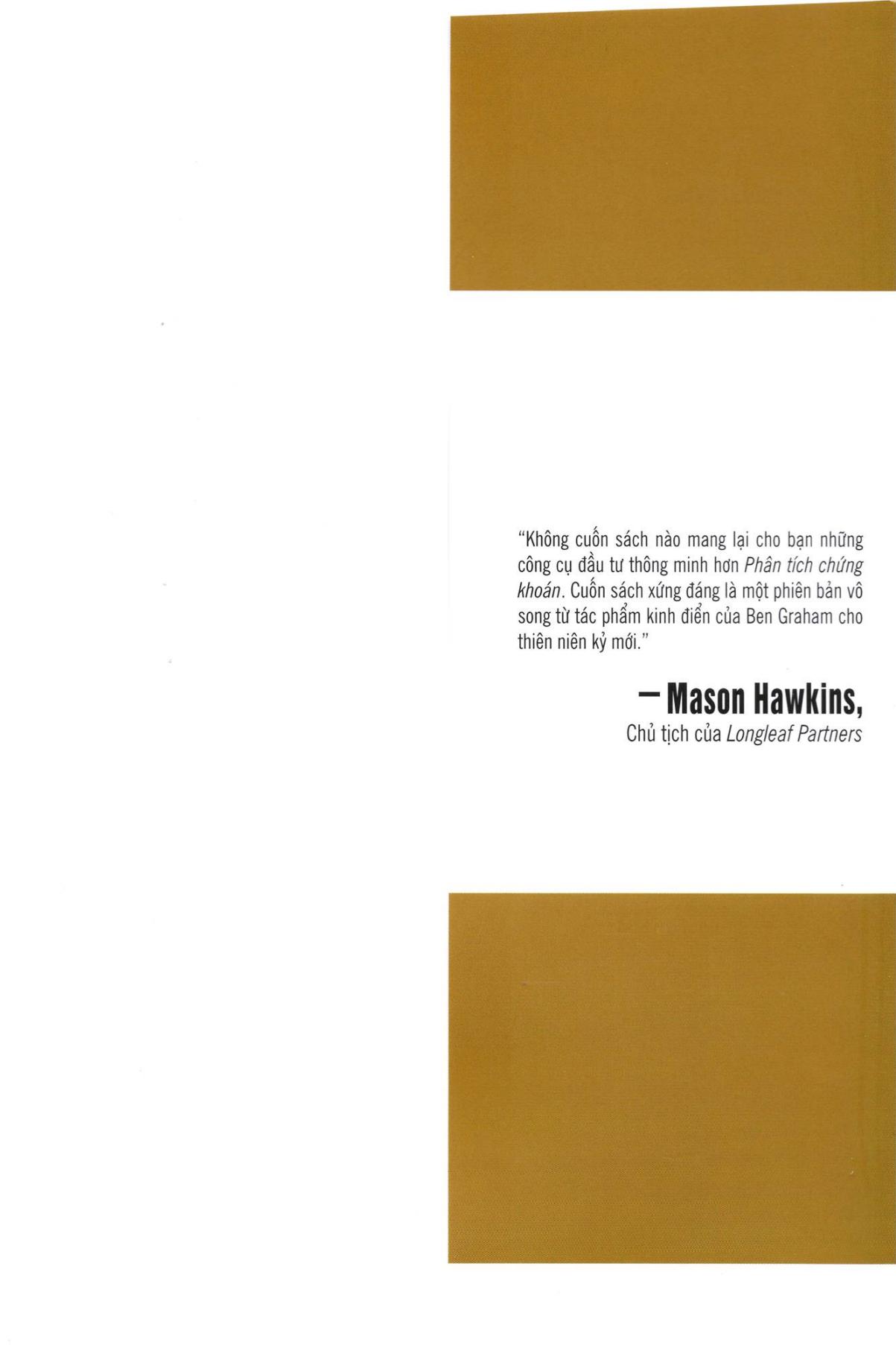
\*Tel: (84-24) 3 722 6234 | 35 | 36 \*Fax: (84-24) 3722 6237 \*Email: info@alphabooks.vn

Phòng kinh doanh: \*Tel/Fax: (84-24) 3 773 8857 \*Email: sale@alphabooks.vn

### TẠI TP. HỒ CHÍ MINH

Chi nhánh tại TP. Hồ Chí Minh: 138C Nguyễn Dinh Chiểu, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh

\*Tel: (84-28) 3 8220 334 | 35



“Không cuốn sách nào mang lại cho bạn những công cụ đầu tư thông minh hơn *Phân tích chứng khoán*. Cuốn sách xứng đáng là một phiên bản vô song từ tác phẩm kinh điển của Ben Graham cho thiên niên kỷ mới.”

**— Mason Hawkins,**  
Chủ tịch của *Longleaf Partners*

# **Alpha Business | Chứng khoán**

“Phiên bản thứ 6 của cuốn sách kinh điển *Phân tích chứng khoán* đã phủ nhận cách ngôn rằng ‘cái gì tốt rồi thì đừng sửa nó’. Một nhóm những nhà bình luận xuất sắc, dẫn đầu là Seth Klarman và James Grant, đã bắc chiếc cầu nối giữa thế giới tài chính đơn giản của thập niên 1930 với đấu trường đầu tư phức tạp của thiên niên kỷ mới. Độc giả sẽ hưởng lợi từ kinh nghiệm và sự thông thái của các chuyên gia thực hành xuất sắc nhất trong thế giới tài chính và các nhà quan sát thị trường thạo tin nhất. Phiên bản mới này là cuốn sách mà tất cả sinh viên tài chính nghiêm túc cần phải đọc.”

**— David F. Swensen,**  
Giám đốc Đầu tư, Đại học Yale

“Các ý tưởng của Graham và Dodd đã vượt qua tất cả các điều kiện thị trường và 75 năm sàng lọc – khiến chúng trở nên xác đáng cho đầu tư hiện đại hơn bao giờ hết. Các bài tiểu luận của Klarman và những nhà đầu tư giá trị huyền thoại khác đã minh họa rõ ràng rằng dù bối cảnh thị trường có thể thay đổi rất nhiều so với những năm trước, nhưng các đặc điểm của nhà đầu tư không thay đổi, và phương pháp ứng dụng có kỷ luật các nguyên tắc của cuốn *Phân tích chứng khoán* tiếp tục mang lại một lợi thế quan trọng trong đầu tư.”

**— Andre F. Perold,**  
Giáo sư George Gund của khoa Tài chính và Ngân hàng, trường Kinh doanh Harvard

