TỦ SÁCH
ĐẦU TƯ

# NGHỆ THUẬT ĐẦU TƯ DHANDHO

*"Ngửa thì tôi thắng, sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu"*

## The Dhandho Investor

Biên dịch: Phạm Lê Thái
Dịch giả: Đặng Thị Đan Vy

MOHNISH PABRAI

Happy.Live
NHÀ XUẤT BẢN VĂN HÓA - VĂN NGHỆ TP.HCM

Monish Pabrai là một người có tư tưởng sắc sảo, ông thích giải mã thế giới tài chính huyền bí đồng thời cũng là người xâu chuỗi câu chuyện đến tài tình. Cho dù bạn hoang mang thế nào trước những thế lực đứng sau sự bấp bênh của giá cổ phiếu trên Phố Wall hay bạn biết chắc mình đã tỏ đi nữa, bạn cũng sẽ hiểu thấu đáo hơn khi đọc cuốn sách này. Monish Pabrai dẫn ra câu chuyện của những ông trùm kinh doanh và bài thẩm tra thông minh nhằm chắt lọc các nguyên tắc cốt lõi mang giá trị sâu sắc. Tất cả được đóng gói thành bộ ý tưởng hữu ích mà bạn nên vận dụng vào chính quá trình đầu tư của mình.

- Srephane Fitch, Giám đốc Forbes châu Âu

Tôi đọc Nghệ thuật đầu tư Dhandho liền một mạch vì không kìm lòng nổi. Mohnish chia sẻ những "bí mật" tạo nên thành công bứt phá của mình và ghi công vào kho tàng đầu tư giá trị.

- Whitney Tilson, quản lý điều hành kinh doanh
và sáng lập quỹ T2 Partners LLC, nhà sáng lập
Value Investing Congress

Tất cả kỹ thuật bạn cần để khiến khoản đầu tư của mình đạt lợi nhuận cao đều nằm đây. Pabrai lý giải chúng thông qua ví dụ về các doanh nhân thành công và của chính mình, bản thân ông là một phép thử thành công cho phương pháp của Buffett. Mọi người đều phải hiểu phương pháp này nếu muốn kiếm tiền trong thị trường chứng khoán.

- Timothy Vick, Trưởng ban quản lý doanh mục đầu tư của
The Sanibel Captiva Trust Co., tác giả cuốn sách
How to Pick Stocks Like Warren Buffett

Nghệ thuật đầu tư Dhandho đã hoàn thành xuất sắc nhiệm vụ đơn giản hóa chiến lược đầu tư thành công. "Ngửa thì tôi thắng, sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!". Tôi không phải mua toàn bộ doanh nghiệp, mà chỉ cần mua cổ phiếu của một vài doanh nghiệp đang niêm yết. Tôi muốn giới thiệu cuốn sách này cho bất cứ ai muốn trau dồi kỹ năng đầu tư của mình.

- Pattrick Fitzgerald, Chủ tịch của quỹ Fitzgerald Management

Scan QRcode
Theo dõi website tại:
https://happy.live/

**NGHỆ THUẬT ĐẦU TƯ DHANDHO** **GIÁ: 238.000Đ**

ISBN: 978-604-68-5509-5
9 786046 855095
1219991770710

TEM CHỐNG HÀNG GIẢ
0030635
Happy.Live
Soạn CHG_HAP_mã số gửi 8077

# NGHỆ THUẬT ĐẦU TƯ DHANDHO

**THE DHANDHO INVESTOR**

Copyrights@JOHN WILEY & SONS

All rights reserved.

This translation published under license with JOHN WILEY & SONS INC.,

No part of this publication may be reproduced, store in a retrieval system, or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning, or otherwise, except as permitted, without either the prior written permission of the Publisher.

**Tác phẩm: NGHỆ THUẬT ĐẦU TƯ DHANDO**

Xuất bản và phát hành ấn bản tiếng Việt trên toàn thế giới theo hợp đồng chuyển giao bản quyền giữa JOHN WILEY & SONS INTERNATIONAL RIGHTS INC. và CÔNG TY TNHH HAPPY LIVE.

Bản quyền tiếng Việt @Happy Live 2018

Không phần nào trong cuốn sách này được tái bản, lưu trữ, hoặc chuyển dịch dưới bất kỳ hình thức nào (điện tử, hoá học, photocopy, ghi âm, scan, hoặc các cách khác) mà không được sự cho phép của tác giả, nhà xuất bản. Mọi sự sao chép trích dẫn phải có sự đồng ý bằng văn bản của chủ sở hữu.

# NGHỆ THUẬT ĐẦU TƯ DHANDHO

*"Ngửa thì tôi thắng, sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu"*

## The Dhandho Investor

Biên dịch: Phạm Lê Thái
Dịch giả: Đặng Thị Đan Vy

MOHNISH PABRAI

Happy.Live

NHÀ XUẤT BẢN VĂN HÓA - VĂN NGHỆ TP.HCM

*Gửi đến ba người thầy của tôi:*
*huyền thoại đầu tư Warren Buffett,*
*Charlie Munger và cha tôi Om Pabrai*

---

# MỤC LỤC

09
Lời tựa

13
Lời cảm ơn

17
Dhandho - Bí quyết giúp người Patel chiếm lĩnh hoạt động nhà nghỉ ở Mỹ

35
Thương nhân Dhandho tên Manilal

45
Virgin Dhandho

55
Mittal Dhandho

63
Khuôn khổ Dhandho

79
Dhandho 101: Đầu tư vào các doanh nghiệp đang kinh doanh

85
Dhandho 102: Đầu tư vào các doanh nghiệp đơn giản

99
Dhandho 201: Đầu tư vào các doanh nghiệp rệu rã trong ngành công nghiệp rệu rã

109
Dhandho 202: Đầu tư vào các doanh nghiệp với con hào kinh tế bền vững

117
Dhandho 301: Những khoản cược ít, khoản cược lớn và những khoản đặt cược không thường xuyên

137
Dhandho 302: Gắn chặt với chênh lệch Arbitrage

155
Dhandho 401: Luôn bám vào biên an toàn

163
Dhandho 402: Đầu tư vào các doanh nghiệp có rủi ro thấp nhưng bất định

193
Dhandho 403: Đầu tư vào người bắt chước thích hơn những kẻ tiên phong

211
Thế tiến thoái lưỡng nan của người hùng Abemimanyou và nghệ thuật bán cổ phiếu

237
Có nên đầu tư theo chỉ số thị trường hay không?

249
Trọng tâm của Arjuna: Những bài học từ vị chiến binh vĩ đại

# LỜI TỰA

QUÝ VỊ ĐỘC GIẢ THÂN MẾN!

Khi nhắc tới đầu tư giá trị, chúng ta không thể không nhắc đến người đàn ông lỗi lạc, người được ví như một "Warren Buffett đời thứ hai", đó là Mohnish Pabrai.

Thuộc diện sinh sau đẻ muộn lại không được đào tạo bài bản về tài chính nhưng nhưng Mohnish Pabrai đã trở thành một nhà đầu tư vô cùng thành công. Ông được xếp vào hàng ngũ những nhà đầu tư giá trị nổi danh thế hệ mới cùng Phil Town, Guy Spier, Seth Klarman; những con người kế thừa một cách xuất sắc phương pháp đầu tư của các bậc "tiền bối" Benjamin Graham, Warren Buffett và Charlie Munger. Mohnish được biết tới bởi cách tiếp cận cực kì thành công trong dài hạn với thành tích đáng nể: đạt lãi kép tới 18.8%/năm suốt giai đoạn khó khăn của thị trường chứng khoán Hoa Kỳ từ 1999-2008 (thị trường chung chỉ mang lại mức lợi nhuận khoảng 1%) và biến 1 triệu đô la ban đầu của trong quỹ đầu tư của mình (năm 1999) tăng trưởng thành 400 triệu đô la ngày nay.

Lối tiếp cận truyền thống của hầu hết các nhà đầu tư trên thực tế luôn là "Rủi ro cao, lợi nhuận cao" nhưng với Mohnish

Pabrai thì không nhất thiết phải như vậy. "Rủi ro thấp, lợi nhuận cao" đó là tất cả những gì ông tìm kiếm.

Mohnish Pabrai thông qua cuốn sách nổi tiếng của mình - "Nghệ Thuật Đầu Tư Dhandho - The Dhandho Investor" sẽ từng bước chỉ ra cho chúng ta những đặc điểm và cách thức đầu tư mà ông đã áp dụng rất hiệu quả trong thực tế. Và thật là may mắn những "túi khôn" và trí tuệ của Mohnish sẽ đến và đi thẳng vào đầu chúng ta bằng lối viết và kể chuyện đơn giản, dễ hiểu mà tôi cá là bạn sẽ áp dụng thành công - như tôi đã từng.

"Ngửa thì tôi thắng, sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu" đó chính là nguyên tắc lặp đi lặp lại trong cuốn sách thông qua hàng loạt các thí dụ về những ngành nghề, những doanh nhân, và những cơ hội kinh doanh khác nhau. Bạn sẽ hiểu được nguyên nhân vì sao những người Patel, một dân tộc thiểu số Ấn Độ di cư sang Mĩ năm 1970, với số dân vô cùng ít ỏi, lại có thể vươn lên chiếm tới 50% thị phần ngành nghề kinh doanh nhà nghỉ (Motel) tại Mỹ, vì sao doanh nhân Richard Branson lại đạt được thành công lớn với tập đoàn Virgin, vì sao "Vua" thép Ấn Độ Lakshmi Mittal lại là ông hoàng trong lĩnh vực của mình.

Hãy tập trung nghiên cứu và đầu tư vào những công ty bán những sản phẩm mà tất cả mọi người cần; hãy đầu tư vào những công ty có xác suất thay đổi và buộc phải thay đổi ít nhất, những công ty có rủi ro thấp và tính bất định cao; hãy biết chờ đợi và đặt cược lớn khi lợi thế nghiêng về phía mình; hãy cược ít, cược lớn và cược không thường xuyên; hãy mua khi những người khác tuyệt vọng. Đó là tất cả những gì bạn cần phải làm khi đầu tư theo phong cách của Mohnish Pabrai.

Như Albert Einstein đã từng nói, năm cấp độ tăng dần của thông minh là "nhanh trí (smart), sáng dạ (intelligent), lỗi lạc (brilliant), thiên tài (genius), đơn giản (simple)". Đối với Einstein, sự đơn giản là đỉnh cao trí tuệ. Mohnish Pabrai và cuốn sách này cũng vậy. Rất đơn giản, nhưng lại vô cùng thông minh, trí tuệ và xứng đáng để bạn bỏ thời gian và công sức đọc đi đọc lại nhiều lần.

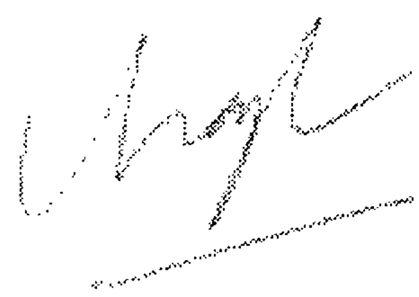
Bằng việc xuất bản "Nghệ Thuật Đầu Tư Dhandho", chúng tôi – đội ngũ biên tập của Happy Live - hy vọng cuốn sách sẽ giúp các bạn ngày càng giàu có hơn trong hành trình đầu tư của mình.

Xin chúc quý vị thành công!

#God Bless!

#Chúa phù hộ cho các bạn!

Thành Phố Hồ Chí Minh, ngày 17 tháng 12 năm 2018



Thái Phạm

Trưởng nhóm biên tập Happy Live

# LỜI CẢM ƠN

CUỐN SÁCH NHÀ ĐẦU TƯ DHANDHO NÀY LÀ TỔNG HỢP CÁC Ý tưởng tôi góp nhặt trong sách báo, khi trò chuyện với bạn bè và nhiều trải nghiệm khác nhau. Tôi có rất ít ý tưởng nguyên bản mà hầu hết mọi thứ đều xuất phát từ đâu đó.

Nếu không có Warren Buffett, sẽ không có Quỹ Pabrai và chắc chắn không có cuốn sách này. Tôi không thể chối bỏ ảnh hưởng của Warren Buffett và Charlie Munger lên suy nghĩ của mình. Không bằng cách này thì cách khác, quan điểm của họ định hình phần lớn toàn bộ các trang sách. Tôi chẳng bao giờ có thể trả hết ơn nợ cho họ vì đã chia sẻ túi khôn vô giá một cách không vị kỷ trong hàng chục năm qua. Cảm ơn hai ông, Warren và Charlie.

Tôi vô cùng biết ơn người bạn thân Pat Fitzgerald và con gái Michelle vì đã gợi ý cho tôi viết cuốn sách này. Nó không nằm trong danh sách công việc cần làm của tôi. Tôi trân trọng sự kiên trì và ủng hộ từ họ. Michelle rất quan tâm đến dự án này và tôi biết ơn nỗ lực nhiệt thành của con bé. Tôi cũng muốn cảm ơn biên tập viên của tôi tại Wiley là Debra Englander vì tất cả những đề xuất tuyệt vời của cô ấy. Được làm việc cùng các cộng sự ở

Wiley là điều may mắn, bao gồm Greg Friedman và Christina Verigan.

Những người bạn trong diễn đàn Tổ chức Chủ tịch trẻ (YPO) của tôi đã sánh bước cùng tôi. Xin được cảm ơn Terry Adams, Andy Graham, Dave House, Michael Maas, Mark Moses, Jay Reid và Ryan Rieches. Chín năm qua, YPO là một trải nghiệm thay đổi cuộc sống tuyệt vời đối với tôi. Nếu không phải là một phần của YPO, có khả năng sẽ không tồn tại Quỹ Pabrai hay cuốn sách này. Tôi nhận được nhiều hơn điều tôi cho đi tại YPO, và tôi sẽ vĩnh viễn mắc nợ YPO. Đây là một tổ chức tuyệt vời.

Lần đầu tiên tôi nghe đến thuật ngữ Dhandho là nhờ anh bạn cùng phòng thời đại học Ajay Desai. Chúng tôi mất liên lạc khoảng chục năm, cả hai đều vui mừng khi gặp được nhau và nhóm lại những cuộc trò chuyện Dhandho tuyệt vời. Cảm ơn bạn, Ajay.

Xin dành lời cảm ơn cho Quản lý văn phòng tuyệt vời của tôi tại Quỹ Pabrai là Isabelle Secor và Marybeth Nagy của Source4 vì công việc chỉnh sửa bản thảo tuyệt vời. Cảm ơn Marybeth và Isabelle. Cảm ơn Whitney Tilson vì tất cả các đề xuất chỉnh sửa. Shai Dardashti người bạn đã khuyến khích tôi đưa ra những bình luận về việc cho đi, cũng đóng vai trò quan trọng. Cảm ơn Shai. Người bạn tốt và hàng xóm của tôi là Samir Doshi đã giới thiệu tôi với Manilal Chaudhuri để từ đó mở lối cho cuộc phỏng vấn cùng Manilal. Và cảm ơn Manilal vì đã dành thời gian trong lịch trình bận rộn cho cuộc họp và thảo luận của chúng tôi.

Các cô con gái của tôi, Monsoon và Momachi thì hào hứng và ủng hộ cuốn sách ngay từ ngày chắp bút. Tôi viết sách để giúp các

con tôi cùng những đứa con tương lai của chúng lưu nhớ trong đầu. Tôi cảm thấy khoan khoái vô cùng khi nghĩ đến chuyện cháu chắt của mình vô tình khám phá được cuốn sách *Nghệ thuật đầu tư Dhandho* phủ đầy bụi và mở ra đọc. Rất có thể tôi sẽ không còn sống trên cõi đời này để mà chứng kiến cảnh tượng trên. Nhưng hơn bất cứ thứ gì khác, chính suy nghĩ đó đã khiến tôi có thêm động lực mỗi ngày để hoàn thành quyển sách.

Người cha quá cố của tôi, Om Pabrai, bắt đầu dạy cho tôi những bài học Dhandho vô giá trước cả khi tôi đến tuổi thiếu niên. Và ông không bao giờ gác lại. Tôi kiếm được bằng MBA trước khi vào đại học và sử dụng những bài học đó hàng ngày. Cảm ơn Papa. Con nhớ cha. Và cả phương pháp tính nhẩm các phép đơn giản *(back-of-the-envelope)* của mẹ nữa, nó vẫn là thứ tôi sử dụng để phân tích doanh nghiệp một cách nhanh chóng.

Người bạn thân nhất và là vợ của tôi, Harina Kapoor đã luôn ủng hộ tất cả những nỗ lực của tôi. Vợ tôi là người đầu tiên đọc bản thảo. Cảm ơn Janaam. Anh yêu em nhiều hơn em nghĩ. Cuộc sống là một hành trình và hành trình là đích đến. Không thể nào kể hết tên những con người đã làm nên cuộc hành trình tuyệt vời này. Tôi nợ lời cảm ơn của mình đến tất cả các bạn. ●

# CHƯƠNG 01

# DHANDHO - BÍ QUYẾT GIÚP NGƯỜI PATEL CHIẾM LĨNH HOẠT ĐỘNG NHÀ NGHỈ Ở MỸ

NGƯỜI ẤN CHIẾM KHOẢNG 1% DÂN SỐ HOA KỲ - 3 TRIỆU NGƯỜI. Trong số 3 triệu này, một phần tương đối nhỏ đến từ bang Gujarat của Ấn Độ - nơi sinh thành của Mahatma Gandhi. Và một phần rất nhỏ trong cộng đồng Gujarat là những người Patel - ở một tiểu khu thuộc miền nam Gujarat. Trong 500 người Mỹ, chưa có đến một người Patel. Vậy mà hơn một nửa nhà nghỉ trên toàn quốc do người Patel sở hữu và vận hành. Càng ngạc nhiên hơn nữa là hầu như không có một người Patel nào trên đất Mỹ 35 năm về trước. Họ là những người dân tị nạn đặt chân đến nước Mỹ vào đầu thập niên 1970, thiếu thốn nền tảng giáo dục lẫn vốn liếng. Kỹ năng nhấn nhá tiếng Anh bồi cũng chẳng cải thiện triển vọng của họ nổi. Từ khởi đầu mang khiếm khuyết nặng nề, với tất cả cơ may thành công chống lại người Patel nhưng họ đã chiến thắng. Ngày nay, cộng đồng người Patel sở hữu trên 40 tỷ đô la tài sản nhà nghỉ ở Mỹ, nộp hơn 725 triệu đô la tiền thuế và tuyển dụng gần một triệu việc làm. Làm thế nào một dân tộc thiểu số, nghèo khó này lại kiểm soát nguồn lực kinh tế khổng lồ đến vậy?

Giải thích gói gọn trong một từ thôi: **Dhandho.**

Dhandho (phát âm dhun-doe) là một từ thuộc tiếng Gujarati. Dhan xuất phát từ chữ Dhana trong tiếng Phạn, nghĩa là sự giàu có. Dhan-dho nghĩa đen là "nỗ lực tạo ra sự giàu có". Người phố

Wall dịch đơn giản là "kinh doanh". Kinh doanh có nghĩa lý gì nếu không dùng nỗ lực để tạo nên sự giàu có?

Tuy nhiên, nếu chúng ta mổ xẻ cách tiếp cận kinh doanh theo rủi ro thấp, lợi nhuận cao của người Patel thì từ Dhandho có nghĩa hẹp hơn nhiều. Chúng ta đều được dạy rằng tỷ suất lợi nhuận cao đòi hỏi chấp nhận rủi ro lớn. Dhandho lật ngược khái niệm này. Dhandho thuần về giảm thiểu rủi ro đồng thời tối đa hóa lợi nhuận. Một Khuôn mẫu Patel điển hình tiếp cận mọi hoạt động kinh doanh đều thấm nhuần tư tưởng an toàn trong khuôn khổ Dhandho *(Dhandho framework)* - đối với anh ta nó tựa như hơi thở. Vì vậy, Dhandho xứng đáng là mô tả tốt nhất cho nỗ lực tạo ra sự giàu có mà gần như không chấp nhận rủi ro nào.

Không chỉ doanh nhân mới nên tìm kiếm việc học hỏi khuôn khổ Dhandho của người Patel, mà còn cả đối tượng của cuốn sách này nữa - các nhà đầu tư và nhà quản trị phân bổ vốn. Dhandho là việc phân bổ vốn làm sao cho chính xác nhất. Nếu một nhà đầu tư có thể đặt cược không chỉ với rủi ro hầu như bằng không mà còn đạt lợi nhuận khổng lồ, hơn nữa duy trì được phong độ đặt cược thì kết quả sẽ vô cùng tuyệt vời. Dhandho là cách người Patel tăng giá trị tài sản ròng của mình theo hàm mũ trong hơn 30 năm qua.

Tôi hơi nóng vội rồi. Ngồi xuống, thả lỏng, kiếm một chỗ thanh mát, và thư giãn. Bạn sắp sửa bắt đầu cuộc hành trình mới lạ - điều tôi hy vọng là bạn sẽ gặt hái phần thưởng và lợi nhuận giống như tôi và các thế hệ doanh nhân Patel đã từng.

Gujarat nằm dọc Biển Ả Rập với bờ biển rộng và hấp dẫn cùng một số cảng biển tự nhiên. Đường hạ chí tuyến (Tropic of Cancer)

cắt ngang qua bang. Nhiều thế kỷ trôi đi, đây luôn là điểm giao thương lý tưởng với các nước châu Á và châu Phi láng giềng - tựa như một tụ điểm của nhiều nền văn hóa khác nhau hòa vào dòng lịch sử phong phú của nó. Người Parsis chạy trốn cuộc đàn áp tôn giáo ở Iran, họ đến Gujarat tị nạn vào thế kỷ 12 và được chào đón. Tương tự, người Ismaili từ Iran cũng đến đây vào nửa đầu thế kỷ 19. Trong nhiều thế kỷ, người Gujarat quen với việc di chuyển và buôn bán với các nước láng giềng châu Á và châu Phi.

Người Patel ban đầu có tên patidar - dịch thoáng là chủ nhà. Hầu hết các ngôi làng ở Gujarat đều có một người patidar do vị thống lĩnh chỉ định, người này chịu trách nhiệm thu thuế đất, bảo đảm an ninh và điều hành nhịp nhàng hoạt động trồng trọt. Vào thời trung cổ, những patidar này được lựa chọn dựa trên kỹ năng quản lý và trồng trọt của mình. Thông thường, người Patel sống theo đại gia đình, họ phân chia đất đai thành từng mẫu nhỏ cho những đứa con trai trong nhà và chẻ nhỏ dần qua nhiều thế hệ. Do đó mà trồng trọt trở thành cách kiếm tiền khó nhọc. Vào cuối thế kỷ 19 đầu thế kỷ 20, một lượng lớn người Ismaili và Patel từ Gujarat tản cư đến các quốc gia như Uganda ở Đông Phi. Họ là thương nhân hoặc theo diện xuất khẩu lao động đến đây để xây dựng đường sắt.

Người Patel và Ismaili thành lập nên cộng đồng doanh nhân hàng thế kỷ, và trong những thập kỷ tiếp theo (với kỹ thuật Dhandho sẽ sớm được tiết lộ), họ dần kiểm soát phần lớn các doanh nghiệp ở Uganda. Tướng Idi Amin là nhà độc tài cầm quyền Uganda vào năm 1972. Ông tuyên bố rằng "Châu Phi là của người châu Phi" và những ai không phải người châu Phi

bắt buộc phải rời đi. Amin không ưa cộng đồng Patel - bấy giờ đang kiểm soát phần lớn nền kinh tế nước này. Thực tế là hầu hết những người không phải gốc Phi như Patel và Ismaili đều sinh ra ở Uganda, đã định cư tại Uganda nhiều đời, họ không có quê nhà nào khác, và tất cả hoạt động kinh doanh lẫn gia tài của họ đều nằm ở đây. Tuy nhiên, việc đó không có ý nghĩa gì đối với Amin. Đối với ông, chỉ đơn giản: Châu Phi là của người châu Phi.

Amin thu hồi giấy phép cư trú của toàn bộ người châu Á bất kể họ còn quê nhà để quay về hay không. Nhà nước Uganda tịch thu tất cả doanh nghiệp của họ và quốc hữu hóa chúng mà không bồi thường một đồng nào cho chủ nhân. Theo đó, tổng cộng gồm 70.000 người Gujarat bị tước đoạt hầu như toàn bộ tài sản của mình và bị tống ra khỏi đất nước vào cuối năm 1972.

Vào năm 1972 - 1973, thế giới có một số điểm nóng gây ảnh hưởng đáng kể đến vận mệnh tương lai của trẻ em mồ côi người Patel. Cộng thêm sự hình thành của Bangladesh vào năm 1971 và cuộc chiến chống lại Pakistan, trong quá trình nó hình thành nhà nước độc lập, Ấn Độ phải đối mặt với cuộc khủng hoảng người tị nạn nghiêm trọng. Hàng triệu người tị nạn Bangladesh nghèo khổ đổ dồn vào Ấn Độ. Kết quả là, chính phủ Ấn Độ từ chối công nhận quyền nhập cư của người dân gốc Ấn bị trục xuất khỏi Uganda.

Sự kiện trục xuất người Patel của Amin cũng trùng khớp với Chiến tranh Việt Nam vào giai đoạn cuối và Mỹ phải đương đầu với dòng người Việt Nam tị nạn tràn vào thời đó. Tổng thống Nixon và Ngoại trưởng Kissinger cập nhật tình hình cụ thể ở Uganda và đồng cảm với hoàn cảnh khó khăn của người Patel,

nhưng số lượng người tị nạn gốc Ấn có thể được chấp nhận lại bị giới hạn. Là "thành viên của Khối thịnh vượng chung", đại đa số người Patel và Ismaili được phép định cư ở Anh và Canada. Vài nghìn gia đình tị nạn cũng được Mỹ mở cửa chào đón.

Những người Patel đầu tiên đến Mỹ bắt đầu kinh doanh ở lĩnh vực nhà nghỉ. Hàng nghìn người đến sau nối gót kẻ tiên phong và cũng trở thành người vận hành nhà nghỉ. Mà tại sao lại là nhà nghỉ? Và lý do hầu hết trong số đó đều hướng cùng vào một lĩnh vực là gì?

Nếu kiểm tra lịch sử những nhóm người thiểu số di cư đến vùng đất xa lạ, chúng ta sẽ nhận thấy một hình mẫu: Ở Chicago, nhiều dân nhập cư người Ailen trở thành cảnh sát trong khi hầu hết các bà nội trợ là người Ba Lan. Tại Thành phố New York, người Hàn Quốc chiếm lĩnh ngành bách hóa và cửa hàng thức ăn, người Trung Quốc điều hành các tiệm giặt là, còn người Sikh và Pakistan thì hầu hết làm tài xế taxi. Cảnh tượng có phần kỳ quái, nhưng phần lớn nhân viên xe cho thuê tại Sân bay Quốc tế San Jose ở California là người Sikh đứng tuổi - vấn khăn quanh đầu và quanh người. Còn phần lớn tài xế taxi ở Vegas đến từ Đông Âu, và hầu hết gái làng chơi tại Dubai đều mang gốc gác Đông Âu hoặc Nga.

Lý do chúng ta tập trung vào các nhóm người trong một số ngành nghề nhất định là vì hình mẫu (role model) đóng vai trò rất lớn trong cách người ta chọn nghề nghiệp của mình. Nếu ai đó trông giống tôi, có nền tảng giáo dục tương tự, thuộc về một tôn giáo, học ở cùng ngôi trường, và đang kiếm sống ổn định, thì cố nhiên họ sẽ có một tác động khổng lồ khi tôi ra quyết định

theo đuổi điều gì trong cuộc sống của mình. Bọn trẻ người Mỹ gốc Phi sống trong nội thành thường ngưỡng mộ những thanh niên người Mỹ gốc Phi chơi cho đội tuyển NBA và có cuộc sống đáng thèm muốn. Những đứa trẻ cũng nhận thức được tuổi thơ của các ngôi sao NBA này, có nhiều trường hợp khá giống với hoàn cảnh hiện thời của chúng. Nó như nguồn động lực mạnh mẽ, thúc đẩy chúng mài giũa kỹ năng chơi bóng rổ của mình.

*National Basketball Association là giải đấu bóng rổ chuyên nghiệp ở Bắc Mỹ, và được coi là giải đấu bóng rổ chuyên nghiệp của những cầu thủ hàng đầu thế giới - chú thích của người dịch.*

Tuy nhiên vẫn còn đó câu hỏi: Tại sao làn sóng đầu tiên của người Patel nhập cư vào Mỹ là kinh doanh nhà nghỉ? Chứ không phải cửa hàng ăn, hiệu giặt là, hay tiệm thuốc? Tại sao lại là nhà nghỉ? Và tại sao họ không tìm kiếm việc làm? Một phần trong câu trả lời nằm ở thay đổi nhân khẩu học diễn biến vào đầu thập niên 1970 tại Mỹ. Sau Chiến tranh Thế giới thứ hai, người ta xây mới hệ thống đường cao tốc liên bang và ngoại ô. Ô tô trở thành phương tiện đi lại chính của tầng lớp trung lưu, và các nhà nghỉ của gia đình Mỹ xuất hiện khắp các tuyến đường liên bang mới xây dựng. Vào năm 1973, lệnh cấm vận dầu với thế giới Ả Rập và chính sách kinh tế Mỹ bị lạc hướng (kiểm soát giá cả và tiền lương) đã dẫn đến suy thoái nặng nề trên cả nước.

Ngành kinh doanh nhà nghỉ bị phụ thuộc vào chi tiêu tùy nghi (không cố định - discretionary spending). Suy thoái kinh tế, cùng giá xăng dầu lên cao do khan hiếm, dẫn đến sụt giảm nhu cầu lưu trú ghê gớm. Nhiều nhà nghỉ nhỏ, không chịu nổi áp lực trước khó khăn đã bị ngân hàng tịch thu để thế nợ hoặc đem rao

bán với giá thấp đến cùng cực. Bấy giờ, những đứa trẻ của các gia đình chủ nhà nghỉ cũ này đã đến tuổi thành niên và nhìn thấy vô vàn cơ hội khác bên ngoài lĩnh vực nhà nghỉ. Do đó, chúng lũ lượt rời bỏ và gây dựng cơ đồ ở nơi khác.

## ÔNG BỐ NGƯỜI PATEL (PAPA PATEL)

Vào năm 1973, Papa Patel bị đuổi khỏi thủ đô Kampala, Uganda, và đến tị nạn ở bất cứ thị trấn nào tại Mỹ, với vợ và ba đứa con tuổi vị thành niên. Ông có khoảng hai tháng lập kế hoạch xuất cảnh và chuyển nhiều tài sản nhất có thể thành vàng và các ngoại tệ khác rồi chuyển lén ra khỏi nước. Đó không phải khối tài sản lớn mà chỉ là vài nghìn đô la Mỹ. Còn cả gia đình sau lưng, ông mau chóng trấn an tinh thần để hòa nhập vào môi trường xa lạ. Ông xét thấy công việc tốt nhất có thể làm với tông giọng lạ và kỹ năng tiếng Anh bồi là đóng gói hàng bách hóa với mức tiền lương tối thiểu.

Papa Patel nhìn thấy nhà nghỉ nhỏ nọ gồm 20 phòng có vẻ đang rao bán ở mức giá rất rẻ và bắt đầu suy nghĩ. Nếu ông mua nó, những người bán hàng muốn tống khứ nhanh tài sản (motivated seller) hoặc ngân hàng có khả năng sẽ hỗ trợ từ 80% đến 90% giá mua. Gia đình ông cũng có thể sống ở đó nữa, và họ sẽ không mất tiền thuê nhà. Yêu cầu tiền mặt cần có là vài nghìn đô la. Ông và những người bà con gần gũi gom góp được khoảng 5.000 đô la tiền mặt và mua nhà nghỉ. Một ngân hàng địa phương và người bán đồng ý ký kết thỏa thuận với tài sản thế chấp là quyền lưu giữ nhà nghỉ. Là một trong những người Patel đầu tiên trên đất Mỹ, Dahyabhai Patel đã nói ngắn gọn: "Chỉ tốn một

khoản đầu tư nhỏ nhưng giải quyết ổn thỏa vấn đề tiện nghi ăn ở của tôi vì tôi và gia đình có thể sống và làm việc ở đó".

Papa Patel cho biết gia đình có thể ở một vài phòng, do đó họ không phải thuê hay trả tiền thế chấp khi mua nhà và nhu cầu tối thiểu của họ lúc đó chỉ là một chiếc xe. Ngay cả nhà nghỉ nhỏ nhất cũng cần một bàn lễ tân hoạt động 24 giờ cùng nhân viên dọn phòng và giặt quần áo - ít nhất phải là bốn người làm việc trong tám giờ mỗi ngày. Papa Patel không cần thuê người giúp việc. Mama và Papa Patel quần quật xử lý hàng tá công việc của nhà nghỉ, và những đứa trẻ thì phụ giúp vào buổi tối, cuối tuần và ngày lễ. Dahyabhai Patel mường tượng lại cách thức hoạt động trong những ngày đầu: "Tôi làm nhân viên tiếp tân, thợ mộc, thợ sửa ống nước, đầu bếp, thợ điện, thợ giặt cho chính mình và nhiều công việc vụn vặt khác." Không thuê người giúp việc và kiểm soát chi tiêu chặt chẽ, nhà nghỉ của Papa Patel có chi phí vận hành thấp nhất trong số các nhà nghỉ lân cận. Ông có thể đề giá phòng một đêm thấp nhất mà vẫn duy trì lợi nhuận ngang ngửa (hoặc cao hơn) so với chủ cũ và đối thủ cạnh tranh của mình. Kết quả là ông có lượng khách thuê cao và kiếm được siêu lợi nhuận. Các đối thủ cạnh tranh của ông bắt đầu thấy lượng khách thuê phòng rơi rụng và chịu áp lực giá đến căng thẳng. Cơ cấu chi phí của họ ngăn họ hạ thấp mức giá như của Patel Motel, từ đó dẫn đến sức thuê phòng và lợi nhuận giảm liên tục.

Người Patel vốn ăn chay và có lối sống giản dị. Hầu hết các nhà hàng ở Mỹ trong thập niên 1970 không phục vụ đồ chay, vì vậy ăn ở nhà lại tỏ ra càng hấp dẫn và tiết kiệm hơn đối với các gia đình Patel. Họ bận bịu công việc nhà nghỉ suốt ngày lẫn đêm, do

đó có ít thời gian dành cho các hoạt động giải trí. Kết quả là, tổng chi phí sinh hoạt của gia đình này thấp vô cùng. Với một chiếc xe cũ kỹ duy nhất, không thuế nhà ở, không tiền thuê trọ hay dịch vụ tiện ích, không di chuyển đường dài, không ăn ngoài, không tốn tiền vào kỳ nghỉ hay giải trí,... gia đình của Papa Patel sống khá thoải mái với khoản tiền dưới 5.000 đô la một năm.

Giá càng hạ thấp hơn nữa vào thập niên 1970 khi mức lương tối thiểu chỉ có 1,6 đô la. Tổng thu nhập hàng năm thỏa kỳ vọng cao nhất của cặp vợ chồng người Patel cũng vào khoảng 6.000 đô la nếu cả hai vợ chồng đều được nhận việc và làm toàn thời gian. Trong trường hợp họ mua nhà nghỉ gồm 20 phòng có giá rao bán giảm còn 50.000 đô la với khoảng 5.000 đô la tiền mặt và phần còn lại được hỗ trợ tài chính, thì thậm chí mỗi khách thuê phòng chi trả 12 đô la đến 13 đô la một ngày và lượng lưu trú trung bình đạt 50% đến 60%, nhà nghỉ sẽ tạo ra doanh thu khoảng 50.000 đô la hàng năm.

Đầu thập niên 1970, với lãi suất kho bạc khoảng 5%, chủ sở hữu hoặc phần lớn ngân hàng vui mừng hỗ trợ tài chính cho người mua nhà nghỉ với lãi suất 10% đến 12% với quyền lưu giữ tài sản (lien on the property). Papa Patel phải trả chi phí lãi vay hàng năm khoảng 5.000 đô la, khoản thanh toán ban đầu là 5.000 đô la, cộng thêm 5.000 đô la đến 10.000 đô la chi cho vật dụng của nhà nghỉ, bảo trì, và các dịch vụ tiện ích. Do đó tổng chi phí dưới 20.000 đô la. Ngay cả khi gia đình trích thêm 5.000 đô la mỗi năm làm sinh hoạt phí (một số tiền lớn vào năm 1970), lợi nhuận ròng của Papa Patel đạt hơn 15.000 đô la một năm sau khi trừ đi tất cả các khoản thuế và chi tiêu sinh hoạt. Nếu ông mượn 5.000 đô la

từ một người bạn Patel khác, sau bốn tháng ông đã có thể hoàn trả. Thậm chí ông còn có thể chọn cách trả hết tiền thế chấp nhà nghỉ chỉ trong ba năm.

Lợi nhuận hàng năm trên số vốn đầu tư là 5.000 đô la lên đến 400% (20.000 đô la lợi nhuận hàng năm, tức 15.000 đô la tiền mặt cộng 5.000 đô la trả lại vốn gốc (principal repayment)). Nếu ông mượn 5.000 đô la từ một người bạn Patel, lợi nhuận trên vốn đầu tư là vô cùng (infinite): chẳng có đồng nào mà thu về đến 20.000 đô la một năm. Có lẽ bạn chắc mẩm cảnh tượng thật tươi sáng, nhưng sẽ ra sao nếu hoạt động kinh doanh không phát triển? Điều gì xảy ra nếu làm ăn thất bại? Đối với khoản mua nhà nghỉ đầu tiên này, Papa Patel không chỉ phải trao lại quyền lưu giữ tài sản mà có lẽ còn cả bảo lãnh cá nhân (personal guarantee) đối với người cho vay. Tuy nhiên, Papa Patel chỉ có 5.000 đô la (hoặc ít hơn) đứng tên mình, do đó bảo lãnh cá nhân là vô nghĩa. Nếu ông không thể thanh toán, ngân hàng có thể tịch thu tài sản, nhưng ông gần như không có tài sản nào ngoài nhà nghỉ. Ngân hàng không có nhu cầu tiếp quản và vận hành nhà nghỉ - họ không có khả năng này.

*Bảo lãnh cá nhân hay bảo lãnh thanh toán (BLTT) được sử dụng trong các hợp đồng mua bán hàng hóa, dịch vụ trả chậm, là cam kết của bên bảo lãnh (ngân hàng) với bên nhận bảo lãnh (người bán) về việc sẽ thực hiện nghĩa vụ thanh toán thay cho bên được bảo lãnh (người mua đồng thời là khách hàng của ngân hàng) trong trường hợp bên được bảo lãnh không thực hiện hoặc thực hiện không đầy đủ nghĩa vụ thanh toán của mình khi đến hạn vô điều kiện. - Chú thích của người dịch. Nguồn: Tạp chí UEF*

Tình cảnh khó khăn đặt lên ngân hàng khi bán một nhà nghỉ thua lỗ và xử lý bảo hiểm cho tài sản thế chấp. Chuyện vô cùng đơn giản: Nếu người đàn ông Patel không thể khiến nhà nghỉ sinh lợi, thì chẳng ai có thể. Lựa chọn khôn ngoan nhất của ngân hàng là bắt tay với Papa Patel để khiến nhà nghỉ sinh lợi, do đó ngân hàng có khả năng đàm phán lại các điều khoản và cố gắng giúp Papa Patel giành lại vị thế. Họ có thể hoãn khoản thanh toán gốc và lãi suất trong vài tháng cho đến khi các điều kiện kinh doanh cải thiện. Và ngân hàng có thể tăng lãi suất để bù đắp tổn thất gánh chịu trước đó. Đó là chính là hiệu quả của phương pháp net - net: Papa Patel vẫn vận hành nhà nghỉ; gia đình vẫn sống tại đây; ông buộc phải làm việc chăm chỉ và thông minh nhất có thể bởi không còn lựa chọn nào khác là khiến nhà nghỉ làm ăn hiệu quả hoặc thua lỗ và thành người vô gia cư.

Hãy nhớ rằng, đây là một hoạt động kinh doanh đang tồn tại với mô hình kinh doanh rất ổn định và lịch sử lâu đời về dòng tiền và khả năng sinh lợi. Đây không phải khoa học về tên lửa. Mà là một hoạt động kinh doanh đơn giản, nơi người đưa ra chi phí thấp sở hữu lợi thế cạnh tranh bất khả chiến bại, và không một ai có thể vận hành rẻ hơn Papa Patel khi lĩnh vực nhà nghỉ suy yếu và trôi theo dòng kinh tế. Cuối cùng, tình hìn khả quan hơn, ngân hàng thực hiện thanh toán, mọi người đều vui vẻ nhất là Papa Patel

Hãy nhìn khoản đầu tư này như một ván cược. Có ba kịch bản có thể xảy ra.

Kịch bản thứ nhất, khoản đầu tư 5.000 đô la đem lại lợi suất hằng năm là 400%. Giả sử lợi nhuận này tiếp tục duy trì trong 10 năm và người ta bán lại hoạt động kinh doanh bằng giá mua

ban đầu (50.000 đô la). Đây giống như trái phiếu có lợi suất hàng năm 300% với khoản thanh toán lãi cuối cùng (Final Interest Payment) trong năm thứ 10 là 900%. Điều này tương đương với 22,3 bagger (lấy 111.445 chia cho 5.000), với tỷ lệ tăng trưởng hàng năm (Compounded Annual Growth rate) đạt 36,4% trong 10 năm [36,4%=$(111.445/5.000)^{1/10}$-1]

*Bagger là thuật ngữ dành cho những cổ phiếu có khả năng tăng trưởng từ 100% trở lên, do nhà đầu tư Peter Lynch đặt ra vào năm 1988, trong cuốn sách Trên đỉnh phố Wall mà ông viết. Thuật ngữ Bagger xuất phát từ bộ môn bóng chày, trong đó số lượng bag (gôn) mà người chạy đạt được là thước đo ghi điểm của trò chơi. Ví dụ, 100 bagger ám chỉ cổ phiếu mang lại lợi nhuận gấp mười lần số tiền đầu tư - chú thích của người dịch. Nguồn: wiki*

Giả sử tỷ suất chiết khấu là 10% thì dòng tiền chiết khấu (DCF) sẽ như trong Bảng 1.1.

**Bảng 1.1 Phân tích Dòng tiền chiết khấu (DCF) trong kịch bản thuận lợi nhất cho Papa Patel**

| Năm | Dòng tiền tự do (đô la) | Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai (đô la) |
|---|---|---|
| Tiền thặng dư hiện hữu | | 0 |
| 1 | 15.000 | 13.636 |
| 2 | 15.000 | 12.397 |
| 3 | 15.000 | 11.270 |
| 4 | 15.000 | 10.245 |
| 5 | 15.000 | 9.314 |
| 6 | 15.000 | 8.467 |
| 7 | 15.000 | 7.697 |
| 8 | 15.000 | 6.998 |
| 9 | 15.000 | 6.361 |
| 10 | 15.000 | 5.783 |
| 10 | Giá bán 50.000 | 19.277 |
| **Tổng** | | **111.445** |

Kịch bản thứ hai, nền kinh tế rơi vào suy thoái nghiêm trọng và hoạt động kinh doanh xuống dốc trong những năm đầu. Ngân hàng bắt tay với Patel và đàm phán lại các điều khoản cho vay như mô tả phía trên.

Khoản đầu tư của người đàn ông Patel có lợi nhuận bằng không trong năm năm đầu tiên rồi sau đó bắt đầu kiếm được

10.000 đô la về dòng tiền tự do khi nền kinh tế hồi phục và bùng nổ (lợi tức 200% mỗi năm sau năm năm). Nhà nghỉ sẽ được bán lại vào năm thứ 10 bằng với giá mua. Bây giờ chúng ta có trái phiếu không trả lãi suất trong năm năm đầu, sau đó là 200% trong năm năm tiếp theo, và khoản thanh toán lãi cuối cùng là 900% (xem Bảng 1.2). Điều này tương đương với 8,6 bagger (lấy 42.812 chia cho 5.000), với tỷ lệ tăng trưởng hàng năm đạt khoảng 24% trong 10 năm [$24\%=(42.812/5.000)^{1/10}-1$].

Kịch bản thứ ba, nền kinh tế rơi vào suy thoái trầm trọng và hoạt động kinh doanh xuống dốc hoàn toàn. Ông Patel mất khả năng thanh toán, bị ngân hàng tịch thu nhà nghỉ và thua lỗ. Lợi tức hàng năm là 100%.

Ba kịch bản này gần như bao gồm toàn bộ các khả năng có thể xảy ra. Giả sử khả năng xảy ra của kịch bản đầu tiên là 80%, kịch bản thứ hai là 10%, và kịch bản thứ ba là 10%. Đây là những giả định thận trọng vì chúng ta giả định 1/5 khả năng nhà nghỉ sẽ hoạt động tệ hơn dự kiến - mặc dù giá mua rẻ nhờ chiết khấu đáng kể và do người vận hành chi phí thấp, có hiểu biết và đầy tiềm năng. Chúng ta giả định một cách phi thực tế rằng nhà nghỉ không tăng giá trị hay giá cho thuê phòng sau 10 năm. Ngay cả khi đó, khả năng lợi tức bình quân hàng năm vẫn cao hơn 40%. Giá trị hiện tại kỳ vọng (expected Present Value) của khoản đầu tư này là khoảng 93.400 đô la (0,8 x 111.445 đô la + 0,1 x 42.812 đô la). Theo quan điểm của Papa Patel, có 10% khả năng thua lỗ 5.000 đô la và 90% khả năng thu về hơn 100.000 đô la (với 80% khả năng thu về 200.000 đô la sau 10 năm). Với tôi điều này nghe như một trò chơi không cần động não.

**Bảng 1.2 Phân tích dòng tiền chiết khấu (DCF) của kịch bản thấp hơn trung bình cho Papa Patel**

| Năm | Dòng tiền tự do (đô la) | Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai (đô la) |
|---|---|---|
| Tiền thặng dư hiện hữu | | 0 |
| 1 | 0 | 0 |
| 2 | 0 | 0 |
| 3 | 0 | 0 |
| 4 | 0 | 0 |
| 5 | 0 | 0 |
| 6 | 10.000 | 5.645 |
| 7 | 10.000 | 5.131 |
| 8 | 10.000 | 4.665 |
| 9 | 10.000 | 4.240 |
| 10 | 10.000 | 3.854 |
| 10 | Giá bán 50.000 | 19.277 |
| **Tổng** | | **42.812** |

Nếu bạn đến một đường đua ngựa và được phép đặt cược với tỷ lệ 90% khả năng ăn tiền thưởng gấp 20 lần và 10% khả năng mất tiền, thì bạn có muốn đặt cược hay không? Muốn quá đi chứ phải không! Bạn muốn đặt cược cả ngày dài, và đặt cược một phần rất lớn giá trị tài sản ròng của bạn là chuyện hợp lý với tỷ lệ cược hấp dẫn này. Đây không phải loại cá cược không rủi ro mà

là rủi ro thấp lợi nhuận cao. Ngửa thì tôi thắng, sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!

Phần hoài nghi trong bạn vẫn chưa ngả mũ trước rủi ro thấp ở đây. Bạn có thể nói rằng vẫn có khả năng bị phá sản nếu đặt cược tất cả những gì bạn có (như Papa Patel đã làm).

Papa Patel đặt cược toàn bộ trong một khoản cược, nhưng ông ta nắm trong tay quân át chủ bài. Nếu người cho vay tịch thu nhà nghỉ, vợ chồng anh ta có thể làm công việc đóng gói hàng bách hóa, làm việc 60 giờ một tuần thay vì 40 giờ, và nỗ lực tiết kiệm hết mức. Ở mức lương tối thiểu năm 1973 là 1,6 đô la, họ kiếm được 9.600 đô la một năm. Sau khi trừ thuế, họ có thể dễ dàng tiết kiệm 2.000 đến 4.000 đô la một năm. Sau hai năm, Papa Patel có thể ưỡn ngực mua một nhà nghỉ khác và đặt thêm ván cược nữa.

Tỷ lệ thua cuộc sau hai lần đặt cược liên tiếp là 1 trên 100 (10% x 10% = 0,01). Và tỷ lệ chiến thắng ít nhất một lần khoảng 99%. Lợi nhuận sẽ nâng số tiền lên 20 lần. Đó là khoản cược rủi ro cực thấp, lợi nhuận cực cao - một khoản đầu tư đáng lưu tâm: Ngửa thì tôi thắng, sấp thì tôi chẳng mất bao nhiêu!

Với lượng tiền mặt cao như vậy, chẳng bao lâu Papa Patel tràn ngập tiền mặt. Ông ấy vẫn giữ lối sống giản dị. Vài năm nữa đứa con trai đầu của ông đến tuổi thành niên và ông ta giao phó lại nhà nghỉ cho con mình. Gia đình mua một ngôi nhà vừa tiền và săn tìm nhà nghỉ tiếp theo.

Lần này, họ mua nhà nghỉ lớn hơn với 50 phòng. Gia đình không còn sống tại nhà nghỉ nữa nhưng vẫn tranh thủ phần lớn công việc chứ không đẩy hết cho người làm thuê. Công thức rất

đơn giản: giữ cho chi phí thấp nhất có thể để giá cả thấp hơn tất thảy đối thủ cạnh tranh, tăng lưu lượng phòng cho thuê và tối đa hóa dòng tiền tự do. Cuối cùng là tiếp tục giao phó nhà nghỉ cho những người Patel thân cận và tháo vát vận hành, đồng thời bổ sung thêm nhiều tài sản nữa.

Ở đây nêu bật hiệu ứng hòn tuyết lăn và theo thời gian chúng ta nhìn thấy con số thống kê đáng kinh ngạc - một nửa trong tổng số nhà nghỉ ở Mỹ đứng tên người Patel. Sau khi chiếm lĩnh toàn bộ ngóc ngách thị trường nhà nghỉ, người Patel bắt đầu mua khách sạn cao cấp hơn và đào sâu vào một số hoạt động kinh doanh có thể áp dụng mô hình vận hành chi phí thấp nhất của họ. Để rồi mang đến những lợi thế cạnh tranh bất khả chiến bại - trạm xăng, chuỗi nhà hàng Dunkin 'Donuts, cửa hàng tiện lợi (7-Elevens), và những thứ tương tự. Một số thậm chí còn hợp tác mở rộng thành khu du lịch cao cấp. Quả cầu tuyết tiếp tục lăn xuống ngọn đồi dài ngoằng ngoẵng này - trở nên to lớn hơn theo thời gian. ●

# CHƯƠNG 02

## THƯƠNG NHÂN DHANDHO TÊN MANILAL

CÂU CHUYỆN DHANDHO TRONG CÁCH VẬN HÀNH NHÀ NGHỈ CỦA người Patel thật thú vị, nhưng đây dường như là cơ hội nghìn năm có một vào đầu thập niên 1970. Không có bằng chứng nào cho thấy lịch sử có thể lặp lại ngày nay. Vậy thì hãy bác bỏ quan điểm đó bằng cách kiểm tra cuộc hành trình Manilal Chaudhari tạo dựng. Manilal không phải người Patel, nhưng có quan hệ anh em con bác với họ. Giống như người Patel, anh đến từ Gujarat và gần như lớn lên trong cùng một nền văn hoá và niềm tin tôn giáo. Giống như người Patel chân chính, gen tinh thần kinh doanh Dhandho đã ăn sâu vào Manilal.

Vào một ngày nắng đẹp ở Nam California, đúng dịp Valentine của năm 2006, tôi rời văn phòng của mình ở Irvine đến thăm Manilal tại nhà nghỉ Best Western motel của anh ấy ở Moreno Valley, California - nằm sâu trong vùng sa mạc 50 dặm. Một người bạn chung của cả hai từng kể qua câu chuyện kinh doanh thú vị của Manilal cho tôi nghe. Tôi cảm thấy tò mò và liên hệ với anh để sắp xếp buổi phỏng vấn.

Manilal bấy giờ ở tuổi 54, anh là người khiêm tốn và dễ mến, tôi đã bị ấn tượng bởi sự chân thành, chăm chỉ, và dễ thương của anh bạn này. Anh sinh ra và lớn lên ở Gujarat trong một gia đình gồm bốn người con trai cùng hai người con gái. Một trong số anh

em trai của anh đã chuyển đến Mỹ vào thập niên 1970 và định cư tại khu vực vịnh San Francisco. Manilal được đào tạo và làm công việc kế toán ở Ấn Độ. Vào năm 1991, người anh trai bảo lãnh cho anh để có thể lấy thẻ xanh và nhập cư cùng vợ và con cái của mình.

Anh đến San Francisco với trạng thái hầu như không tiền mặt hay tài sản gì. Người anh trai tiếp đón cả nhà anh, và Manilal bắt đầu tìm kiếm việc làm để chống đỡ tài chính cho gia đình mình. Manilal biết tiếng Anh trước khi đến Mỹ, tại thời điểm chúng tôi gặp gỡ, anh đã ở Mỹ được 15 năm. Mặc dù vậy, tôi cảm thấy khó hiểu trước phát âm tiếng Anh của Manilal - đặc biệt là các cuộc trò chuyện qua điện thoại của chúng tôi. Trao đổi trực tiếp thì dễ dàng hơn, nhưng 15 năm trước đó quả là trở ngại khổng lồ đối với anh trong thị trường việc làm.

Thiếu kinh nghiệm làm việc hay không có người giới thiệu ở Mỹ cũng như khiếm khuyết tiếng Anh, anh gặp khó khăn trong quá trình tìm kiếm công việc kế toán văn phòng và cuối cùng quyết định từ bỏ nỗ lực vô vọng này. Manilal chịu áp lực kiếm tiền nuôi sống gia đình mình. Giờ đây anh sẵn sàng chộp lấy bất kỳ công việc nào với mức lương tối thiểu. Vào đầu thập niên 1990, Mỹ đang trong cuộc đại suy thoái do đó càng đẩy anh vào tình cảnh khó khăn hơn. Công việc đầu tiên của Manilal là làm việc tại trạm xăng với mức lương tối thiểu. Giờ làm việc của anh kéo dài từ 3 giờ chiều đến 7 giờ sáng, tức 16 giờ một ngày, trong 7 ngày một tuần. Anh làm việc tổng cộng 112 giờ mỗi tuần.

Anh nghe phong phanh đâu đó có một công ty sản xuất nguồn máy tính (computer power - thiết bị cung cấp năng lượng

cho phần cứng của máy tính - chú thích của người dịch) ở miền Nam California tên là Cherokee International do anh bạn người Patel làm chủ. Doanh nghiệp đang tăng trưởng và cần tuyển dụng thêm nhân lực. Manilal Cherokee được phỏng vấn và nhận việc làm ở đó. Anh chuyển gia đình mình đến miền Nam California và được anh trai cho mượn một khoản tiền cho đến khi ổn định tài chính.

Sau khi bắt đầu tại Cherokee, anh làm việc toàn thời gian và lấp kín luôn lịch ngoài giờ để nhận trợ cấp của công ty. Cherokee công nhận một số kỹ năng kế toán của anh và đưa anh vào bộ phận kho để giúp quản lý hàng tồn. Tiền lương nhỉnh hơn một chút so với mức tối thiểu. Hai người anh em còn lại và một chị gái của anh (cùng gia đình họ) đến sống với anh trong vài tháng. Họ ở chung trong một căn hộ nhỏ và trong khoảng thời gian ngắn, phần lớn những người trưởng thành trong nhà đã nhanh chóng thu xếp được công việc lắp ráp tại Cherokee. Một người em trai còn độc thân. Với bảy người trưởng thành, tiền lương bắt đầu chảy vào, theo đó Manilal và tất cả anh chị em của anh bắt đầu tiết kiệm nghiêm túc.

Mục tiêu đầu tiên của họ là sống ở một nơi rộng rãi hơn và họ quyết định mua một ngôi nhà. Vào năm 1994, họ gom góp được số tiền tiết kiệm khoảng 60.000 đô la và mua một ngôi nhà vừa ý ở thị trấn Foothill Ranch, California với giá 203.000 đô la. Cũng trong năm 1994, Manilal nhận một công việc thứ hai tại trạm xăng Texaco. Bấy giờ anh làm việc từ 8 giờ sáng đến 5 giờ chiều ở Cherokee và sau đó từ 5 giờ 30 chiều đến 11 giờ tối ở trạm xăng. Ông chủ trạm xăng người Ba Tư phát hiện tính chất phác và tinh

thần làm việc của Manilal nên cất nhắc cho anh lên thành quản lý trạm xăng. Ngoài tiền lương, ông chủ cho Manilal 10% lợi nhuận ròng của trạm xăng. Manilal quản lý cây xăng như một người chủ. Anh được quyền thuê mướn và sa thải nhân viên và đảm bảo trạm xăng vận hành mà không gặp rắc rối.

Manilal trở nên thông thuộc với hoạt động kinh doanh xăng dầu, lợi nhuận trên các mặt hàng khác nhau, chi phí quản lý chung, doanh nghiệp kiếm được bao nhiêu tiền, và còn nhiều thứ khác. Đến năm 1998, đại gia đình Chaudhari mua căn hộ cao cấp cho gia đình người chị gái và một căn nhà khác ở Foothill Ranch có giá 169.000 đô la. Họ tiếp tục sống giản dị. Ngay từ đầu, bốn gia đình anh chị em của Manilal đã đồng ý đóng góp 500 đô la mỗi gia đình vào tài khoản tiết kiệm chung. Quỹ góp chung này đã thanh toán khoản tiền đặt cọc ban đầu cho căn nhà đầu tiên của họ. Đối với những lần mua tiếp theo, họ cũng rút ra từ quỹ góp chung này. Họ sống cuộc sống đơn giản và làm việc suốt cả ngày. Vì thế mà không có nhiều thời gian rảnh rỗi để giải trí. Manilal chia sẻ với tôi rằng họ đi du lịch khá nhiều trong hai năm đầu, đến các địa điểm vui chơi thông thường. Sau đó vì không nhiều hứng thú du lịch, tất cả họ đều làm việc cật lực với rất nhiều giờ làm thêm. Ngay cả với mức lương rất thấp, mỗi người trong số họ dành dụm đến vài nghìn đô la một năm.

Vào năm 1998, Manilal quyết định anh muốn mua một doanh nghiệp nhỏ cùng đại gia đình của mình. Anh xem xét nhiều lĩnh vực như trạm xăng, cửa hàng bán đồ uống chứa cồn, hiệu giặt là,... Ông chủ tiệm xăng Texaco ủng hộ các mục tiêu của anh, nhưng khuyên không nên đầu tư vào cửa hàng bán thức

uống có cồn vì dễ dính líu đến tội phạm và nhiều vấn đề nhức nhối. Một số người Patel gợi ý kinh doanh nhà nghỉ, nhưng giá nhà ở miền Nam California lên đến hàng triệu đô la. Anh tiếp tục tìm kiếm lĩnh vực kinh doanh, nhưng không thể tìm thấy cái nào thỏa đáng. Anh kiên nhẫn. Vào năm 2001, sau sự kiện 11/9, ngành du lịch sụt giảm lớn kéo theo lượng khách thuê phòng và giá nhà nghỉ sụt giảm đáng kể.

Cherokee có nhiều nhân viên người Patel. Một trong số họ là Ashok Patel, giữ chức phó chủ tịch của công ty. Ông ấy thích cách làm việc Manilal và ngỏ ý muốn đầu tư tiền vào doanh nghiệp do Manilal vận hành. Sau sự kiện 11/9, Manilal tình cờ thấy nhà nghỉ Best Western giảm giá còn 4,5 triệu đô la tại Moreno Valley. Đó là món bất động sản tuyệt vời gần hơn ba mẫu Anh nằm ngay bên xa lộ. Họ cần số tiền ban đầu khoảng 1,4 triệu đô la để mua nhà nghỉ. Manilal và anh chị em của mình có tổng cộng 225.000 đô la vốn liếng tiết kiệm. Họ cũng có khả năng góp thêm khoảng 125.000 đô la thông qua vay thế chấp trên những ngôi nhà của họ.

Họ nhất trí với thỏa thuận rằng gia đình Chaudhuris sẽ sở hữu 25% nhà nghỉ và góp vào 350.000 đô la tiền mặt. Ashok Patel đầu tư khoảng 252.000 đô la và sở hữu 18% lợi nhuận. Ba người bạn khác của Manilal mỗi người đầu tư vào 266.000 đô la và đều nhận 19% lợi nhuận. Dưới đây là phân chia quyền sở hữu của nhà nghỉ Best Western ở Moreno Valley:

| **Chủ sở hữu** | (%) |
|---|---|
| Manilal và anh chị em trong nhà | 25 |
| Ông Ashok Patel | 18 |
| Ông Mahedra Patel | 19 |
| Ông Ravi Patel | 19 |
| Ông Kanu Parekh | 19 |
| **Tổng** | **100** |

Manilal bảo tôi rằng anh không yên lòng nổi khi giao tiền của mình cho mấy gã hiện thực hóa ý tưởng kinh doanh. Tuy nhiên, trên thực tế, các nhà đầu tư đã giao tiền cho anh quản lý nhà nghỉ. Tôi kể cho anh ấy hiểu quỹ đầu tư Pabrai Funds cũng hoạt động như vậy - tôi không cần phải điều tra kỹ lưỡng các nhà đầu tư của mình vì tôi nhận tiền của họ chứ không có chiều ngược lại.

Manilal nghỉ việc tại Cherokee và bắt đầu vận hành nhà nghỉ toàn thời gian. Anh nhận một mức lương nhất định còn lợi nhuận thì được phân chia giữa các đối tác theo tỷ lệ vốn chủ sở hữu của họ.

Phóng tầm mắt đến bốn năm sau. Bấy giờ giá trị thị trường của nhà nghỉ đạt hơn 9 triệu đô la - tăng 100%. Nhưng đợi đã. Trong bốn năm qua, một phần trong 3,1 triệu đô la đã được thanh toán. Giả sử anh ta phải trả 200.000 đô la mỗi năm, do đó khoản nợ giờ đây còn lại 2,3 triệu đô la. 1,4 triệu đô la của họ nay trở thành trị giá 6,7 triệu đô la (9 triệu đô - 2,3 triệu đô). Như vậy lãi kép hàng năm lên đến 48%.

Chưa hết đâu - còn nhiều thứ nữa. Chúng ta không tính cổ tức mà khoản đầu tư này mang lại trong bốn năm qua. Khi Manilal bắt đầu vận hành nhà nghỉ vào năm 2001, lượng phòng thuê trung bình dưới 60% và mức giá nghỉ qua đêm trung bình là 55 đô la, mang lại doanh thu gộp dưới 1,6 triệu đô la.

Bấy giờ lượng phòng thuê trung bình ở phía bắc đạt 65% và mức giá trung bình khoảng 70 đô la, mang lại doanh thu gộp khoảng 2,1 triệu đô la. Doanh thu tăng lên khoảng 500.000 đô la qua bốn năm. Tôi đoán chừng chi phí cơ bản tăng lên tầm 150.000 đô la. Nhà nghỉ có khả năng tạo ra 800.000 đô la + dòng tiền tự do hàng năm - sau khi trả lương cho Manilal xứng đáng.

Cùng kiểm tra cơ chế kinh tế vận hành ở đây từ ưu thế của Manilal. Mức lương của anh đạt ít nhất 50.000 đô la mỗi năm - một bước tiến lớn từ công việc tại Cherokee và trạm xăng. Khoản đầu tư trị giá 350.000 đô la của gia đình anh trong "trái phiếu nhà nghỉ" này mang lại phiếu lãi (coupon) hàng năm ban đầu khoảng 125.000 đô la một năm. Phiếu lãi tăng khoảng 25.000 đô la một năm và bấy giờ đạt khoảng 200.000 đô la. Ban đầu, trái phiếu có phiếu lãi 36% và về sau là 57%. Ngoài ra, nếu giờ đây họ quyết định bán trái phiếu này, họ không chỉ thu được 350.000 đô la mà gần 1,7 triệu đô la - gần như gấp năm lần khoản đầu tư ban đầu trong bốn năm.

Trong những ngày này, Manilal bận rộn với việc xây dựng nhà nghỉ mới Holiday Inn Express ở Chino Hills, California. Anh mua mảnh đất này với giá 1,3 triệu đô la và ước tính chi phí tổng thể sau khi xây dựng hoàn tất là 8 triệu đô la. Doanh thu kỳ vọng khoảng 2,3 triệu đô la một năm. Dễ bề thông cảm chuyện anh dè

dặt trong lời nói khi trao đổi với tôi về tất cả chi tiết tài chính của mình; nhưng tôi ngờ rằng Best Western tái huy động vốn và các nhà đầu tư nhận về tiền của mình, cả vốn lẫn lãi. Tái huy động vốn cùng với dòng tiền mặt dồi dào từ Best Western chảy vào tài trợ cho Chino Hills và các dự án khác.

Gia đình bắt đầu xây dựng các tài sản độc lập do các anh chị em trong nhà sở hữu. Một người anh trai và mỗi người người chị gái đều sở hữu và vận hành các nhà nghỉ nhỏ khác ở Utah. Những nhà nghỉ này có từ 40 đến 50 phòng, và mua với giá khoảng 250.000 đô la. Các anh chị em trong gia đình và vợ/chồng của họ đều nghỉ việc ở Cherokee khi bắt đầu vận hành nhà nghỉ. Còn một người anh vẫn tiếp tục làm việc tại Cherokee. Manilal vẫn sống giản dị trong chính ngôi nhà Foothill Ranch anh mua vào năm 1994. Những đứa trẻ học hành tấn tới. Hầu hết chúng trở thành chuyên gia - bác sĩ, nha sĩ thành đạt. Con gái của anh bây giờ 32 tuổi. Cháu đã lập gia đình và có hai đứa con, gần đây cháu cũng mua một nhà nghỉ nhỏ ở Utah và quản lý cùng chồng mình.

Bây giờ, tôi sẽ tóm gọn lý do tại sao tôi gọi Manilal là Dhandho. Anh ấy làm việc chăm chỉ, dốc hết sức tiết kiệm, và sau đó đặt toàn bộ khoản tiền vào một ván cược không cần tốn não duy nhất. Khi lượng du khách chịu ảnh hưởng nặng nề từ sự kiện 11/9, lĩnh vực nhà nghỉ khuỵu gối. Đúng thời điểm khi giá nhà nghỉ và lượng thuê phòng đổ sụp, Manilal bước vào và tạo nên sân chơi của riêng mình. Anh săn lùng trong ba năm. Anh kiên nhẫn chờ đợi thời điểm phù hợp để tiến hành thỏa thuận. Toàn bộ là câu chuyện kinh điển về "đặt cược ít, đặt cược lớn và không

đặt cược thường xuyên." Và tất cả chỉ là tham gia vào trò tung đồng xu, nơi "ngửa thì tôi thắng, sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!" ●

# CHUONG

# 03

# VIRGIN DHANDHO

BÂY GIỜ BẠN CÓ THỂ NGHĨ RẰNG: "HÃY NHÌN XEM, người Patel và anh chàng Manilal đã nỗ lực thành công - tôi phải ngả mũ thán phục họ. Quả là một câu chuyện thú vị, nhưng rõ ràng số còn lại chúng tôi không thể nào sao chép được. Tôi sẽ không bao giờ dọn đến sống cùng anh chị em ruột và gia đình của họ nhiều năm liền để mà chung sức tiết kiệm hết mức vì mục tiêu xây dựng đế chế nhà nghỉ. Tôi không đủ sức làm việc 100 giờ một tuần hoặc sống cùng gia đình mình trong nhà nghỉ suốt nhiều năm." Có thể bạn cũng bị thuyết phục bởi yếu tố môi trường gia đình hay gen di truyền mới khiến họ có lối tiếp cận cuộc sống và kinh doanh kỳ lạ kia. Thế rồi vì sự khác biệt này, phần còn lại chúng ta không thể ghi dấu trên hành trình Dhandho như họ được.

Để xua tan ý niệm đó, hãy nhìn vào một doanh nhân Dhandho tuyệt vời khác. Ông không phải người Patel, cũng chẳng đến từ Gujarat hay Ấn Độ. Ông ấy đến từ Surrey ở Anh Quốc và cũng có sự nghiệp rực rỡ như họ. Ông luôn chú trọng và hướng đến đời sống tràn đầy niềm vui. Tuy ông bố người Patel và Richard Branson *(Richard Branson là "trùm" kinh doanh, nhà đầu tư, và nhà từ thiện người Anh, ông nổi tiếng với vai trò sáng lập Virgin Group, bao gồm hơn 400 công ty - chú thích của người dịch)* dường như không

có điểm chung nào, họ vẫn có liên hệ chặt chẽ bằng sự tương quan trong phong cách thực hiện hóa ý tưởng kinh doanh. Cả hai đều là Dhandho sành sỏi. Hãy tìm hiểu về sự ra đời của Virgin Atlantic và nghiên cứu cách bắt đầu bất kỳ hoạt động kinh doanh nào với số vốn tối thiểu và gần như không có rủi ro - đây là "siêu Dhandho".

Vào năm 1984, Richard Branson lúc này hoàn toàn không biết gì về lĩnh vực hàng không. Mặc dù trong quá khứ, ông đã bắt đầu cuộc hành trình kinh doanh của mình từ lúc mới chỉ 15 tuổi và đạt được những thành công rực rỡ trong việc thành lập công ty thu âm và phân phối âm nhạc.

Có người gửi cho Branson kế hoạch kinh doanh lập ra một hãng hàng không toàn hạng thương gia trên đường bay London và New York. Khi vị giám đốc điều hành công ty âm nhạc nhận được kế hoạch kinh doanh bắt đầu hãng hàng không với chiếc Boeing 747, Branson từng chia sẻ ông đã biết kế hoạch kinh doanh này  từng bị từ chối ít nhất ba nghìn điểm khác nhau trước khi đáp xuống bàn làm việc của mình. Ông cũng biết tỏng các doanh nhân có kiến thức uyên thâm trên lĩnh vực này đã từ chối nó. Kế hoạch kinh doanh cho rằng những người tham gia kinh doanh trong lĩnh vực hàng không hiện tại chưa lấp được khoảng trống về nhu cầu dịch vụ trong ngành công nghiệp này. Vào những ngày cuối tuần ông kêu gọi các hãng hàng không khác giảm giá đường bay đó nhưng ông đã không bao giờ liên lạc được.

Kết luận của ông là hoặc họ chỉ toàn những doanh nhân rởm hoặc bị nhu cầu làm cho choáng ngợp - có nghĩa là còn cơ hội để bắt đầu cạnh tranh với họ. Ông cũng thay đổi phần lớn kế

hoạch kinh doanh ban đầu - chọn một dịch vụ kép (dual-class) độc nhất.

Ông suy tính chuyện này suốt cả tuần. Vào thứ Hai, ông gặp mặt các đối tác và giám đốc điều hành cấp cao của mình ở công ty âm nhạc và thông báo cho họ biết mình muốn lập ra hãng hàng không. Họ bảo rằng, "Này Richard, ông thật ngớ ngẩn." Họ cho ông hay kế hoạch cần chiếc máy bay Jumbo Jet 747 là chiếc đắt bậc nhất trong loại máy bay dân dụng thương mại rồi. Và họ cao giọng, "Ông có biết nó tốn bao nhiêu chi phí không?" Họ không quan tâm và không ủng hộ ý tưởng hoang dại này.

Branson kiên trì. Ông gọi tổng đài viên trợ giúp tìm số điện thoại ở Seattle để có được số của hãng Boeing. Khi nhân viên tiếp tân nhấc máy, ông bảo mình muốn nói chuyện với người chịu trách nhiệm cho thuê một chiếc 747. Sau khi chuyển máy nhiều lần, có vẻ như ông đã tra được đúng người và hỏi hãng Boeing có chiếc Jumbo cũ nào không? Người đàn ông bảo có, thế là Branson hỏi tiếp xem họ có muốn cho thuê thời hạn một năm không. Người nhân viên Boeing có vẻ thích thú với tông giọng Anh và cho biết họ nắm một danh sách khách hàng nhỏ nhưng có lẽ cân nhắc cho một trong những khách hàng thường xuyên của mình thuê. Branson kiên trì và hỏi thêm vài con số nữa.

Boeing cho ông vài con số gần đúng, và Branson tính toán toàn bộ chi phí cũng như trách nhiệm cao nhất cho việc thành lập Virgin Atlantic Airlines (nếu thất bại) chỉ là 2 triệu đô la. Theo dự kiến, công ty thu âm của ông kiếm được 12 triệu đô la trong năm đó và 20 triệu đô la trong năm kế tiếp.

Branson nhận thấy tại công ty hàng không với một chiếc máy bay duy nhất, ông sẽ trả tiền nhiên liệu 30 ngày và lương cho nhân viên từ 15 đến 20 ngày sau khi máy bay hạ cánh, nhưng lại nhận tiền thanh toán của toàn bộ vé khoảng 20 ngày trước khi máy bay cất cánh. Nhu cầu vốn lưu động trong lĩnh vực này khá thấp cộng với hợp đồng cho thuê ngắn hạn rất thuận lợi từ Boeing, ông không cần phải mua chiếc máy bay nào.

Branson tìm cách thuê số lượng nhân viên mặt đất với quy mô nhỏ, đặt vài quảng cáo trên báo và bắt đầu đặt chỗ. Bản ghi âm của Boy George được sản xuất hởi hãng thu âm Virgin, cũng là bởi vì Branson là bạn thân của Boy George. Để thúc đẩy tinh thần cho lứa nhân viên đời đầu của Virgin Atlantic và làm họ hứng khởi, ông chọn cách đưa khách mời Boy George lên móc cẩu hàng tại Sân bay Gatwick, cũng là nơi đặt trụ sở của Virgin Atlantic. Các nhân viên yêu thích màn trình diễn, còn Boy George khá choáng váng trước sự chao đảo của chiếc móc. Sau đó, ông trải lòng với Branson: "Tôi vui mừng vì chân của mình vững vàng trên mặt đất (sau màn trình diễn)." Đó là một khởi đầu vô cùng lộn xộn.

Bây giờ, nếu ai đó nảy ra ý tưởng này ở Thung lũng Silicon thì người ta sẽ lên một kế hoạch kinh doanh trang hoàng cùng với bài rao "thang máy" bắt buộc *(elevator pitch - thông tin ngắn gọn nhưng đầy đủ về doanh nghiệp - chú thích của người dịch)*. Nó sẽ dựa trên ít nhất 60 triệu đô la vốn khởi đầu để xây dựng cơ sở hạ tầng cơ bản,... Branson không đi theo lối này. "Kế hoạch kinh doanh" hoàn thành vào cuối tuần và trú ngụ trong đầu Branson. Không có kế hoạch kinh doanh nào được viết ra, không có ban

giám đốc hay cố vấn ở công ty khởi nghiệp, không có nhà đầu tư mạo hiểm, hay nhà đầu tư thiên thần. Kế hoạch do một tay người không có kinh nghiệm hay chuyên môn nào trong lĩnh vực hàng không lập ra.

Bài học tôi rút ra ở Virgin Atlantic đơn giản là: nếu bạn có thể thành lập một doanh nghiệp đòi hỏi chiếc máy bay dân dụng cỡ lớn 747 trị giá 200 triệu đô la và đội ngũ nhân viên trong một ngành công nghiệp được kiểm soát chặt chẽ mà không có nhiều vốn thì hầu hết mọi hoạt động kinh doanh mà bạn muốn thành lập vẫn có thể "nảy mầm" với số vốn tối thiểu. Tất cả những gì bạn cần là thay vốn bằng óc tư duy và giải pháp sáng tạo.

Branson tìm thấy khoảng trống trong dịch vụ hàng không và theo đuổi nó. Vào thời điểm khoảng cách về dịch vụ giữa Virgin và hãng hàng không British Airways được thu hẹp cũng như các đối thủ cạnh tranh khác tỉnh giấc, ông đã xây dựng nên một thương hiệu mạnh rồi. Ngay cả ngày hôm nay, Virgin Atlantic vẫn cung cấp sản phẩm vô cùng độc đáo trong một ngành công nghiệp khắc nghiệt. Mô hình kinh doanh của Virgin Atlantic là Dhandho thuần túy. Ngửa thì tôi thắng; sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!

Tập đoàn Virgin ngày nay là tập đoàn tư nhân khổng lồ gồm hơn 200 doanh nghiệp với doanh thu hàng năm đạt khoảng 7 tỷ đô la. Tập đoàn này tạo ra dòng tiền tự do khoảng 600 đến 700 triệu đô la trong một năm. Yếu tố phổ quát hầu như xuất hiện trong tất cả hơn 200 doanh nghiệp là số tiền đổ vào ý tưởng ban đầu đều rất ít. Ngửa thì tôi thắng; sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!

Năm 2005, họ đặt một dãy trưng bày sản phẩm điện tử mang tên Virgin Pulse vào các cửa hàng Target. Với yêu cầu phát triển một dòng sản phẩm điện tử cá nhân dành riêng cho Target. Phía Target sẽ nhường họ khoảng sàn chính, do đó Virgin đưa chi phí phân phối hoặc rủi ro về không. Virgin thuê Ecco, một công ty thiết kế có phong cách sang trọng phụ trách việc tạo ra dãy trưng bày, và tìm một công ty Trung Quốc sản xuất - nhằm giữ lợi nhuận cao cho mình. Bất lợi rất hạn chế còn thuận lợi thì vô biên. Những bên chịu nhiều rủi ro là các nhà sản xuất, vì họ phải cam kết năng lực cho những đơn đặt hàng đã thỏa thuận, còn Target, đơn vị này phải nhường lại một phần diện tích giá trị trong mỗi cửa hàng của mình. Mở màn chiến dịch, Virgin Group tận dụng việc đưa Branson trở thành trung tâm trong một bữa tiệc ở New York, ông nhảy với một số người mẫu nóng bỏng mang trên người dòng chữ Virgin Pulse. Việc làm đó chỉ đòi hỏi một khoản tiền rất nhỏ – cách làm việc của một Dhandho kinh điển. Ngửa thì tôi thắng; sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!

Một ví dụ khác của Dhandho kinh điển là Virgin Mobile - dịch vụ điện thoại di động của Virgin tại Hoa Kỳ. Virgin Mobile không sở hữu hay vận hành mạng lưới điện thoại di động nào. Sprint xử lý toàn bộ lập trình nền tảng và cung cấp dịch vụ dưới thương hiệu Virgin Mobile. Với dịch vụ này, Virgin nhắm đến đến thanh thiếu niên và tập trung vào cung cấp các món đồ và phụ kiện hấp dẫn cho lứa tuổi trên - điện thoại chất, ốp lưng, thẻ trả trước và thương hiệu Virgin cho tuổi teen.

Khoản đầu tư của Virgin rất thấp. Nếu thất bại, nó hầu như không bị hạ bệ. Sprint cung cấp toàn bộ công nghệ, thanh toán

và cơ sở hạ tầng dịch vụ khách hàng. Virgin cung cấp định vị thương hiệu và sản phẩm rồi thu về miếng bánh lợi nhuận to lớn. Nếu công ty hoạt động hiệu quả thì đó là một ưu thế khổng lồ cho Virgin, ngược lại, trong trường hợp thất bại thì bất lợi không đáng kể. Virgin Mobile tăng trưởng theo quy mô nhanh chóng. Nó thiết lập kỷ lục về mặt thời gian cho một công ty từ khởi nghiệp phát triển lên đến doanh thu 1 tỷ đô la - trong vòng chưa đầy ba năm. Một lần nữa, "Ngửa thì tôi thắng; sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!"

Vào năm 1997, đội ngũ Virgin cùng với Royal Bank of Scotland (Ngân hàng Hoàng Gia Scotland) cho ra đời một sản phẩm thế chấp đột phá dưới thương hiệu Virgin Mortgage mang tên Virgin One Account. Sản phẩm thế chấp mang tính cách mạng này xem xét lượng tiền mặt có trong tài khoản giao dịch *(checking account – một dạng của tài khoản vãng lai)* của người đi vay, và tính vào số dư nợ vay và chỉ tính lãi trên số dư nợ ròng. Một lần nữa, Virgin gần như không có khoản đầu tư nào. Toàn bộ nền tảng do ngân hàng gánh vác. Tất cả những gì Virgin cung cấp là thương hiệu và lập kế hoạch marketing - rất kiệm vốn đầu tư. Kết quả là, Virgin sở hữu miếng bánh lợi nhuận ngon lành. Ngửa thì tôi thắng; sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!

Branson sở hữu hòn đảo của riêng mình trong Quần đảo Virgin thuộc Anh có tên là đảo Necker. Đây là khối tài sản ngoạn mục và được trình chiếu trong tập cuối của The Rebel Billionaire (Tỷ phú nổi loạn) trên kênh Fox. Hòn đảo này được rao bán với giá 3.000.000 bảng Anh một vài năm trước. Giá mua đề nghị ban đầu của Branson là: 150.000 bảng - giảm đi 95% so với giá công

khai. Đề nghị của ông bị cười nhạo, nhưng chỉ vài tuần sau ông ấy đã mua hòn đảo chỉ với 180.000 bảng. Không phải nhiều lời, Ngài Richard thu về lợi nhuận ngoạn mục nhờ khoản đầu tư vào khu nghỉ dưỡng qua nhiều năm. Thời điểm này bạn và 13 anh em bạn bè thân thiết có thể bên nhau trên đảo Necker chỉ với 30.000 đô la mỗi đêm.

Với những bất lợi cực nhỏ, tỷ lệ thất bại không thành vấn đề với Ngài Richard Branson. Thậm chí nếu một nửa số dự án kinh doanh thất bại hoặc không bao giờ mở rộng quy mô cũng không thành vấn đề. Phần lớn họ bắt đầu với số tiền gần như bằng không. Các nhà đầu tư mạo hiểm (Venture capital -VC) nên nhìn vào mô hình Virgin bởi vì mô hình Virgin là mô hình VC trong tương lai. Branson là một VC rủi ro cực thấp, lợi nhuận cực cao. Mọi người liên tục cung cấp ý tưởng cho ông, và ông thực hiện một vài ý tưởng được chọn lựa. Ông nắm giữ lượng cổ phần lớn, đôi khi là 50/50 cổ phần trong các doanh nghiệp này mà không cần bỏ tiền vào đó. Trong một vài trường hợp, như Virgin Atlantic là toàn bộ 100% cổ phần với lượng vốn đầu tư ít ỏi.

Chỉ hai từ gói gọn hành trình của Branson: Virgin Dhandho. Giống như cặp "song sinh" Manilal và Papa Patel, toàn bộ câu chuyện của Branson là: Ngửa thì tôi thắng; sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu! ●

# CHƯƠNG

# 04

# MITTAL DHANDHO

GIÁP VỚI PAKISTAN LÀ RAJASTHAN, MỘT BANG NHIỀU MÀU sắc nhất của Ấn Độ, và Marwar là một quận nhỏ thuộc bang này.

Nhiều đánh giá cho rằng người Marwar là những học viên giỏi nhất của nghệ thuật Dhandho. Họ là những doanh nhân Dhandho tuyệt vời, thậm chí trong nhiều trường hợp họ còn bỏ xa người Patel.

Trong bảng xếp hạng những người giàu có nhất hành tinh của Forbes năm 2005, Bill Gates và Warren Buffett giữ vững phong độ với hai vị trí dẫn đầu của mình. Theo sát ở vị trí thứ ba là một doanh nhân người Marwari tên là Lakshmi Mittal. Từ vạch xuất phát gần như không có gì 30 năm về trước, bấy giờ Mittal sở hữu giá trị tài sản ròng hơn 20 tỷ đô la. Ông bắt đầu hành trình Dhandho cùng thời với Bill Gates. Như chúng ta biết, Bill đã đầu tư năng lượng của mình vào ngành công nghiệp đem lại tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư cao nhất. Ông tập hợp một vài kỹ sư lại, tạo nên MS DOS và Microsoft Word, sau đó bán ra hàng trăm triệu bản.

Cùng nghiên cứu xem cỗ máy tạo tiền vận hành như thế nào. Một bản sao của phần mềm Microsoft Office gửi đến Dell để tải lên máy tính Dell. Mỗi lần Dell tải Office cho bất kỳ máy nào, hãng

sẽ chuyển vài trăm đô la đến thành phố Redmond, Washington. Có hàng trăm triệu bản sao hiện diện trên toàn cầu đem về cho Microsoft hàng tỷ đô la mỗi năm. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư ngoài mong đợi và tỷ suất lợi nhuận gộp đạt đến 100%.

Điều đáng kinh ngạc trong hành trình Dhandho của Lakshmi Mittal là ông ta đầu tư toàn bộ năng lượng và cơ sở vốn nhỏ bé của mình vào một ngành công nghiệp có hoạt động kinh tế già cỗi - nhà máy thép. Không như Microsoft, ở nhà máy thép bạn không tài nào kiểm soát được giá bán sản phẩm hoàn chỉnh cũng như chi phí nguyên liệu thô. Các nhà máy thép là cỗ máy "nghiền" vốn (Capital intensive creatures). Nếu hóa chất gây độc hại vượt trên liều lượng cho phép, lực lượng lao động thường thành lập công đoàn. Ngành thép lọt vào một trong những chốn rót vốn thảm hại nhất trong 30 năm qua. Không đáng ngạc nhiên khi các tay chơi trong ngành trên thế giới gặp phải tổn thất to lớn và nhiều doanh nghiệp buộc đi đến phá sản.

Vào năm 1976, Mittal thành lập một nhà máy thép nhỏ lẻ không tên tuổi ở Indonesia. Mặc dù toàn bộ tỷ lệ cược chống lại mình, ông vẫn xây đắp nên một trong những doanh nghiệp thép lớn nhất và lợi nhuận nhất hành tinh. Quan trọng hơn (đối với ông) là thành quả giá trị tài sản ròng hơn 20 tỷ đô la và con số vẫn tiếp tục phát triển. Ông thực hiện điều này bằng cách nào? Chỉ một từ giải thích đơn giản - Dhandho.

Lấy ví dụ về thương vụ thâu tóm doanh nghiệp khổng lồ Karmet Steel Works ở Kazakhstan. Công ty này ngừng trả lương cho nhân công vì làm ăn thua lỗ và không có tiền mặt. Nhà máy đứng trên bờ vực đóng cửa, các quản lý Liên Xô đành

đổi thép thành thực phẩm cho công nhân của mình. Chính phủ Kazakhstan vui mừng trao cho Mittal chìa khóa của nhà máy mà không đòi hỏi gì. Mittal không chỉ giữ lại toàn bộ công nhân và vận hành nhà máy, ông còn trả đầy đủ tiền lương còn tồn và trong vòng năm năm đã biến nó thành một doanh nghiệp làm ăn phát đạt và dồi dào tiền mặt. Công nhân và người dân tôn sùng Mittal theo nghĩa đen vì đã cứu thị trấn của họ thoát khỏi sụp đổ.

Câu chuyện tương tự lặp lại với nhà máy thép Sidek Steel ở Romania, và chính phủ Mexico giao chìa khoá kiểm soát Sibalsa Mill với giá 220 triệu đô la vào năm 1992. Trong khi chi phí phía Mexico xây dựng nhà máy này tốn trên 2 tỷ đô la. Mua một đô la với giá bằng hoặc thấp hơn 10 xu là "siêu Dhandho". Cách tiếp cận của Mittal luôn tìm cách nắm giữ một tài sản trị giá một đô la với chi phí thấp hơn một đô la. Và sau đó ông áp dụng công thức bí mật của mình để thâu tóm các nhà máy đá phiến.

Những nhà sáng lập Google, Oracle, Cisco và Intel đều có tài năng nhưng họ cũng xuôi theo dòng trợ lực khổng lồ. Tất cả đều tập trung vào lĩnh vực kinh doanh có hiệu quả kinh tế tuyệt vời và tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư rất cao. Ngạc nhiên thay, Mittal lao vào dòng nước chảy ngược lại là người có giá trị tài sản ròng cao hơn cả. Khuôn khổ Dhandho giúp ông vượt lên trên tất cả trừ hai thành viên của tạp chí Forbes 400. Và, như chúng ta đã biết trước khi nghiên cứu sâu hơn, cả hai người dẫn trước ông đều là những tay sành sỏi và áp dụng nghệ thuật đầu tư Dhandho. Cho dù bạn đến từ Seattle, Omaha, hoặc Marwar, khuôn khổ Dhandho đều có khả năng đánh bật các chướng ngại khác.

Một lưu ý cuối cùng về người Marwar và phương thức

Dhandho đã thấm nhuần vào họ. Gần đây, tôi ăn tối với một anh bạn thân người Marwar, và tôi hỏi anh ấy khuôn mẫu điển hình Marwar trong việc tiếp cận vốn đầu tư trong dự án kinh doanh? Anh đáp khá bình thản rằng các doanh nhân người Marwar, ngay cả khi chỉ có trình độ học vấn lớp năm, thường kỳ vọng toàn bộ vốn đầu tư của mình được hoàn trả dưới dạng cổ tức không quá ba năm. Họ hy vọng sau khi nhận đủ tiền vốn, thì chí ít khoản đầu tư gốc (principal investment) sẽ tiếp tục có giá trị ngang bằng những gì họ đầu tư. Họ kỳ vọng đấy là những khoản cược có rủi ro cực kỳ thấp. Bạn hỡi, đây là những điều tuyệt vời! Người ta không dạy điều này tại Trường Kinh doanh Harvard. Nếu bạn chỉ đơn giản sử dụng công thức Marwar này trước khi ra quyết định đầu tư, hãy để tôi đảm bảo với bạn hai điều:

1. Bạn sẽ nhanh chóng lướt qua hầu hết các khoản đầu tư người ta đề nghị bạn.

2. Bắt đầu với khoản vốn khiêm tốn, sau vài thập kỷ bạn sẽ trở nên giàu có.

Nói thế đủ rồi.

## CHUYỂN GIAO CÔNG NGHỆ DHANDHO

Để gia thêm hương vị của Dhandho, hãy cùng xem xét trải nghiệm Dhandho của chính tôi. Lần đầu tiên tôi thành lập doanh nghiệp - Transtech, Inc., tôi hầu như không có tiền - khoảng 30.000 đô la trong tài khoản hưu trí 401 (k) tại Tellabs và 70.000 đô la hạn mức thẻ tín dụng đối với một số thẻ tín dụng do tôi đăng ký với dự toán thành lập doanh nghiệp.

Tôi nghiên cứu luật phá sản của Mỹ và thấy chúng không quá khó. Nếu kinh doanh thất bại và tôi không thể trả hết nợ, tôi có thể tuyên bố phá sản cá nhân và bắt đầu lại. Tình huống này rất giống với Papa Patel - không có nhiều bất lợi vì anh chẳng có gì để mất. Ngoài ra, khi tôi xin nghỉ việc, ông chủ bảo tôi có thể trở lại bất cứ lúc nào, và có khả năng sẽ tăng lương của tôi lên kha khá. Tất cả những gì tôi phải mất là 30.000 đô la trong tài khoản hưu trí 401 (k) của mình. Tôi lúc ấy 25 tuổi, điều cuối cùng tôi lo lắng là tài sản hưu trí của bản thân bị rút cạn.

Tôi thành lập TransTech vào tháng Hai năm 1990 trong khi tiếp tục làm việc tại Tellabs. Tôi dành một nửa thời gian nghỉ để làm việc bất cứ khi nào cần chào hàng cho khách. Tôi từng làm việc ở nhà vào buổi sáng từ 6:30 đến 8:30, rồi đến công ty cả ngày và làm việc trở lại vào buổi tối từ 6 giờ đến nửa đêm. Rồi doanh thu đổ về trong khi chi phí kinh doanh rất ít. Khi tôi có khách hàng đầu tiên và doanh thu đạt trên 200.000 đô la một năm trong túi, tôi từ chức.

Nếu bạn nhìn vào phương pháp tiếp cận, thì đó là phương pháp tiếp cận không rủi ro. Bất lợi duy nhất của tôi là mất đi số tiền cỏn con trị giá 30.000 đô la trong tài khoản hưu trí 401 (k). Còn triển vọng thì bao la - hàng triệu đô la. Visa và MasterCard là nhà đầu tư mạo hiểm của tôi, họ tài trợ cho phần còn lại. Bấy giờ tôi sống độc thân. Không phải lo lắng về gia đình. Nhiều bữa trưa và tối chỉ đơn giản là chiếc bánh sandwich Subway. Chi tiêu của tôi khá thấp.

Tôi cho rằng ở lại Tellabs là một vấn đề xuất rủi ro. Tôi nghĩ nếu mình ở lại công ty thì dường như chỉ đi theo con đường làm

việc tại tập đoàn nhàm chán và chậm chạp. Nếu tôi tỉnh dậy khi 35 hoặc 45 tuổi và quyết định tự đi con đường riêng của mình thì sẽ phức tạp hơn nhiều. Có lẽ lúc đó tôi cũng có vợ con nữa, điều này càng khiến việc phá vỡ lề thói và đặt cược không rủi ro khó khăn hơn. Ở tuổi 25 và độc thân, chí ít tôi sẵn có khoản cược không rủi ro.

Kế hoạch trò chơi của tôi rất đơn giản. Tôi có một mô hình kinh doanh dựa trên chênh lệch giá. Tuyên bố giá trị (value proposition) thúc đẩy chuyên môn sâu và các tài năng trong mô hình khách chủ (client-server computing) của Ấn Độ nhằm đáp ứng lượng nhân tài đang thiếu hụt nghiêm trọng ở vùng Trung Tây nước Mỹ. Số vốn 100.000 đô la của tôi đủ trang trải cho doanh nghiệp hoạt động, cho đến khi mang lại doanh thu và lợi nhuận thì tôi từ chức ở Tellabs. Tôi biết rằng với hai khách hàng hợp tác đầu tiên và tạo ra thu nhập và lợi nhuận thực, bất lợi vô cùng hạn chế. Vẫn là câu nói kinh điển "Ngửa tôi thắng; sấp tôi chẳng thiệt bao nhiêu."

TransTech tăng trưởng mạnh mẽ. Vào năm 1996, chúng tôi góp mặt trong danh sách Inc. 500 companies - một trong 500 doanh nghiệp tăng trưởng nhanh nhất tại Mỹ. Khi doanh thu từ không có gì tăng lên tới hơn 20 triệu đô la mỗi năm trong 10 năm, doanh nghiệp chưa bao giờ cần một đồng vốn nào bên ngoài. Dòng tiền cung cấp toàn bộ cho vốn tăng trưởng và nhiều kênh khác. Tiền mặt luôn luôn trong tình trạng khan hiếm vì chúng tôi tăng trưởng rất nhanh và tái đầu tư vốn liên tục để mở rộng quy mô. Vào cuối năm 1991, tôi tìm được một nhà cấp vốn tuyệt vời là Tom Harazim, người yêu thích câu chuyện của chúng tôi. Ông

thanh toán toàn bộ thẻ tín dụng của tôi, giúp chúng tôi thoát khỏi những khoản nợ phải trả để xoay vòng tiền mặt nhanh nhất có thể, và TransTech thiết lập hạn mức tín dụng rẻ hơn rất nhiều dựa trên khoản nợ phải thu lần đầu của chúng tôi.

Chúng tôi bán một số tài sản và thu về khoảng 2 triệu đô la vào năm 1994 - lần đầu tiên tôi cảm thấy mình giàu có đến vậy. Và sau đó bán toàn bộ doanh nghiệp vào năm 2000 và thu về hàng triệu đô la. Khoản đầu tư trị giá 30.000 đô la đã cho tôi lợi nhuận hơn 150 lần trong 10 năm - lợi tức hàng năm đạt trên 65%. Tôi đi từ mức lương 45.000 đô la một năm (khi tôi nghỉ việc) đến mức lương trên 300.000 đô la một năm chỉ trong vài năm. Từ kỳ diệu là Dhandho, triển vọng to lớn và hầu như không có bất lợi. Đó là nhờ khoản cược kinh điển "Ngửa tôi thắng; sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!" ●

# CHƯƠNG

# 05

# KHUÔN KHỔ DHANDHO

NHÌN BỀ NGOÀI, CUỘC HÀNH TRÌNH CỦA PAPA PATEL, Manilal, Branson, Mittal và của bạn đều thực sự khác nhau. Tuy chúng ta chọn nhiều lối rẽ khác nhau nhưng tất cả đều dẫn đến những điểm đích tương tự. Các cuộc hành trình của chúng ta cùng chia sẻ một số nguyên tắc cốt lõi. Chín nguyên tắc này tạo thành khuôn khổ Dhandho:

## 1. TÍCH CỰC MUA DOANH NGHIỆP ĐANG HOẠT ĐỘNG

Khi Papa Patel quyết định trở thành doanh nhân, ông không tìm cách bắt đầu một doanh nghiệp hoàn toàn mới. Ông mua một doanh nghiệp đang tồn tại với mô hình kinh doanh được xác định rõ ràng và là doanh nghiệp có lịch sử hoạt động lâu dài để ông có thể phân tích. Đây là phương thức ít rủi ro hơn so với khởi nghiệp. Manilal và Mittal cũng thực hiện tương tự.

## 2. MUA DOANH NGHIỆP ĐƠN GIẢN TRONG LĨNH VỰC CÓ TỐC ĐỘ BIẾN ĐỔI SIÊU THẤP

Có lẽ Papa Patel còn chưa bao giờ nghe đến tên Warren Buffett vào đầu thập niên 1970. Tuy lớn lên trong hai môi trường

không thể khác biệt hơn, mỗi người đều đưa đến kết luận chung: mua doanh nghiệp đơn giản với thay đổi cực thấp trong dài hạn.

*Chúng ta xem thay đổi như kẻ thù của các khoản đầu tư... do đó hãy tìm kiếm khoản đầu tư nào không thay đổi. Chúng ta không muốn mất tiền. Chủ nghĩa tư bản khá tàn bạo. Chúng ta tìm kiếm các sản phẩm thông thường mà mọi người đều cần. - Warren Buffett*

Miễn con người còn di chuyển trên các tuyến đường dài và cần nơi tá túc và tái tạo năng lượng, thì sẽ luôn có nhu cầu nhà nghỉ và khách sạn. Công ty trước đây của tôi, TransTech, có vẻ như thuộc lĩnh vực thay đổi nhanh chóng, nhưng nó cũng là một doanh nghiệp công nghệ thấp và đơn giản. Phần cốt lõi của nó đơn giản là một dịch vụ kinh doanh. Tuy ngành công nghệ thông tin (IT) thay đổi chóng mặt trong những năm qua, bản chất cơ bản và tính kinh tế của các dịch vụ hầu như giống nhau. Hoạt động kinh doanh tập trung vào công nghệ của IBM thay đổi cực kỳ nhanh, nhưng IBM Global Services hoặc Accenture vẫn giữ trạng thái ổn định.

## 3. MUA DOANH NGHIỆP RỆU RÃ TRONG LĨNH VỰC RỆU RÃ

*Không bao giờ phụ thuộc vào việc bán hàng tốt. Hãy bán hàng với giá hấp dẫn đến mức một món hàng bình thường cũng mang lại kết quả tốt. -Warren Buffett*

*Chiến lược xâm nhập thực sự quan trọng hơn chiến lược rút lui. - Eddie Lampert*

Như đã nhắc đến trong Chương 1, vào đầu thập niên 1970 với lệnh cấm vận dầu, khủng hoảng kinh tế và sụt giảm chi tiêu tùy nghi (discretionary spending) của người tiêu dùng, khiến nhà nghỉ trên đường cao tốc cũng chịu vạ lây.

Người ta rao bán nhà nghỉ với mức giá rất rẻ - tất cả dựa trên viễn tưởng thống thiết trong ngắn hạn. Papa Patel biết nếu ông mua trong điều kiện khủng hoảng thì sẽ hưởng được mức giá tuyệt vời. Manilal cũng vậy, ông tiến tới trước bối cảnh ngành du lịch gặp khủng hoảng ngay sau sự kiện 11/9. Mittal thì gom góp tài sản vào các doanh nghiệp rệu rã trong một lĩnh vực rệu rã tại đất nước và vùng lãnh thổ rệu rã. Sự rệu rã là sức mạnh đưa ông lên vị trí thứ ba. Không có gì ngạc nhiên khi ông đứng trong hàng ngũ dẫn đầu của bảng xếp hạng Forbes 400. Trong thời gian giảng dạy một nhóm sinh viên tại Đại học Columbia ở tuổi 21, Buffett khẳng định:

*Tôi sẽ cho bạn biết làm thế nào để trở nên giàu có. Đóng cửa lại. Hãy sợ hãi khi những người khác tham lam. Hãy tham lam khi những người khác sợ hãi -Warren Buffett*

Tuy Papa Patel, Manilal và Mittal không có mặt trong căn phòng đã chốt cửa vào năm 1952, họ hiểu được thực chất thời điểm tốt nhất để mua vào là khi triển vọng trong tương lai gần của doanh nghiệp tối tăm, doanh nghiệp bị ghét bỏ và không được yêu mến. Trong trường hợp đó, nhà đầu tư có cơ hội mua được tài sản với mức chiết khấu giá trị cơ sở đến khổng lồ. Không ai biết điều đó rõ hơn Lakshmi Mittal.

## 4. MUA CÁC DOANH NGHIỆP VỚI LỢI THẾ CẠNH TRANH DÀI HẠN - CON HÀO KINH TẾ (MOAT)

*Chìa khóa để đầu tư không nằm ở đánh giá mức độ ảnh hưởng đến xã hội, hoặc sẽ tăng trưởng bao nhiêu, mà là xác định lợi thế cạnh tranh của công ty, và trên hết là độ bền vững của lợi thế đó. Các sản phẩm và dịch vụ có con hào kinh tế rộng và bền vững xung quanh sẽ đem đến phần thưởng cho các nhà đầu tư - Warren Buffett*

**Xem thêm Con hào kinh tế - nguyên tắc đầu tư quan trọng của Warren Buffett:** http://happy.live/con-hao-kinh-te-moat-nguyen-tac-dau-tu-quan-trong-cua-warren-buffett/

Với chi phí vận hành thấp cố định, Papa Patel có thể tính phí thấp hơn nhiều so với đối thủ cạnh tranh mà vẫn duy trì lợi nhuận ổn định. Điều này dẫn đến lượng khách đặt chỗ cao hơn trong một thời gian nhất định - phòng nghỉ cho thuê qua đêm. Lợi thế bền vững này kéo dài hàng thập kỷ. Chỉ khi người Patel cạnh tranh trực tiếp với người Patel thì lợi thế rơi vào vùng báo động. Nhưng với đất nước rộng lớn và cộng đồng dân cư eo hẹp, người Patel thường tránh tự làm khó mình bằng cách không cạnh tranh trực tiếp với một người Patel khác.

Những con hào kinh tế của Papa Patel, Manilal và Mittal vững chãi là nhờ sản xuất chi phí thấp nhất. Branson chỉ bắt tay thực hiện dự án kinh doanh sau khi ông tin tưởng nó có một con hào kinh tế sâu và rộng. Một phần của con hào đến từ việc ông mở rộng thương hiệu của mình, một phần từ việc tạo ra một kế hoạch đổi mới thực sự sáng tạo, và phần còn lại từ quá trình thực thi xuất sắc.

Kinh doanh dịch vụ IT là hoạt động có doanh thu định kỳ. Mối quan hệ với khách hàng, kiến thức về hoạt động kinh doanh và hệ thống là con hào kinh tế ẩn trong dịch vụ IT. Khi công ty trở nên quen thuộc với cơ sở hạ tầng công nghệ và hoạt động kinh doanh của khách hàng thì càng khó bị đối thủ cạnh tranh đánh bật - và khoản doanh thu định kỳ đó vẫn tiếp tục đổ vào. Trong dịp nói chuyện với sinh viên tại Đại Florida, Buffett chia sẻ:

*Tôi không muốn mua một doanh nghiệp dễ dãi với đối thủ cạnh tranh. Tôi muốn doanh nghiệp có con hào xung quanh. Tôi muốn lâu đài giá trị nằm ở giữa và tôi muốn vị công tước trông nom lâu đài phải rất mực trung thực và chăm chỉ. Sau đó, tôi muốn có con hào bao quanh lâu đài. Con hào có thể là những thứ khác nhau: Con hào bao quanh doanh nghiệp bảo hiểm xe ô tô của chúng tôi, hãng GEICO, là chi phí thấp.*

*-Warren Buffett*

Rose Blumkin hay còn được gọi là Bà B., người sáng lập ra Nebraska Furniture Mart (NFM) là một nữ công tước như vậy. Ngay cả ngày nay, sau nhiều thập kỷ, vận hành chi phí thấp là nền tảng cho sự thành công bền vững của NFM. Bà B. tuy không đến từ Gujarat, nhưng bà là chị em "song sinh" của Papa Patel.

## 5. ĐẶT CƯỢC LỚN KHI TỶ LỆ CƯỢC CÓ LỢI THẾ NGHIÊNG VỀ PHÍA BẠN

Kế hoạch kinh doanh nhà nghỉ của Papa Patel có thể thất bại. Tuy nhiên, xét hai lần đặt cược liên tiếp trong năm năm, tỷ lệ cược cho ra hai kết quả chống lại Papa Patel không đáng kể. Ngay cả khi ông thất bại cả hai lần đặt cược, vì không có nhiều vốn lúc khởi sự nên thua lỗ của ông ấy rất nhỏ. Các mạng lưới an sinh xã hội sẽ giúp ông đứng lên trở lại. Nhưng nếu thắng ông sẽ nhận được hơn gấp 20 lần số vốn ban đầu, trong đó tỷ lệ thắng ít nhất một lần đạt trên 99%. Lại là câu nói kinh điển "sấp thì tôi thắng, mà ngửa thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu".

Đối tác kinh doanh của Warren Buffett kiêm phó chủ tịch tại Berkshire Hathaway, ông Charlie Munger, sử dụng hệ thống cá cược đua ngựa làm một trong những mô hình định hướng tư duy của ông khi tiếp cận đầu tư vào thị trường chứng khoán. Không giống như sòng bạc, trong đua ngựa bạn cá cược chống lại các tay đặt cược khác. Nhà cái chiếm 17% tổng số tiền đặt cược. Chi phí ma sát (giao dịch) cao hơn nhiều so với thị trường chứng khoán. Theo Munger:

*Với chúng tôi, đầu tư tương đương với việc đi chơi và đặt cược chống lại hệ thống cá cược đua ngựa. Chúng tôi tìm kiếm con ngựa với một nửa cơ hội chiến thắng nhưng tỷ lệ thưởng đạt ba trên một. Bạn đang tìm kiếm canh bạc bị định giá sai. Đó mới chính là đầu tư. Và bạn phải có hiểu biết để kiểm tra khi nào là lúc canh bạc bị định giá sai. Đó là đầu tư giá trị.*

*-Charlie Munger*

Để là người chiến thắng liên tục tại cuộc đua, người đó phải vượt qua chi phí ma sát lên đến 17% của việc đặt cược. Theo Munger, thực ra chỉ một vài người có thể kiếm sống bằng cách đánh cược tại cuộc đua sau khi trừ đi 17%. Đối với những ai theo dõi tất cả các con ngựa và cuộc đua mà không đặt cược. Chực chờ cho đến khi bắt gặp tỷ lệ cược có sai lệch bất thường (nghiêng về lợi thế của họ) trên một con ngựa họ tin tưởng thì họ ắt đặt lớn vào chú ngựa trong cuộc đua đó. Sau đó, họ quay về ngắm nhìn mấy con ngựa và cuộc đua vô hạn định, không đặt cược gì cả cho đến khi cơ hội tốt khác xuất hiện.

Năm doanh nhân Dhandho của chúng ta không hề quá khác biệt. Họ đều tập trung vào vốn và khoản đặt cược của mình. Phần lớn thời gian họ không làm gì hoặc đặt cược rất nhỏ (Branson) trừ khi đó là tỷ lệ cược vượt trội và nghiêng về lợi thế của họ, nhưng sự kiện này không thường xuyên xảy ra. Vào những thời điểm đó, họ hành động quả quyết với khoản đặt cược lớn.

## 6. TẬP TRUNG VÀO CHÊNH LỆCH (ARBITRAGE)

Kiếm lời dựa vào chênh lệch giá được định nghĩa kinh điển là một nỗ lực tìm kiếm lợi nhuận bằng cách khai thác sự chênh lệch giá trong các công cụ tài chính giống nhau hoặc tương tự nhau. Ví dụ, nếu vàng đang giao dịch tại thị trường London ở mức 550 đô la một ounce còn tại thị trường New York ở mức 560 đô la một ounce, giả sử chi phí giao dịch thấp thì một giao dịch viên chênh lệch giá có thể mua vàng ở London và bán ngày ở New York để bỏ túi khoản chênh lệch.

Tất nhiên, khi anh ta hay cô ta (và những người khác) thực hiện các giao dịch này, thì khoản khác biệt giá sẽ sụp đổ và cơ hội ăn chênh lệch dần tan biến. Tuy chênh lệch nhỏ và đôi khi chỉ xuất hiện trong chớp nhoáng, chúng hầu như không mang rủi ro và đó là tiền miễn phí khi không còn chênh lệch giá. Như Warren Buffett trong một lần diễn thuyết tại Trường Luật Columbia:

*Bởi vì mẹ tôi không có mặt ở đây tối nay nên tôi xin thú thật với các bạn tôi là một nhà giao dịch chênh lệch giá.*

*-Warren Buffett*

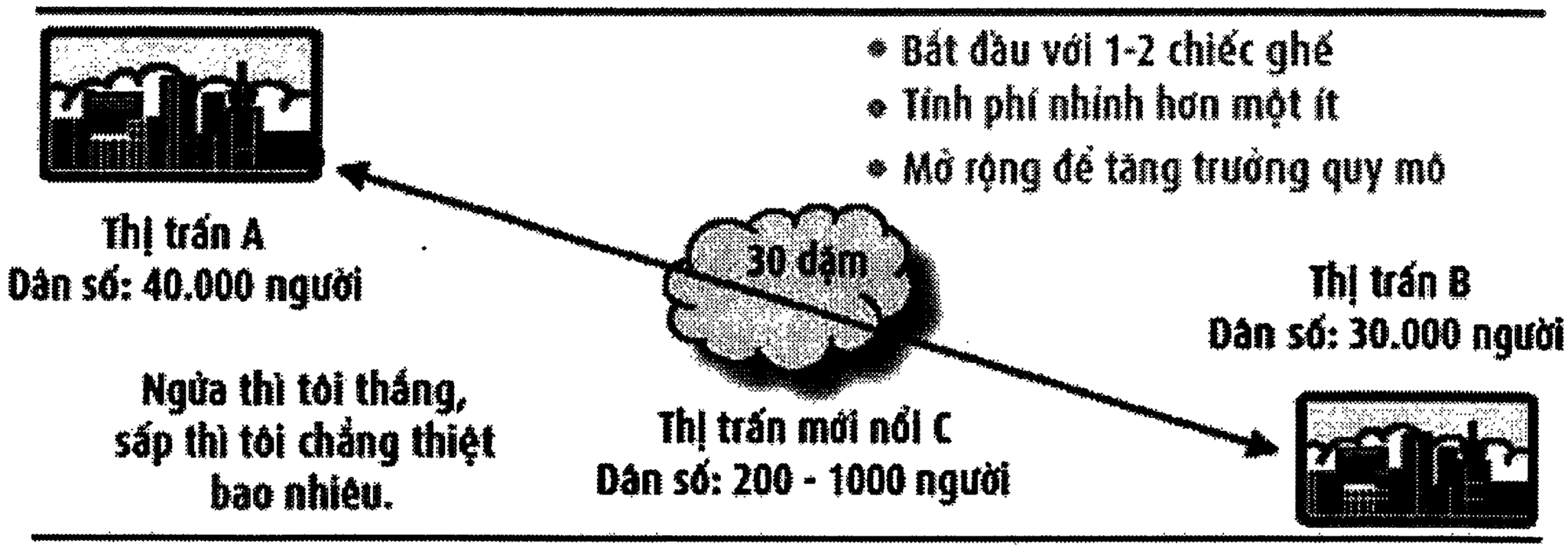
Bất cứ lúc nào bạn bước vào trò chơi chênh lệch giá, bạn cũng sẽ nhận được một thứ gì đó cho dù không có gì. Nhà giao dịch chênh lệch giá luôn hưởng lợi thế dưới nhiều hình thức khác nhau vì khi khoản chênh lệch rõ ràng xuất hiện, bạn không thể nào thua lỗ được. Papa Patel cũng chơi trò chênh lệch giá. Những nỗ lực kiếm lời chênh lệch giá của ông không phải không mang rủi ro, nhưng chắc chắn chúng có rủi ro cực kỳ thấp và mang nhiều đặc điểm chung với kiếm lời chênh lệch giá kinh điển.

Hãy tưởng tượng có hai thị trấn như hình 5.1. Thị trấn A có 40.000 người, và Thị trấn B có 30.000 người. Một thợ cắt tóc làm việc tại tiệm làm tóc ở Thị trấn B, và anh ta là một nhân viên tại salon. Một lần nọ, anh thông báo mình có những khách hàng mới sống tại Thị trấn C cách đó 17 dặm, Thị trấn C nằm giữa A và B.

Thị trấn C dường như là một cộng đồng nhỏ đang nổi lên, và những người này phải lái xe đến Thị trấn A hoặc Thị trấn B để cắt tóc vì Thị trấn C là một khu phố mới toanh và ở đây không có thợ cắt tóc. Anh thợ cắt tóc của chúng ta bắt đầu suy tính phải mất một giờ lái xe đi và về, tốn từ 4 đến 5 đô la tiền xăng, chi phí hao

mòn xe,... Anh ta nghĩ nếu nếu mở tiệm tóc ở Thị trấn C có lẽ mọi người sẽ đến đó.

**Figure 5.1 Kiếm lời chênh lệch giá phong cách Dhandho**




Anh ta không có tiền, vì vậy anh đến Thị trấn C và tìm một cửa hàng mặt tiền ngừng kinh doanh và xác xơ. Anh thuê cửa hàng hàng tháng từ người thuê hiện tại với giá dưới giá thị trường, và mua sắm những vật dụng sơ bộ bạn hay thấy ở mấy tiệm cắt tóc. Nó chỉ có độc chiếc ghế cắt tóc duy nhất. Anh ta treo tấm bảng hiệu tự chế ra bên ngoài và mở cửa chào đón khách. Anh suy tính vì vốn đầu tư quá thấp nên nếu cửa tiệm không hoạt động hiệu quả thì anh có thể quay trở về công việc cũ và làm toàn thời gian với một ít thua lỗ. Anh càng giảm bất lợi bằng cách làm việc bán thời gian ở cả công việc cũ lẫn cửa tiệm mới cho đến khi anh có một lượng khách tới lui ổn định. Nếu cửa tiệm thành công, anh vừa được làm chủ vừa sở hữu doanh nghiệp nhỏ của mình.

Con người là sinh vật hoạt động theo thói quen. Ngày nào cũng vậy, chúng ta cạo râu nhất quán từ hướng này sang hướng kia, chải tóc cũng thế, và hàng tháng chúng ta cũng không thay đổi thợ cắt tóc của mình. Nếu người thợ cắt tóc mở cửa tiệm ở

Thị trấn C, anh ta sẽ bắt đầu có những khách hàng lui tới thường xuyên và thu nhập định kỳ. Anh thậm chí có thể tính tiền cắt tóc hơi thấp hơn hoặc cao hơn một chút so với các thợ cắt tóc ở những thị trấn khác, nhưng có lẽ bạn vẫn là vị khách trung thành của anh ấy vì bạn muốn tiết kiệm thời gian. Dần dà, cửa tiệm trở nên chật chội vì lượt khách đến tấp nập trong khi chỉ có độc mỗi chiếc ghế. Anh cải tạo không gian và cách bài trí, mua một chiếc ghế nữa, thuê thêm thợ cắt tóc và bắt đầu mở rộng quy mô kinh doanh. Anh bắt đầu bận túi bụi sau vài tuần đầu tiên nên xin nghỉ công việc cũ trong chưa đầy hai tháng. Người thợ cắt tóc nhanh nhẹn của chúng ta có thể không nhận ra, nhưng những gì anh làm lại mang hiệu ứng trò chơi chênh lệch giá.

Chênh lệch của anh ta là "khoảng cách" 17 dặm so với đối thủ cạnh tranh gần nhất. Chừng nào khoảng cách vẫn còn tồn tại và Thị trấn C tiếp tục phát triển, thì thu nhập của anh sẽ tiếp tục tăng lên - thậm chí dù anh có tính giá nhỉnh hơn hoặc cung cấp dịch vụ chậm hơn đôi chút đi nữa.

Theo thời gian, giống như tất cả các khoản chênh lệch, khoảng cách này cũng thu hẹp lại và sau đó biến mất. Các thợ cắt tóc bắt chước mở cửa tiệm giống như anh ta nhiều hơn, và cuối cùng Thị trấn C có cùng số thợ cắt tóc trên đầu người như Thị trấn A hay Thị trấn B. Tuy nhiên, thường sẽ mất đến vài năm trước khi khoảng cách biến mất. Trong thời gian đó, người thợ cắt tóc của chúng ta đã bội thu lợi nhuận và xây dựng nên một tập khách hàng trung thành. Anh ta có thể hạ giá thấp hơn giá thị trường và sự cạnh tranh buộc anh phải nâng cấp dịch vụ ngang hàng hoặc cao hơn cấp độ thị trường yêu cầu. Tuy nhiên, giờ

đây anh thợ xây dựng thương hiệu và có một cơ sở khách hàng (client base) hài lòng mà không than phiền giá cả cho mái tóc hàng tháng của họ, nên khả năng cao họ sẽ quay lại với anh. Mặc dù khoảng cách chênh lệch không còn và mức siêu lợi nhuận biến mất, nhưng thương hiệu và khách hàng trung thành giúp anh duy trì lợi nhuận ổn định trong nhiều năm kế tiếp. Bấy giờ cửa tiệm của anh trông giống như cửa tiệm anh làm thuê trước kia ở Thị trấn B. Lợi nhuận của người thợ cắt tóc so với vốn đầu tư ban đầu của anh đạt mức độ rất cao, không khác biệt mấy so với năm doanh nhân Dhandho của chúng ta. Và anh cũng đặt khoản cược dạng chênh lệch gần như không có rủi ro.

Trò chơi chênh lệch giá của Papa Patel và Manilal rất đơn giản. Vào thời điểm họ quản lý nhà nghỉ, chi phí hoạt động giảm xuống. Với cấu trúc chi phí thấp, họ cung cấp mức giá thuê phòng qua đêm trung bình hết sức cạnh tranh dẫn đến lượng thuê phòng cao hơn. Chính chi phí càng thấp, lượng thuê càng cao này cho họ khoảng cách chênh lệch vượt trên tất cả đối thủ cạnh tranh của mình - cho đến khi nhà nghỉ của một người Patel khác mọc lên và cạnh tranh với họ. Có thể mất từ 15 đến 20 năm trước khi anh bạn Patel kia xuất hiện.

Người Patel điển hình hẳn chẳng phải kẻ ngờ nghệch. Anh ta sẽ nhìn thấy nhà nghỉ này thuộc quyền sở hữu của người Patel, và anh ta sẽ nhanh chóng ra quyết định không cạnh tranh trực tiếp với người Patel. Vì vậy mà chênh lệch sẽ kéo dài một thời gian. Tuy nhiên, chênh lệch (spread) rồi cũng biến mất nhưng có thể kéo dài vài thập kỷ, Papa Patel và Manilal hẳn đã tranh thủ "vắt kiệt" tận dụng (milking) khoảng cách chênh lệch hết sức có thể.

Chênh lệch của Branson là những đề án đột phá trong các lĩnh vực ông dấn thân vào. Cuối cùng, nhiều sáng kiến của ông bị đối thủ sao chép, các con hào kinh tế thu hẹp, và lợi thế chênh lệch biến mất. Nhưng một lần nữa, khoảng cách đó có thể kéo dài từ một đến hai thập kỷ.

Khi Mittal tập hợp những tài sản bằng "vài xu nhưng đáng giá bằng cả đô la và đưa vào hiện thực hóa, ông có một lợi thế sản xuất chi phí thấp khó tài nào bị chiếm lĩnh. Qua nhiều năm, ông phát triển một lợi thế bền vững thứ hai - chênh lệch trên toàn cầu về nhân công, nguyên vật liệu thô, chi phí năng lượng, và giá bán hấp dẫn nhất. Với các nhà máy trong phạm vi địa lý rộng, ông tối ưu hóa chất lượng thép và số lượng thép thông qua vị trí địa lý để tối đa hóa lợi thế này. Và bấy giờ, quy mô rộng lớn và sức mạnh thương hiệu khiến ông giành được lợi thế vững chãi ở vị thứ ba (bảng xếp hạng tỷ phú). Sản lượng và năng lực sản xuất cho phép ông thương lượng giá cả tốt hơn so với đối thủ cạnh tranh trên khía cạnh người mua lẫn nhà cung cấp - từ đó đẩy chi phí của ông xuống sâu hơn nữa.

## 7. MUA DOANH NGHIỆP VỚI CHIẾT KHẤU LỚN SO VỚI GIÁ TRI NÔI TAI

Có vẻ như Papa Patel chưa bao giờ đọc quyển Nhà đầu tư thông minh (Intelligent Investor) của Benjamin Graham hoặc thậm chí chưa từng nghe đến chỉ dụ "biên an toàn" của Graham. Tuy nhiên, về bản chất Papa Patel hiểu khái niệm giảm thiểu rủi ro bất lợi trước khi nhìn vào tiềm năng tăng trưởng. Nếu bạn mua tài sản với mức giá chiết khấu thấp hơn nhiều so với giá trị

cơ bản của nó, ngay cả khi viễn cảnh tương lai mờ mịt hơn dự kiến, tỷ lệ mất vốn cố định vẫn thấp. Đó chính xác là những gì Papa Patel thực hiện. Ông sở hữu biên an toàn khổng lồ khi mua nhà trọ. Theo Benjamin Graham thì:

*Thực chất, chức năng của biên an toàn là lớp trát không cần thiết của ước tính chính xác trong tương lai.*

*- Benjamin Graham*

## 8. TÌM KIẾM DOANH NGHIỆP RỦI RO THẤP, BẤT ĐỊNH CAO (HIGH-UNCERTAINTY)

Khoản đầu tư vào nhà nghỉ của Papa Patel không mang nhiều rủi ro kèm theo. Tuy nhiên, kết quả lại mang tính bất định đáng kể. Điều gì xảy ra nếu giá xăng trụ ở mức cao hay suy thoái kinh tế còn tiếp tục? Ngay cả trong kịch bản đó Papa Patel vẫn cung cấp chi phí thấp. Ông vẫn có thể tính phí thấp hơn và theo đó lượng phòng cho thuê sẽ cao hơn. Ngay cả trong kịch bản ảm đạm và u tối, ông vẫn chống chịu được. Nếu nền kinh tế bùng nổ và giá nhiên liệu vừa phải, ông quả thật trúng đậm. Trong khoản đầu tư vào nhà nghỉ, ông có rủi ro rất thấp và tính bất định tương đối cao.

Rủi ro thấp và bất định cao là sự kết hợp tuyệt vời. Tình huống đưa giá doanh nghiệp sụt giảm dữ dội - đặc biệt là thị trường chứng khoán dựa trên hệ thống cược đua ngựa. Các doanh nhân Dhandho đưa khâu giảm thiểu rủi ro bất lợi lên vị trí ưu tiên hàng đầu. Các tình huống rủi ro thấp, theo định nghĩa là tình huống gặp ít bất lợi. Còn sự không chắc chắn cao có thể ứng phó một cách thận trọng bằng việc tính toán một loạt kết quả có

khả năng xảy ra. Rồi bạn sẽ ăn mừng với khẩu hiệu kinh điển của doanh nhân Dhandho: Ăn thì tôi thắng; thua thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!

## 9. LÀM KẺ BẮT CHƯỚC DỄ DÀNG HƠN NGƯỜI SÁNG TẠO

Những người Patel đầu tiên trải đường cho hàng nghìn người theo sau. Papa Patel từng thấy vài người Patel đầu tiên đeo đuổi việc mua nhà nghỉ nhỏ. Trong các cuộc trò chuyện với những người tiên phong này, mô hình kinh doanh không tốn nhiều hoạt động trí óc hiện rõ mồn một trong ông. Ông không lập kế hoạch đổi mới. Ông đơn giản lần dò theo con đường những người bạn Patel để lại. Hàng nghìn người Patel nối đuôi nhau không đổi mới; Manilal cũng vậy. Tương tự, tôi cũng ấp ủ ý tưởng cho TransTech từ người chủ cũ của mình tại Tellabs. Công ty cũ của tôi không muốn theo đuổi ý tưởng đó, ngược lại tôi nhận thấy trong nó tiềm năng to lớn - vì vậy tôi rời Tellabs để nâng cấp và mở rộng ý tưởng. Đổi mới là cuộc chơi mạo hiểm, nhưng nâng cấp và mở rộng quy mô mang theo ít rủi ro hơn nhưng lợi nhuận khá là tuyệt vời.

Và sau đây là tóm tắt cho khuôn khổ Dhandho:

- Đầu tư vào doanh nghiệp đang tồn tại.
- Đầu tư vào doanh nghiệp đơn giản.
- Đầu tư vào doanh nghiệp rệu rã trong lĩnh vực rệu rã.
- Đầu tư vào doanh nghiệp có con hào kinh tế bền vững.
- Không đặt cược thường xuyên nhưng đặt cược lớn vào những sự kiện hiếm xảy ra.

- Tập trung vào chênh lệch.
- Luôn luôn có biên an toàn.
- Đầu tư vào doanh nghiệp rủi ro thấp, bất định cao.
- Đầu tư vào doanh nghiệp bắt chước thích hơn các doanh nghiệp sáng tạo. ●

CHƯƠNG

# 06

# DHANDHO 101: ĐẦU TƯ VÀO CÁC DOANH NGHIỆP ĐANG KINH DOANH

CÓ RẤT NHIỀU LOẠI TÀI SẢN BẠN CÓ THỂ LỰA CHỌN ĐỂ ĐẦU TƯ như chứng chỉ tiền gửi, tín phiếu kho bạc Mỹ, trái phiếu, chứng khoán, bất động sản, doanh nghiệp tư nhân, vàng, bạc, bạch kim, hợp đồng tương lai giá dầu - danh sách kéo dài bất tận. Nếu kiểm tra lợi nhuận từ chỉ số của toàn bộ thị trường chứng khoán trong 100 năm qua, bạn sẽ nhận thấy cổ phiếu đem đến lợi nhuận cao hơn phần lớn các loại tài sản dễ tiếp cận khác. Bằng chứng áp đảo cho thấy tài sản đầu tư hiệu quả nhất trong dài hạn là cổ phiếu thường (common stocks). Hãy cùng nghiên cứu tác phẩm đặc biệt của nhân loại mang tên thị trường chứng khoán.

*Cổ phiếu thường (common stock) là loại chứng khoán đại diện cho phần sở hữu của cổ đông trong một công ty hay tập đoàn, cho phép cổ đông có quyền bỏ phiếu và được chia lợi nhuận từ kết quả hoạt động kinh doanh thông qua cổ tức và/hoặc phần giá trị tài sản tăng thêm của công ty theo giá thị trường. Về mặt thanh khoản, cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường sẽ có các quyền lợi đối với tài sản của công ty sau khi quyền lợi của người nắm giữ trái phiếu công ty, những người nắm giữ các tài khoản nợ khác và người nắm giữ cổ phiếu ưu đãi đã được hoàn thành.*

*Thông thường, các cổ đông nắm giữ cổ phiếu thường có 1 quyền bỏ phiếu/cổ phiếu để bầu ra ban Giám đốc (mặc dù số phiếu bầu luôn luôn*

*không tương ứng về số lượng với số cổ phiếu được sở hữu). - Chú thích của người dịch. Nguồn: saga*

Con người xuất hiện trên trái đất khoảng 50.000 năm trước, theo đó hoạt động mua bán hàng hóa giữa con người với nhau phát triển phồn thịnh suốt hàng nghìn năm. Thị trường chứng khoán đầu tiên chỉ mới hình thành ở Philadelphia vào năm 1790, tiếp theo là Sàn Giao dịch Chứng khoán New York vào năm 1792. Nhiều người xem cổ phiếu như mảnh giấy bí ẩn vì giá cả của nó cứ không ngừng dao động lên xuống. Đó là một góc nhìn về cổ phiếu. Còn cách tiên tiến hơn được đề xuất bởi Benjamin Graham là nhìn nhận chúng dưới nhãn quan của người sở hữu cổ phần trong một doanh nghiệp đang hoạt động. Nhà nghỉ của Papa Patel chưa niêm yết trên bất kỳ sàn giao dịch chứng khoán nào. Nếu nó được niêm yết và bạn mua vào một số cổ phần thì bây giờ bạn và Papa Patel là đối tác. Khi nhà nghỉ tạo ra dòng tiền dồi dào, bạn sẽ hưởng lợi giống như ông ấy.

So với mua và bán toàn bộ doanh nghiệp, có sáu lợi thế to lớn nhờ vào thị trường chứng khoán:

1. Nếu mua toàn bộ doanh nghiệp như Papa Patel đã làm, người ta đòi hỏi ở bạn một số yêu cầu nghiêm túc. Bạn cần phải vận hành nó hoặc tìm một người đủ khả năng. Đây là nhiệm vụ không hề nhỏ. Papa Patel khéo chèo chống, nhưng công việc đòi hỏi năng lượng và sự cống hiến to lớn của cả gia đình trong nhiều năm.

2. Khi mua một cổ phiếu, bạn nắm giữ một tỷ lệ vốn chủ sở hữu trong doanh nghiệp cơ sở (underlying business) với một lợi

thế khổng lồ là doanh nghiệp đã vào guồng vận hành. Bạn có thể cùng thừa hưởng tất cả các khoản phân chia lợi nhuận và quyền lợi dựa vào quyền sở hữu doanh nghiệp mà không tốn nhiều nỗ lực. Thị trường chứng khoán cho phép bạn sở hữu một phần của một số doanh nghiệp bạn chọn với tính thanh khoản cao, do đó trong thời gian nắm giữ bạn có thể mua hoặc bán cổ phần đó bất cứ lúc nào chỉ bằng vài cú nhấp chuột trên máy tính của bạn. Nhân loại mang đến cho bạn một cỗ máy sinh sôi tài sản kỳ diệu hơn tất cả và rẻ mạt đồng thời cũng dễ sử dụng. Papa Patel không có những lợi thế này, còn chúng ta thì có cơ hội lớn hơn ông nhiều lần nhờ đầu tư vào thị trường chứng khoán. Điều quan trọng là chỉ tham gia vào thị trường chứng khoán với khuôn mẫu đầu tư thực sự mạnh mẽ là Dhandho.

3. Khi người ta mua hoặc bán toàn bộ doanh nghiệp, cả hai phía đều có độ nhạy về định giá tài sản đó và thường đi đến thỏa thuận ở mức giá hợp lý. Đôi khi trong các giao dịch này, nếu doanh nghiệp hoặc lĩnh vực kinh doanh bị đình đốn, người mua có thể săn được món hời như Papa Patel, nhưng đó là những sự kiện bất thường. Người bán thường điều chỉnh thương vụ này cốt mang lại lợi ích cho bản thân. Kết quả là, bạn thường đạt đến mức giá công bằng.

Thị trường chứng khoán hoạt động như hệ thống cá cược đua ngựa trong trường đua - giá được xác định qua quá trình đấu giá. Giống như cuộc đua ngựa, quá trình đấu giá đôi khi dẫn đến khác biệt lớn giữa giá trị của một doanh nghiệp và giá niêm yết trên thị trường ở một vài cổ phiếu. Chúng ta có thể đầu tư hiệu quả bằng cách chỉ đặt cược khi tỷ lệ cược có lợi thế nghiêng về phía mình.

Cũng như Charlie Munger từng nói:

*Nếu bạn dừng lại để suy ngẫm, bạn có thể thấy hệ thống cá cược đua ngựa là một thị trường. Mọi người tụ tập lại đặt cược và tỷ lệ thay đổi dựa trên món đặt cược. Đó là những gì xảy ra trên thị trường chứng khoán.*

*-Charlie Munger*

4. Mua toàn bộ doanh nghiệp, dù là trạm xăng hoặc tiệm giặt là nhỏ trong khu phố, cũng yêu cầu một số vốn khá lớn. Trong thị trường chứng khoán, bạn có thể kéo cả toa xe doanh nghiệp nếu tin tưởng vào triển vọng của chúng, bằng số tiền trong ví của bạn ngay tức thì. Khả năng bắt đầu từ lượng vốn ít ỏi và được bổ sung theo năm tháng mang lợi thế khổng lồ.

5. Có hàng nghìn doanh nghiệp niêm yết trên sàn Mỹ, và bạn có thể mua cổ phần của bất kỳ trong số đó chỉ bằng một vài cú nhấp chuột. Bạn cũng có thể mua cổ phiếu ở nhiều quốc gia khác nhau một cách dễ dàng. Tôi ước tính một nhà đầu tư cá nhân trung bình có thể dễ dàng mua một lượng cổ phần của hơn 100.000 doanh nghiệp trên khắp hành tinh với vài tài khoản môi giới. Ngược lại, hãy nhẩm xem được mấy doanh nghiệp tư nhân đang rao bán nội trong 25 dặm xung quanh nhà bạn trong một giai đoạn nào đó. Quả là không thể so sánh.

6. Tại trường đua, chủ sở hữu đường đua bỏ túi 17% trên mỗi đô la đặt cược. Chi phí ma sát cao ngất. Ngay cả khi bạn mua một doanh nghiệp tư nhân nhỏ, chi phí giao dịch giữa người mua và người bán thường từ 5 đến 10% trên giá mua, chưa tính đến thời gian và nỗ lực bỏ ra. Bạn có thể mua hoặc bán cổ phần của công ty niêm yết với chi phí giao dịch dưới 10 đô la. Với danh mục đầu

tư 100.000 đô la và thậm chí giao dịch năng động đạt đến 50 lần mỗi năm, chi phí giao dịch chỉ chiếm 0,5% và tiếp tục giảm (theo phần trăm) khi giá trị của danh mục đầu tư gia tăng theo thời gian. Chi phí giao dịch cực thấp là một lợi thế khổng lồ.

Nắm giữ một phần vốn chủ sở hữu trong một vài doanh nghiệp là con đường tốt nhất để xây dựng sự giàu có. Và không đòi hỏi gánh vác trọng trách nặng nề, hơn nữa nhiều cơ hội mua giá chiết khấu, yêu cầu vốn cực thấp, đa lựa chọn, mà chi phí ma sát cực thấp, nắm giữ cổ phần tại một số doanh nghiệp niêm yết đang hoạt động là con đường đầu tư không nhọc óc theo phong cách Dhandho. ●

# CHƯƠNG 07

# DHANDHO 102: ĐẦU TƯ VÀO CÁC DOANH NGHIỆP ĐƠN GIẢN

LỢI THẾ CỦA VIỆC MUA MỘT PHẦN DOANH NGHIỆP ĐANG hoạt động khá rõ ràng, nhưng trước khi mua, chúng ta phải biết giá trị nội tại của nó. Còn cách nào khác để xác định liệu thỏa thuận ở một mức giá cụ thể có hợp lý hay không? Giá trị nội tại của một doanh nghiệp là gì? Có công thức chung không? Làm thế nào để chúng ta tìm ra nó?

Mỗi doanh nghiệp đều mang giá trị nội tại, và nó được xác định bằng một công thức phổ quát đơn giản. John Burr Williams là người đầu tiên đưa ra định nghĩa giá trị nội tại trong *Lý thuyết về Đầu tư Giá trị* (The Theory of Investment Value) xuất bản vào năm 1938. Theo Williams, giá trị nội tại của bất kỳ doanh nghiệp nào cũng xác định bằng dòng tiền vào và ra trong suốt vòng đời còn lại của doanh nghiệp, với chiết khấu ở mức lãi suất phù hợp. Định nghĩa này vô cùng đơn giản.

*John Burr Williams (1919-1989) là nhà kinh tế người Mỹ đồng thời được cộng nhận là một vật quan trọng trong lĩnh vực phân tích cơ bản với cách phân tích giá cổ phiếu phản ánh "giá trị nội tại". Cuốn Lý thuyết về đầu tư giá trị dựa trên luận án tiến sĩ của ông tại Đại học Harvard vào năm 1937, trong đó giải thích lý thuyết định giá dựa trên chiết khấu dòng tiền (DCF), và tập trung vào định giá cổ tức - Chú thích của người dịch Nguồn: Wiki.*

Để dễ hình dung, hãy quay ngược về khoảng thời gian cuối năm 2006 vào lúc trạm xăng trong khu phố đang rao bán, và người chủ đưa ra mức giá đề nghị là 500.000 đô la. Thêm vào đó, giả sử trạm xăng có thể có giá bán 400.000 đô la sau 10 năm. Dòng tiền tự do - tiền có thể rút ra khỏi doanh nghiệp dự kiến đạt 100.000 đô la mỗi năm trong 10 năm kế tiếp. Giả sử chúng ta có một khoản đầu tư rủi ro thấp khác với lợi tức 10% hàng năm trên vốn đầu tư. Liệu ta nên mua trạm xăng hay chọn lấy 10% lợi nhuận chắc chắn?

Tôi sử dụng máy tính bỏ túi để tính dòng tiền chiết khấu (DCF). Hoặc bạn có thể dùng Excel. Như Bảng 7.1 cho thấy, trạm xăng có giá trị nội tại khoảng 768.671 đô la.

Chúng ta sẽ mua nó với giá 500.000 đô la, tức gần 2/3 giá trị nội tại. Bảng 7.2 minh họa cho phân tích DCF trên khoản đầu tư có lợi suất 10% và rủi ro thấp.

Không có gì ngạc nhiên khi khoản đầu tư thay thế 500.000 đô la với rủi ro thấp của chúng ta có giá trị hiện tại bằng đúng 500.000 đô la. Thương vụ trạm xăng sinh lời nhiều hơn so với để tiền mặt vào trái phiếu với lãi suất 10% khi giả định dòng tiền và giá mua kỳ vọng được đảm bảo.

Thị trường chứng khoán mở cho chúng ta cơ hội mua được hàng nghìn doanh nghiệp với mức giá hợp lý. Chúng ta cũng có công thức tìm ra giá trị của các doanh nghiệp này. Đơn giản thôi.

## Bảng 7.1 Phân tích dòng tiền chiết khấu (DCF) của trạm xăng

| Năm | Dòng tiền tự do (đô la) | Giá trị hiện tại (đô la) của Dòng tiền tương lai |
|---|---|---|
| 2007 | 100.000 | 90.909 |
| 2008 | 100.000 | 82.645 |
| 2009 | 100.000 | 75.131 |
| 2010 | 100.000 | 68.301 |
| 2011 | 100.000 | 62.092 |
| 2012 | 100.000 | 56.447 |
| 2013 | 100.000 | 51.315 |
| 2014 | 100.000 | 46.650 |
| 2015 | 100.000 | 42.410 |
| 2016 | 100.000 | 38.554 |
| 2017 | Giá bán 400.000 | 154.217 |
| **Tổng** | | **768.671** |

**Bảng 7.2 Phân tích Dòng tiền chiết khấu (DCF) của khoản đầu tư thay thế rủi ro thấp có lợi suất 10%**

| Năm | Dòng tiền tự do (đô la) | Giá trị hiện tại (đô la) của Dòng tiền tương lai |
|---|---|---|
| 2007 | 50.000 | 45.454 |
| 2008 | 50.000 | 41.322 |
| 2009 | 50.000 | 37.566 |
| 2010 | 50.000 | 34.151 |
| 2011 | 50.000 | 31.046 |
| 2012 | 50.000 | 28.224 |
| 2013 | 50.000 | 25.658 |
| 2014 | 50.000 | 23.325 |
| 2015 | 50.000 | 21.205 |
| 2016 | 50.000 | 17.277 |
| 2017 | Hoàn vốn 500.000 | 192.772 |
| **Tổng** | | **500.000** |

Nếu nhìn thấy khoảng cách tách biệt giữa giá cả và giá trị nội tại của một doanh nghiệp nhất định và khoảng cách đó nghiêng về lợi thế của chúng ta thì ta có thể hành động và mua doanh nghiệp đó. Lấy ví dụ về một doanh nghiệp bán lẻ nổi tiếng, Bed Bath và Beyond (BBBY). Tôi phải thừa nhận mình chưa bao giờ phân tích BBBY. Trong nhiều năm qua, tôi đến cửa hàng của nó vài lần, và có trải nghiệm thú vị.

Khi tôi viết cuốn sách này, BBBY có giá niêm yết là 36 đô la một cổ phiếu và vốn hóa thị trường đạt 10,7 tỷ đô la. Chúng ta

biết BBBY đang chào bán với giá 10,7 tỷ đô la. Giá trị nội tại của BBBY là bao nhiêu?

Hãy cùng xem một vài số liệu thống kê của BBBY trên Yahoo Finance. Thu nhập ròng của BBBY đạt 505 triệu đô la trong năm, tính đến/ kết thúc vào ngày 28 tháng Hai năm 2005. Chi phí vốn (capex) trong năm là 191 triệu đô la và khấu hao là 99 triệu đô la. Dòng tiền tự do ròng nhẩm tính (back of envelope) vào khoảng 413 triệu đô la (505-191+99=413).

Dường như BBBY đạt mức tăng trưởng doanh thu từ 15% đến 20% và thu nhập ròng từ 25% đến 30% một năm. Chi phí vốn cũng có vẻ đẩy mạnh trong năm 2005. Giả sử dòng tiền tự do tăng trưởng 30%/năm trong ba năm tiếp theo; sau đó tăng 15%/năm trong ba năm kế tiếp, và trở về sau là 10%/năm. Thêm vào đó, giả sử người ta bán doanh nghiệp vào cuối năm với giá bán gấp 10 đến 15 lần dòng tiền tự do cộng với phần vốn thặng dư hiện hữu (excess capital) của doanh nghiệp. Lúc này BBBY có khoảng 850 triệu đô la tiền mặt (xem Bảng 7.3).

**Bảng 7.3 Phân tích Dòng tiền chiết khấu (DCF) tích cực của Bed Bath and Beyound**

| Năm | Tăng trưởng của dòng tiền tự do (%/năm) | Dòng tiền tự do (triệu đô la) | Giá trị hiện tại (triệu đô la) của Dòng tiền tương lai |
|---|---|---|---|
| Tiền thặng dư hiện hữu | | | 850 |
| 2006 | 30 | 537 | 488 |
| 2007 | 30 | 698 | 577 |
| 2008 | 30 | 907 | 682 |
| 2009 | 15 | 1043 | 713 |
| 2010 | 15 | 1200 | 745 |
| 2011 | 15 | 1380 | 779 |
| 2012 | 10 | 1518 | 779 |
| 2013 | 10 | 1670 | 779 |
| 2014 | 10 | 1837 | 779 |
| 2015 | | 2020 | 857 |
| 2015 | | Giá bán 30.306 | 11.684 |
| **Tổng** | | | **19.712** |

Do đó, giá trị nội tại của BBBY đạt khoảng 19,7 tỷ đô la, và có thể được mua ở giá 10,7 tỷ đô la. Tôi muốn nói đó là một số tiền khá hấp dẫn, nhưng nhìn vào các giả định của tôi - dường như chúng khá tích cực. Tôi giả định không có trục trặc trong quá trình thực thi, không có thay đổi hành vi người tiêu dùng và

khả năng tăng trưởng doanh thu lẫn dòng tiền tỏ ra khá đột phá trong những năm qua. Điều gì sẽ xảy ra nếu chúng ta đưa ra một số giả định thận trọng hơn? Chúng ta có thể điều chỉnh các con số với bất kỳ giả định nào. Công ty chưa công bố số liệu trong năm vì ngày kết thúc rơi vào ngày 28 tháng Hai năm 2006, nhưng chúng ta có dữ liệu trong 9 tháng (tính đến tháng Mười Một năm 2005). Chúng ta có thể so sánh dữ liệu tháng Mười Một năm 2005 với dữ liệu tháng Mười Một năm 2004. Doanh thu 9 tháng tăng từ 3,7 tỷ đô la đến 4,1 tỷ đô la từ tháng Mười Một năm 2004 đến tháng Mười Một năm 2005. Và thu nhập tăng từ 324 triệu đô la lên 375 triệu đô la. Dường như doanh thu tăng 10%/năm và lợi nhuận tăng khoảng 15% đến 16%/năm. Nếu chúng ta giả định tỷ suất tăng trưởng lợi nhuận giảm đi 10%/năm từ 15%/năm xuống còn 5%/năm và giá bán cuối cùng của doanh nghiệp bằng 10 lần dòng tiền tự do năm 2015, thì giá trị nội tại của BBBY sẽ thể hiện như Bảng 7.4.

**Bảng 7.4 Phân tích Dòng tiền chiết khấu (DCF) thận trọng của Bed Bath and Beyound**

| Năm | Tăng trưởng của dòng tiền tự do (%/năm) | Dòng tiền tự do (triệu đô la) | Giá trị hiện tại (triệu đô la) của Dòng tiền tương lai |
|---|---|---|---|
| Tiền thặng dư hiện hữu | | | 850 |
| 2006 | 15 | 475 | 432 |
| 2007 | 14 | 541 | 447 |
| 2008 | 13 | 612 | 460 |
| 2009 | 12 | 685 | 468 |
| 2010 | 11 | 761 | 472 |
| 2011 | 10 | 837 | 472 |
| 2012 | 9 | 912 | 468 |
| 2013 | 8 | 985 | 459 |
| 2014 | 7 | 1054 | 447 |
| 2015 | 6 | 1117 | 431 |
| 2015 | | Giá mua 11.170 | 4.307 |
| **Tổng** | | | **9.713** |

Bây giờ chúng ta lại có được giá trị nội tại đạt 9,7 tỷ đô la. Vốn hóa thị trường hiện tại của BBBY là 10,7 tỷ đô la. Nếu chúng ta thực hiện đầu tư, rồi chúng ta sẽ đạt lợi nhuận hàng năm dưới 10%. Nếu chúng ta có khoản đầu tư thay thế rủi ro thấp với lợi

nhuận kỳ vọng 10%, thì BBBY không còn là khoản đầu tư hứa hẹn nữa. Vậy giá trị nội tại thực sự của BBBY là gì? Dự đoán tốt nhất của tôi là nó nằm đâu đó trong khoảng 8 đến 18 tỷ đô la. Và trong các tính toán này, tôi giả định không có sự pha loãng cổ phiếu thông qua phát hành cổ phiếu thưởng cho nhân viên, điều này có thể cắt giảm giá trị nội tại.

Pha loãng cổ phiếu là việc phát hành thứ cấp thêm cổ phiếu phổ thông của một công ty cổ phần dưới nhiều hình thức khác nhau theo quy định của pháp luật.

*Các hình thức phát hành thứ cấp của pha loãng cổ phiếu như sau:*

*+ Chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu*

*+ Cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu thưởng*

*+ Phát hành thêm cổ phiếu*

*- Pha loãng cổ phiếu sẽ làm cho:*

*+ Thu nhập trên đầu cổ phiếu giảm xuống do số lượng cổ phiếu tăng lên;*

*+ Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của các cổ đông hiện hữu bị thay đổi (số phần trăm sở hữu hay quyền bỏ phiếu của các cổ đông hiện hữu giảm xuống);*

*+ Giá trị đơn vị cổ phiếu bị tăng lên hoặc giảm xuống căn cứ vào giá phát hành đợt cổ phiếu mới.*

*Các ảnh hưởng này không phải bao giờ cũng xảy ra đồng thời và không liên hệ trực tiếp với nhau.*

*Ví dụ: Soros nắm giữ 1000 cổ phiếu tức sở hữu 100% Soros Fund, giá trị 100 đô la/cổ phiếu. Nay Soros Fund quyết định phát hành thêm 1000 cổ phiếu và bán cho Buffett. Như vậy hai ông Soros và Buffett mỗi người sẽ sở hữu 50% công ty Soros Fund. Nếu Ông Buffett mua cp với*

*giá 150 đô la/cổ phiếu thì giá trị cổ phiếu này sau khi bị pha loãng sẽ là 125 đô la/cổ phiếu ((1000*100 + 1000*150)/2000). Nếu Buffett mua cổ phiếu với giá 50 đô la/cổ phiếu thì giá cổ phiếu này sau khi bị pha loãng sẽ là 75 đô la/cổ phiếu ((1000*100 + 1000*50)/2000) - Chú thích của người dịch. Nguồn: Wiki.*

Với giá niêm yết hiện tại khoảng 11 tỷ đô la và phạm vi giá trị nội tại trải từ 8 đến 18 tỷ đô la, tôi không đặc biệt hào hứng với khoản đầu tư này. Không nhiều triển vọng cho khả năng lợi nhuận đạt trên 10%/năm. Với tôi, bỏ qua vẫn hơn.

Chúng ta đang lạc hướng. Mục đích của bài tập này không nhằm tính toán để quyết định nên đầu tư vào cổ phiếu BBBY hay không. Việc này đơn thuần nhằm chứng minh cho việc dù định nghĩa giá trị nội tại của John Burr Williams rất đơn giản, thì tính toán giá trị nội tại của một doanh nghiệp nhất định có lẽ không đơn giản đến vậy. Tôi nghĩ BBBY là một doanh nghiệp khá dễ hiểu, công nghệ thấp và mô hình kinh doanh đơn giản. Ngay cả với sự đơn giản của nó, chúng ta vẫn phải đưa quyết định dựa trên một phạm vi giá trị nội tại.

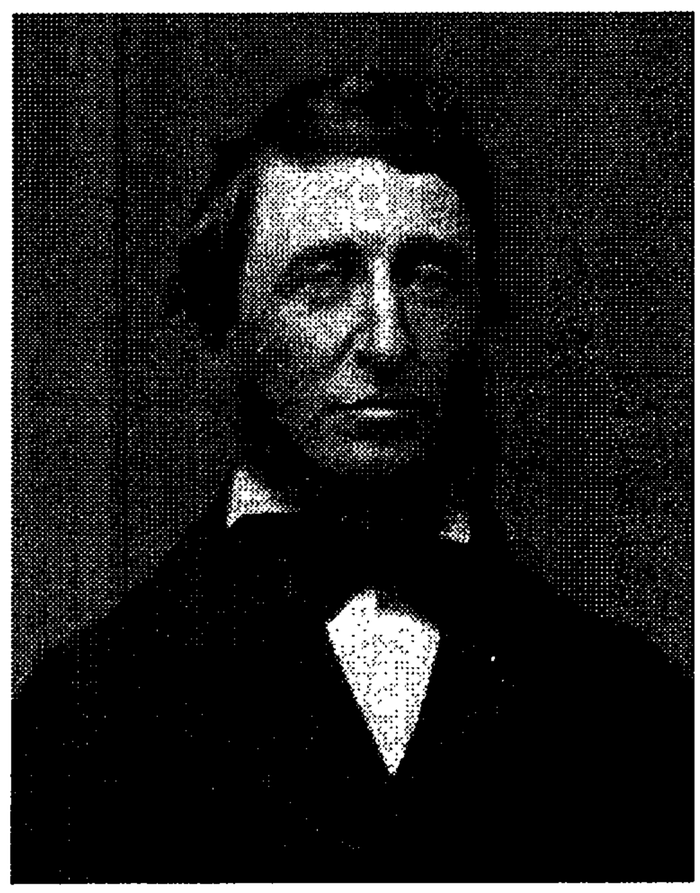
Nếu chúng ta nghiên cứu một doanh nghiệp như Google, câu chuyện bắt đầu phức tạp hẳn. Google trải qua tăng trưởng ngoạn mục về doanh thu và dòng tiền trong vài năm qua. Khi chúng ta ngoại suy bằng cách ước tính giá trị tương lai dựa vào giá trị quá khứ, doanh nghiệp sẽ giao dịch ở mức chiết khấu lớn so với giá trị nội tại cơ sở của nó. Trong khi chúng ta giả định không chỉ tốc độ tăng trưởng của nó có thể giảm đi, mà sự độc quyền mảng kinh doanh lõi là tìm kiếm có thể bị thách thức bởi Microsoft, Yahoo và một số tay mới nổi thì bức tranh sẽ thay đổi. Trong kịch bản

đó, định giá hiện tại của Google có thể cao hơn gấp nhiều lần giá trị nội tại cơ sở của nó.

Phương pháp Dhandho đối phó với vấn đề tiến thoái lưỡng nan này vô cùng đơn giản: chỉ đầu tư vào các doanh nghiệp đơn giản - sao cho những giả định thận trọng về dòng tiền tương lai dễ phán đoán. Doanh nghiệp nào mới là đơn giản? Vâng, đơn giản nằm trong mắt người nhìn.

Papa Patel mua một doanh nghiệp rất dễ hiểu. Nhà nghỉ có bề dày lịch sử về doanh thu, dòng tiền và lợi nhuận, đó là đầu vào cho quá trình phân tích. Từ dữ liệu đó, không quá khó để có được phạm vi gần đúng của dòng tiền ước tính mà nhà nghỉ có khả năng tạo ra trong tương lai. Papa Patel cũng kiểm soát tốt chi phí tu sửa và chi phí vốn có khả năng cao sẽ được yêu cầu trong tương lai dựa trên dữ liệu lịch sử và điều kiện của tài sản.

Đơn giản làm nên kết cấu đầy sức mạnh. Henry Thoreau nhận ra điều này khi ông đúc kết, "Cuộc sống của chúng ta bị phung phí bởi tiểu tiết... cứ đơn giản hóa, đơn giản hóa." Einstein cũng nhận ra sức mạnh của sự đơn giản, và nó là chìa khóa cho những đột phá của ông trong vật lý. Ông cho rằng năm cấp độ tăng dần của thông minh là "nhanh trí (smart), sáng dạ (Intelligent), lỗi lạc (brilliant), thiên tài, đơn giản." Đối với Einstein, sự đơn giản là đỉnh cao trí tuệ. Mọi thứ về phong cách đầu tư của Warren Buffett đều đơn giản. Những nhà tư tưởng xuất chúng như Einstein và Buffett là người gắn chặt với sự đơn giản. Trí thông minh thiên tài đằng sau công thức Emc2 là sự đơn giản và tao nhã.



*Henry David Thoreau (1817-1862) là nhà văn, nhà thơ, nhà tự nhiên học, nhà sử học, nhà triết học, nhà địa hình học mẫu mực người Mỹ. Ông được nhiều người biết đến qua tác phẩm nổi tiếng Walden, trong đó ông đề cập đến việc bản thân đã từng sống một cuộc sống đơn giản và gần gũi với thiên nhiên - Chú thích của người dịch. Nguồn: Wiki.*

Mọi thứ về Dhandho đều đơn giản, và trong đơn giản chứa sức mạnh của nó. Đọc đến Chương 15, bạn sẽ thấy cuộc chiến tâm lý với bộ não sẽ thực sự bùng cháy sau khi ta mua một cổ phiếu. Vũ khí lợi hại nhất chống lại lực lượng mạnh mẽ này trong kho vũ khí của bạn là mua những doanh nghiệp vô cùng đơn giản với các luận điểm đơn giản về lý do tại sao bạn có thể kiếm được nhiều tiền mà không bị thua lỗ nhiều. Tôi luôn viết ra giấy các luận điểm. Nếu dài hơn một đoạn ngắn thì đó là vấn đề cơ bản. Còn nếu đòi hỏi tôi trình bày trên Excel thì đó là ngọn cờ đỏ to tướng báo hiệu tôi nên bỏ qua thôi. ●

# CHƯƠNG 08

# DHANDHO 201: ĐẦU TƯ VÀO CÁC DOANH NGHIỆP RỆU RÃ TRONG NGÀNH CÔNG NGHIỆP RỆU RÃ

CÁC NHÀ LÝ THUYẾT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ (EMTs - Efficient market theorists) bảo chúng ta rằng tất cả các thông tin về một doanh nghiệp đại chúng đều phản ánh vào giá cổ phiếu của nó. Do đó, họ tuyên bố những ai trở thành nhà phân tích chứng khoán và lần mò giá trị nội tại của một doanh nghiệp nhất định sẽ không kiếm được bao nhiêu. Và với chi phí giao dịch đổ vào, EMTs tin rằng lựa chọn cổ phiếu không chỉ là trò chơi có tổng bằng không, mà còn là trò chơi có tổng âm. Dưới đây là những phản hồi từ Buffett:

*Tôi muốn làm kẻ lang thang trên đường phố với cái lon thiếc nếu thị trường luôn hiệu quả.*

*Nếu mọi người tin vào hiệu quả, thì đầu tư vào một thị trường cũng giống như chơi bài bridge với người bảo rằng nhìn bài có ích chi.*

*Tôi mừng khi nghe hàng chục ngàn sinh viên tốt nghiệp các trường kinh doanh được dạy rằng EMT không còn hiệu quả nữa. Các lớp học tài chính hiện tại có thể giúp bạn đạt tới mức trung bình.*

*-Warren Buffett*

Từ vạch xuất phát, sau 56 năm đầu tư, Buffett sở hữu khối tài sản trị giá hơn 40 tỷ đô la ngày hôm nay (tức thời điểm xuất bản quyển sách này, năm 2007). Tuy nhiên, tôi gần như đồng

tình với EMTs. Trong hầu hết các trường hợp, giá cổ phiếu phản ánh các nguyên tắc cơ bản cơ sở (underlying fundamentals). Cố tìm ra chênh lệch giữa giá và giá trị nội tại cơ sở, đối với hầu hết các doanh nghiệp, thường là công đoạn lãng phí thời gian. Thị trường gần như hiệu quả. Tuy nhiên, có một sự khác biệt rất lớn giữa hầu như hiệu quả và hoàn toàn hiệu quả. Chính khoảng cách quan trọng này khiến Buffett không phải kẻ lang thang nơi góc phố.

Thư Buffett gửi cho cổ đông của Berkshire Hathaway vào năm 1988 có một phần tuyệt vời về EMTs. Tôi chân tình khuyên bạn nên đọc nó. Tất cả các lá thư gửi cổ đông đều lưu trữ trên trang web của Berkshire Hathaway và chúng là cả một kho tàng trí tuệ. Buffett nêu quan điểm về EMTs:

*Quan sát thấy thị trường thường xuyên diễn biến hiệu quả, [các nhà học thuật hàn lâm và chuyên gia phố Wall] đi đến kết luận không chính xác rằng nó luôn hiệu quả. Sự khác biệt giữa các mệnh đề này giống như sự khác biệt giữa đêm và ngày.*

*-Warren Buffett*

**Xem thêm Thư gửi cổ đông của Berkshire Hathaway vào năm 1988:** http://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html

Thị trường không hoàn toàn hiệu quả vì con người kiểm soát cơ chế định giá dựa vào đấu giá. Con người dao động giữa trạng thái sợ hãi cực độ và tham lam cực độ. Khi cả nhóm người sợ hãi cực độ, việc định giá tài sản cơ sở có xu hướng giảm xuống dưới mức giá trị nội tại; còn tham lam cực độ có xu hướng dẫn đến giá cả tăng nhiệt.

Nếu chủ doanh nghiệp lâm vào trạng thái bi quan và sợ hãi về tương lai doanh nghiệp của mình và ra quyết định bán, thì thời gian bán có thể kéo dài vài tháng. Trong lúc này, tình huống gây hoảng loạn có thể dịu đi hoặc, nhiều khả năng, suy nghĩ hợp lý dần dần giành lại thế đứng theo thời gian. Còn đối với thị trường chứng khoán, một nhà đầu tư cá nhân trong lối tư duy bi quan dường như gỡ bỏ toàn bộ vị thế của mình trong vài phút. Do đó, giá cổ phiếu biến động mạnh so với giá trị nội tại của cổ phiếu. Tác động của tâm lý con người đến tỷ lệ mua và bán của các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán lớn hơn nhiều so với mua và bán toàn bộ doanh nghiệp.

Ngài Thị Trường là một nhân vật do Benjamin Graham sáng tạo ra, Ngài sống trong thị trường chứng khoán, có tính cách cực kỳ hiếu động và hay thay đổi. Ông bán và mua phân mảnh của vài nghìn doanh nghiệp trong mỗi vài giây (cổ phiếu thường). Mức giá Ngài Thị Trường mua hoặc bán không dựa trên giá trị nội tại của doanh nghiệp cơ sở mà được xác định bởi cảm xúc của ông ấy. Những thay đổi trong cảm xúc của ông ngay lập tức dẫn đến thay đổi giá cả.

Hướng tiếp cận cá cược đua ngựa của Ngài Thị Trường đối với định giá không khác biệt nhiều hơn so với cách thức xác định

giá bán toàn bộ doanh nghiệp. Với diễn biến giao dịch liên tục của hàng nghìn chứng khoán, thỉnh thoảng một vài cổ phiếu có thể bị hung tin tấn công. Điều này đôi khi dẫn đến sợ hãi cực độ và tình trạng bán tháo cổ phiếu. Nhưng khi bạn bán cổ phiếu, buộc phải có người mua ở đầu kia. Người mua cũng xem xét tin xấu tương tự như bạn. Cách duy nhất thúc bán những cổ phiếu như vậy là bán ra ở mức giá giảm sâu.

Papa Patel, Manilal và Mittal đều xây dựng khối tài sản của mình bằng việc mua các doanh nghiệp gặp khó khăn. Họ thực hiện điều đó chủ yếu vào lúc toàn bộ ngành bị chấn thương nghiêm trọng - lĩnh vực nhà nghỉ ngay sau sự kiện 11/9 hay ngành thép phá sản vào thập niên 1980 và 1990. Lợi thế trên cơ của chúng ta là có sân chơi rộng lớn hơn nhiều; hàng nghìn cổ phiếu có giá cả rung lắc cả ngày. Tất cả những gì chúng ta cần làm là trước hết phải thu hẹp thế giới các ứng viên doanh nghiệp sao cho chỉ còn những doanh nghiệp chúng ta thấu hiểu và đang trong tình trạng rệu rã.

Làm thế nào để chúng ta có được danh sách các doanh nghiệp hoặc lĩnh vực gặp khó khăn? Có nhiều cách, nhưng dưới đây là sáu bước bắt đầu:

1. Khi bạn đọc các tiêu đề kinh doanh trên các trang thông tin hằng ngày, bạn sẽ tìm thấy hàng tá câu chuyện về doanh nghiệp đại chúng. Rất nhiều đoạn tin tức phản ánh thông tin tiêu cực về một doanh nghiệp hay một ngành nhất định. Ví dụ, cổ phiếu của Tyco sụp giá khi vụ bê bối Dennis Kozlowski nằm chễm chệ trên mặt báo. Án tù của Martha Stewart đã đánh gục cổ phiếu đó *(Năm 2003, Martha Stewart bị cáo buộc tội lạm dụng thông tin bí mật nội*

*bộ để bán tháo cổ phiếu chứng khoán Công ty Nghiên cứu dược phẩm Imclone - chú thích của người dịch).* Gần đây hơn, những cuộc phiêu lưu của Spitzer với H&R Block dẫn tới giá cổ phiếu sụt giảm đáng kể *(Năm 2006, tổng chưởng lý thành phố New York Eliot Spitzer đã kiện công ty tư vấn thuế H&R Block vì hành vi gian lận kinh doanh - chú thích của người dịch).* Đây toàn là những câu chuyện giật gân trên tít báo.

2. Value Line xuất bản báo cáo tóm lược hàng tuần về những cổ phiếu mất đi giá trị nhiều nhất trong vòng 13 tuần. Đó là một chỉ số tuyệt vời khác của các doanh nghiệp gặp khó khăn. Danh sách 40 cổ phiếu này thường cho thấy mức giảm giá từ 20% đến 70% trong thời gian đó. Những cổ phiếu giảm mạnh nhất có thể là cổ phiếu suy yếu nhất. Value Line cũng có một tổng hợp mỗi tuần về các cổ phiếu với tỷ lệ giá trên thu nhập thấp nhất (P/E), chiết khấu trên giá trị sổ sách sâu nhất, cổ tức cao nhất,... Không phải tất cả những doanh nghiệp này đều đang gặp khó khăn, nhưng nếu một doanh nghiệp đang giao dịch có mức P/E bằng 3 thì rất đáng dành thời gian xem xét kỹ hơn.

3. Một nhà xuất bản tên là Portfolio Reports (www.portfolioreports.com) xuất bản hàng tháng, liệt kê 10 mã cổ phiếu mới nhất trong danh mục đầu tư của 80 nhà quản lý giá trị hàng đầu. Công ty đã thu thập thông tin từ các hồ sơ khác nhau của nhà đầu tư tổ chức theo yêu cầu của pháp luật. Portfolio Reports đưa ra danh sách mô thức mua của những ngôi sao sáng như Seth Klarman của Baupost, Lou Simpson của GEICO, Marty Whitman của Third Avenue, Peter Cundill của Cundill Group,

Bruce Sherman của Private Capital Management và Warren Buffett. Các nhà quản lý trên không tập trung 100% vào các tình huống khó khăn, mà tập trung vào giá trị. Các tình huống khó khăn là tập hợp con của đầu tư giá trị, do đó một số khoản đầu tư của họ rơi vào hạng mục doanh nghiệp rệu rã.

4. Nếu bạn không muốn trả phí cho bản báo cáo danh mục định kỳ. Nếu bạn muốn tránh phí đọc định kỳ cho Portfolio Reports, thì có thể tự tìm và tổng hợp dữ liệu trực tiếp tại hồ sơ công khai (ví dụ, Form 13-F của SEC) - bắt buộc đối với các nhà đầu tư tổ chức. Bạn có thể truy cập trên hệ thống EDGAR (http://pro.edgar-online.com). Ngoài ra, www.nasdaq.com cung cấp nhiều dữ liệu ở dạng rút gọn. Để lấy được dữ liệu, trên trang chính của Nasdaq.com, bạn nhập bất kỳ biểu tượng một mã cổ phiếu nào bạn nghĩ một trong những ngôi sao đầu tư giá trị nắm giữ. Tôi biết Marty Whitman của Third Avenue sở hữu Tejon Ranch (TRC) trong nhiều năm, do đó tôi nhập TRC và nhấp vào "InfoQuotes", sau đó nhấp vào "Holdings /Insiders", rồi nhấp vào "Total Number of Holders". Giờ thì nhấp vào "Third Avenue Management", và bạn sẽ gần như có được danh sách mọi thứ Third Avenue sở hữu trong chứng khoán Mỹ. Bạn có thể tìm kiếm trên bằng Google tên mã chứng khoán mà bạn cần. Ví dụ: nếu tôi nhập "Longleaf 13F" vào trường tìm kiếm của Google, tôi sẽ có những liên kết đến nhiều bên nắm giữ nó. Tôi có thể sử dụng bất kỳ mã nào trên Nasdaq.com để xem gần như toàn bộ các tổ chức đang nắm giữ cổ phần của nó tại Mỹ.

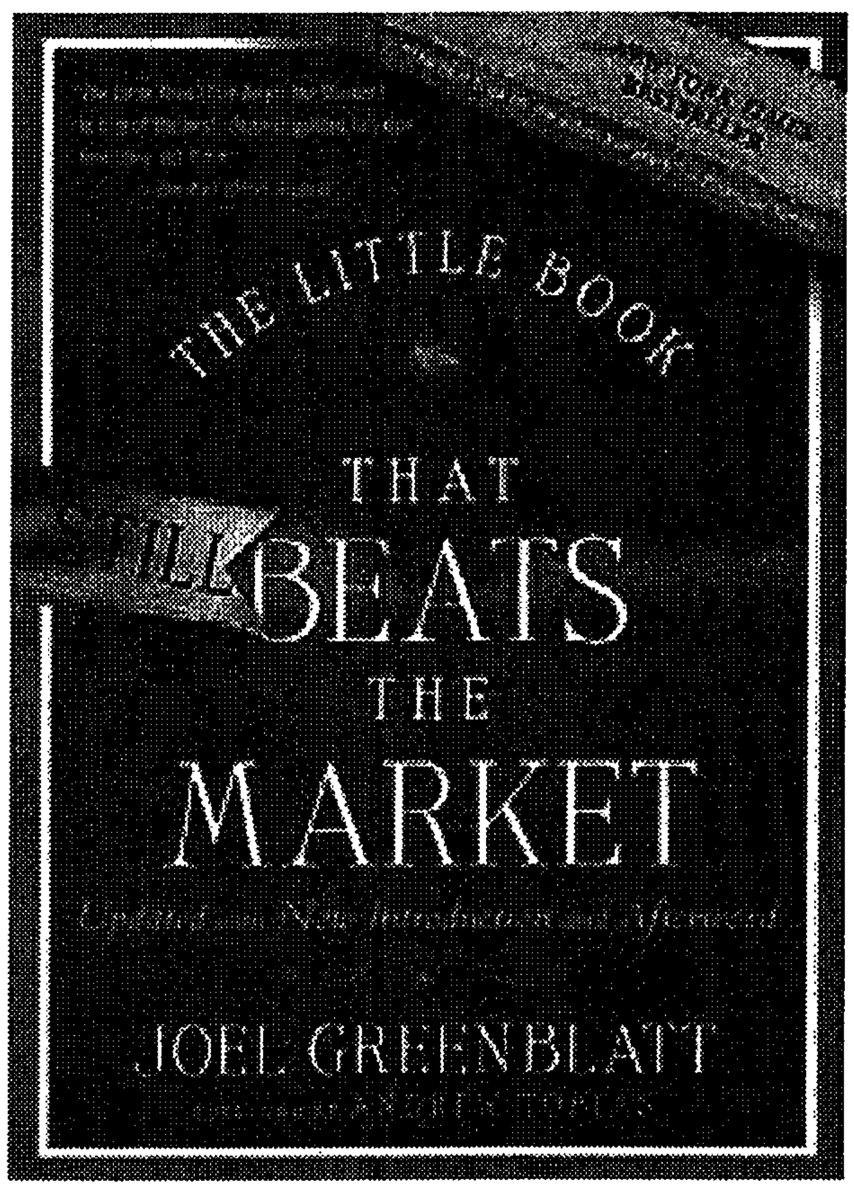
**Truy cập vào hệ thống EDGAR tại:**
http://pro.edgar-online.com/

5. Hãy tra cứu Câu lạc bộ các nhà đầu tư giá trị Value Investors Club (VIC; www.valueinvestorsclub.com). Đây là một trang web tuyệt vời do Joel Greenblatt của Gotham Capital thành lập và quản lý. Greenblatt có lẽ là người có thành tích được kiểm toán tốt nhất trong số những nhà đầu tư không dùng đòn bẩy trên hành tinh suốt 20 năm qua với tỷ suất lợi nhuận kép hàng năm đạt 40%. Chúng ta sẽ nghiên cứu kỹ hơn về Greenblatt và cách tiếp cận Dhandho của ông trong cuốn sách này. Value Investors Club có khoảng 250 thành viên - mỗi người trong số họ phải trình bày ý tưởng đầu tư được công nhận trước khi trở thành thành viên. Các thành viên này phải gửi ít nhất hai ý tưởng mỗi năm. Chất lượng của những ý tưởng này được đánh giá bởi những thành viên của câu lạc bộ. Nếu một thành viên trình bày những ý tưởng kém chất lượng, ông hoặc bà ta có thể vụt mất đặc quyền hội viên. Hàng tuần, ý tưởng hay nhất (do ban giám đốc VIC đánh giá) nhận được 5.000 đô la. Lợi ích chủ yếu của hội viên là khả năng cập nhật ý tưởng trong thời gian thực. Tuy nhiên, nếu là khách ghé thăm website, bạn có thể cập nhật cùng

một nội dung nhưng chậm hơn 2 tháng. Rất đáng cân nhắc để tìm kiếm các doanh nghiệp khó khăn thông qua VIC. Bắt đầu với những ý tưởng được đánh giá cao nhất và tra soát dần xuống.

**Xem thêm về nhà đầu tư Joel Greenblatt:**
http://happy.live/tag/joel-greenblatt/

6. Cuối cùng nhưng chắc chắn không kém phần quan trọng, xin vui lòng đọc The Little Book That Beats the Market của Joel Greenblatt. Sau khi đọc cuốn sách, hãy truy cập www.magicformulainvesting.com. Giống như Portfolio Reports hay VIC, không phải tất cả các cổ phiếu trên trang web Magic Formula đều gặp trục trặc, nhưng con số trung bình là đáng kể. Chúng ta sẽ tiếp tục nghiên cứu kỹ hơn về Magic Formula sau.




▶ *Cuốn sách The Little Book That Beats the Market của Joel Greenblatt @Internet*

Bằng nguồn tài nguyên này, hiện nay có hàng tá ứng viên doanh nghiệp rệu rã cần nghiên cứu. Làm thế nào ta có thể dang tay ôm trọn toàn bộ? Vâng, chúng ta không thể rồi. Chúng ta bắt đầu bằng cách loại bỏ tất cả các doanh nghiệp không đơn giản hoặc nằm ngoài vòng tròn năng lực của chúng ta. Những gì còn lại là số ít các doanh nghiệp đơn giản và được thấu hiểu đang trong cơn rệu rã. Bây giờ chúng ta đã sẵn sàng áp dụng phần còn lại của khuôn khổ Dhandho cho nhóm được lựa chọn này. ●

# CHƯƠNG 09

## DHANDHO 202: ĐẦU TƯ VÀO CÁC DOANH NGHIỆP VỚI CON HÀO KINH TẾ BỀN VỮNG

NHƯ CHÚNG TA NHÌN THẤY TRONG CÁC VÍ DỤ GIAO DỊCH chênh lệch (arbitrage) của cửa tiệm làm tóc, ban đầu thợ cắt tóc của chúng ta là bá chủ duy nhất trong thị trấn. Do đó anh ta có thể tính phí cắt tóc cao hơn các thợ làm tóc ở những thị trấn lân cận và kiếm được hàng đống tiền. Chủ nghĩa tư bản thúc đẩy bằng lòng tham, và khi thợ cắt tóc ở các thị trấn khác đánh hơi được những cơ hội tuyệt vời ở Thị trấn C, họ ồ ạt mở cửa tiệm cắt tóc. Theo thời gian, giá cắt tóc ở Thị trấn C không khác biệt so với Thị trấn A hay Thị trấn B.

Các nhà đầu tư săn lùng cơ hội tài trợ vốn với tham vọng tìm được lợi nhuận khổng lồ. Cay đắng thay, trong quá trình mưu cầu đó, họ thường hủy diệt tất cả các khoản lợi nhuận kếch xù. Tuy nhiên, đôi khi một doanh nghiệp với thế mạnh bí truyền xuất hiện và đem lại lợi nhuận bền vững. Lấy ví dụ về một trong những nhà hàng yêu thích của tôi là Chipotle. Bất cứ khi nào tôi đến đây cũng thường bắt gặp cả hàng khách kéo dài ra tới cửa. Dù thực tế người ta xếp hàng rất đông và tôi thì sống ở miền Nam California với hàng tá lựa chọn cho món ăn Mexico, tôi vẫn trung thành với Chipotle. Tại sao? Một phần là nguyên liệu tươi ngon, chất lượng cao, phần do hương vị hấp dẫn, phần ở không gian, và một phần bởi khả năng tự quyết chính xác nguyên liệu

nào và số lượng nhiều hay ít như ý muốn.

Tất cả ông chủ nhà hàng Mexico và thức ăn nhanh khác trong thị trấn đều nhận diện rõ cơn sốt Chipotle. Họ ghét điều này và muốn làm gì đó, nhưng không thể hoặc không hề dễ dàng. Sao chép Chipotle hẳn là một cuộc chiến đầy cam go. Tôi chắc rằng nhiều người sẽ thử sức rồi cuối cùng một thiểu số nào đó có thể thành công, nhưng đồng thời Chipotle có thể sẽ tiếp tục phát triển lớn mạnh trong nhiều năm. Càng nhiều người chơi nhảy vào thị trường, họ càng có thể cướp khách hàng khỏi tay các nhà hàng khác hơn so với Chipotle.

Từ khởi đầu chỉ mới 13 năm về trước, bây giờ Chipotle đã mở nhà hàng thứ 500. Nó có thể dễ dàng phát triển gấp 10 lần hoặc hơn thế nữa từ vùng phủ sóng hiện tại, chưa kể đến triển vọng to lớn ở nước ngoài. Chipotle có một con hào kinh tế bền vững. Con hào bền vững này lôi kéo những khách hàng như tôi tiếp tục đến đó cho dù có chờ đợi mỏi mòn. Con hào này cho phép Chipotle khả năng kiếm được siêu lợi nhuận. Dự đoán tốt nhất có thể của tôi là khối lợi nhuận này sẽ lâu bền - ít nhất trong thập kỷ tiếp theo hoặc xa hơn.

Những doanh nghiệp với con hào sâu vây quanh chúng ta: American Express, Coca-Cola, H&R Block, Citigroup, BMW, Harley-Davidson, WD-40, thương hiệu Oreo của Nabisco - danh sách này kéo dài vô tận. Và cả những doanh nghiệp với con hào nông hoặc không tồn tại vây quanh chúng ta: Delta Airlines, General Motors, Cooper Tires, Encyclopedia Britannica, Gateway Computers,...

**Xem thêm Câu chuyện thành công của Chipotle và nỗi đau của McDonald's:** http://happy.live/cau-chuyen-thanh-cong-cua-chipotle-va-noi-dau-cua-mcdonalds/

Đôi khi con hào sẽ bị ẩn khuất. Hãy nhìn vào Tesoro Corporation. Nó kinh doanh trong lĩnh vực lọc dầu - một loại hàng hóa thông thường (commodity). Tesoro không kiểm soát được giá nguyên liệu đầu vào chính yếu của mình là dầu thô. Nó không kiểm soát được sản phẩm hoàn thiện chính là xăng. Tuy nhiên, nó có một con hào an toàn. Các nhà máy lọc dầu của Tesoro chủ yếu nằm ở Bờ Tây và Hawaii. Lọc dầu ở bờ Tây là lĩnh vực kinh doanh béo bở với con hào vây quanh. Ở thời điểm đó, chưa có nhà máy lọc dầu nào xây dựng ở Mỹ trong suốt 20 năm. Trong giai đoạn này, số lượng nhà máy lọc dầu giảm từ 220 xuống còn 150, trong khi nhu cầu dầu mỏ tăng lên khoảng 2% mỗi năm. Nhà máy lọc dầu ở Mỹ trung bình hoạt động trên 90% công suất. Bất cứ lúc nào nhu cầu gia tăng đột biến, biên lợi nhuận của doanh nghiệp lọc dầu lại gia tăng vì không đủ năng suất.

Các nhà máy lọc dầu ở Bờ Tây cũng có con hào bảo đảm vì các quy định từ Cơ quan Bảo vệ Môi sinh của bang ở California

và Hawaii rất nghiêm ngặt và đòi hỏi các công thức hiếm. Lọc dầu ở Bờ Tây và Hawaii mang lại biên lợi nhuận cao hơn phần còn lại của cả nước. Một nhà máy lọc dầu ở Texas không thể dễ dàng phục vụ thị trường California. Nhà máy lọc dầu ở California thường phục vụ thị trường California, có nghĩa rằng khi Tesoro sở hữu nhà máy lọc dầu ở California, nó đã nắm trọn một thị trường gần như cố định. Trong cơn đổ bộ của hàng nghìn doanh nghiệp, nhiều con hào gần như bị ẩn khuất hoặc chỉ giới hạn trong tầm nhìn eo hẹp. Do đó phải đào sâu thông tin mới nhìn ra con hào kinh tế.

Làm sao chúng ta biết được khi nào doanh nghiệp có con hào ẩn khuất và con hào đó là gì? Câu trả lời thường hiện ra qua việc xem xét các báo cáo tài chính. Doanh nghiệp mạnh với con hào vây quanh tất đem lại tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư cao, cũng như trường hợp người thợ cắt tóc của chúng ta. Bảng cân đối kế toán cho chúng ta biết số vốn triển khai trong kinh doanh. Báo cáo thu nhập và dòng tiền cho chúng ta biết họ kiếm được bao nhiêu lợi nhuận từ vốn đầu tư. Vì vậy, nếu một nhà hàng Chipotle có chi phí mở cửa là 700.000 đô la và nó tạo ra 250.000 đô la dòng tiền tự do một năm, thì đó quả là hoạt động kinh doanh ngon lành. Cứ mỗi ba năm Chipotle có thể lấy dòng tiền đó để mở thêm một cửa hàng Chipotle khác. Khi thương hiệu bắt đầu nhượng quyền thương mại, lợi nhuận trên vốn đầu tư sẽ tăng tốc theo hàm mũ.

Trong suốt những niên đại lịch sử, các vị vua tìm cách xây dựng lâu đài, thành lũy vững chắc với con hào ngày một sâu hơn và mở rộng ra. Đồng thời, quân xâm lược tấn công triền miên và

không ngừng cải tiến vũ khí, kỹ thuật, và quân đội hòng chiếm lĩnh chiến lợi phẩm là lâu đài kia. Dường như một quy luật tự nhiên đã định sẵn, cho dù ta có xây đắp và phòng vệ lâu đài, dù con hào sâu và rộng bao nhiêu, dù có cá mập hay cá dữ đầy ắp trong con hào đó, thì cuối cùng nó cũng sẽ rơi vào tay quân xâm lược. Trong suốt những niên đại lịch sử, mọi nền văn minh và vương quốc vĩ đại rồi cũng tới buổi suy tàn.

Các doanh nghiệp đề cập phía trên, như Delta, Gateway, General Motors, dù có con hào kinh tế hẹp hoặc không có đi nữa, thì tất cả đều có một thời sở hữu những con hào hoành tráng. Chúng bị xói mòn theo thời gian, tựa như những lâu đài được bảo vệ kiên cố nhất cuối cùng cũng rơi vào tay địch. Đây là trích dẫn của Charlie Munger về điều này:

*Trong số 50 cổ phiếu quan trọng nhất trên NYSE vào năm 1911, hôm nay chỉ còn một công ty vẫn hoạt động, General Electric...*

*Đó là sức mạnh của sự hủy diệt trong cạnh tranh. Theo thời gian, lịch sử cho thấy cơ hội sống còn của bất kỳ doanh nghiệp nào chiều theo ý chí của những chủ sở hữu trong công ty là mong manh nhất.*

*-Charlie Munger*

Không có cái gọi là con hào vĩnh cửu. Ngay cả những doanh nghiệp bất khả chiến bại như eBay, Google, Microsoft, Toyota và American Express đều sẽ có ngày suy yếu và biến mất. Một số con hào bền vững hơn những con hào khác. Wells Fargo và American Express thành lập cách đây hơn 150 năm, và đáng ngạc nhiên là cả hai con hào của họ chưa bao giờ vững chãi như ngày

hôm nay. Chuyện ngoài lề nhưng phải thốt lên vì cả American Express và Wells Fargo đều do Henry Wells thành lập.

Nhưng đây là tình thế tiến thoái lưỡng nan: nếu bạn chọn cổ phiếu một thế kỷ trước, thì công cuộc lựa ra hai cổ phiếu trong vũ trụ cổ phiếu bao la gần như là không thể. Tỷ lệ cao chót vót, ngay cả khi cổ phiếu bạn chọn "xanh" nhất (the bluest) trong số blue chip thì cuối cùng cũng sẽ biến mất.

Vào năm 1997, Arie de Geus viết một cuốn sách hấp dẫn mang tên Những công ty trường tồn (The Living Company). Geus nghiên cứu vòng đời của các công ty ở các dạng quy mô khác nhau và vô cùng bất ngờ khi thấy công ty trong danh sách Fortune 500 trung bình chỉ có vòng đời từ 40 đến 50 năm. Trong khi các công ty thành công phải trải qua 25 đến 30 năm kể từ ngày thành lập mới có được vị trí trên Fortune 500. Geus nhận thấy các công ty blue chip thường lặn mất tăm chưa đầy 20 năm sau khi điểm tên trong danh sách. Trung bình các doanh nghiệp Fortune 500 đã qua thời kỳ tăng trưởng vào thời điểm nó nằm trong danh sách.

*Arie de Geus (sinh năm 1930) là một doanh nhân người Hà Lan và là nhà lý luận kinh doanh. Ông đứng đầu Nhóm hoạch định chiến lược của Shell Oil và là một diễn giả nổi tiếng - Chú thích của người dịch. Nguồn: Wiki.*

Ngay cả những doanh nghiệp với các con hào kinh tế bền vững cũng không tồn tại mãi mãi. Do đó, khi sử dụng công thức giá trị nội tại của John Burr Williams, chúng ta phải giới hạn số năm thịnh vượng của doanh nghiệp. Chúng ta không bao giờ tính dòng tiền chiết khấu vượt quá 10 năm hoặc kỳ vọng doanh

thu năm thứ 10 có thể vượt gấp 15 lần dòng tiền ở thời điểm đó (cộng với phần vốn thặng dư hiện hữu (excess capital) trong kinh doanh). ●

# CHƯƠNG 10

# DHANDHO 301: NHỮNG KHOẢN CƯỢC ÍT, KHOẢN CƯỢC LỚN VÀ NHỮNG KHOẢN ĐẶT CƯỢC KHÔNG THƯỜNG XUYÊN

GIẢ SỬ BẠN ĐƯỢC ĐỀ NGHỊ CÁC TỶ LỆ ĐẶT CƯỢC TRÊN KHOẢN tiền 1 đô la như sau:

- 80% khả năng thắng 21 đô la
- 10% khả năng thắng 7,5 đô la
- 10% khả năng thua tất cả

Hãy giả định thêm rằng bạn đứng tên 10.000 đô la và bạn được quyền đặt cược không giới hạn số tiền trong ngân quỹ của mình. Bạn sẵn sàng chịu rủi ro bao nhiêu trong 10.000 đô la ở trò chơi này? Câu trả lời rõ ràng không phải là 10.000 đô la, vì chỉ có 10% khả năng chắc chắn bị mất tiền. Đặt cược 1 đô la dường như quá thận trọng, nó không tạo ra thay đổi lớn.

Tin vui là đúng 50 năm về trước, một nhà nghiên cứu tại Bell Labs ở New Jersey, John Larry Kelly Jr. đã đặt câu hỏi này và công bố nghiên cứu của mình. Kelly tìm ra được gọi là Công thức Kelly. Kelly tính toán tỷ lệ tối ưu trong ngân quỹ (bankroll) để đem lại lợi thế cho khoản cược là:

Tỷ lệ lợi thế/ tiền cược (Edge/odds) trong ngân quỹ mà bạn nên đặt cược mỗi lượt chơi.

Có một cuốn sách tuyệt vời của tác giả William Poundstone với tựa đề Công thức làm giàu (Fortune's Formula), đó là một tác phẩm đáng đọc. Trong cuốn sách, Poundstone mô tả vẻ đẹp

của Công thức Kelly. Nhà chiến lược đầu tư Michael Mauboussin của quỹ tương hỗ Legg Mason gần đây đã viết một nghiên cứu về Công thức Kelly, trong đó ông sử dụng minh họa sau: giả sử người ta đề nghị bạn tung đồng xu, nếu kết quả là mặt ngửa, bạn nhận được 2 đô la, còn nếu là mặt sấp, bạn mất 1 đô la. Bạn nên đặt cược bao nhiêu trong ngân quỹ của mình đối với tỷ lệ cược này?

Theo Công thức Kelly, lợi thế (edge) là 0,5 đô la {(0,5 x 2 đô la) + [0,5 x (- 1 đô la)]}. Tiền cược (odds) là số tiền bạn giành được nếu chiến thắng hay ở đây là 2 đô la. Vì vậy, Công thức Kelly khuyên bạn đặt cược 25% (0,5 đô la / 2 đô la) mỗi lần. Ví dụ đầu tiên bao gồm hơn hai khả năng. Nếu bạn muốn đọc luận án chi tiết về cách tính quy mô số tiền đặt cược Kelly cho các khoản cược như vậy, hãy truy cập www.cisiova.com/betsize.asp. Trang web này không chỉ đưa ra trường hợp tổng quát của Công thức Kelly, mà tác giả còn lập trình luôn cả công thức miễn phí cho những ai có nhu cầu. Độc giả hứng thú với chủ đề này cũng có thể đọc nghiên cứu của Edward Thorp, "Tiêu chuẩn Kelly trong Blackjack, Đặt cược Thể thao và Thị trường Chứng khoán." Trong ví dụ đầu tiên, câu trả lời là 89,4% của ngân quỹ 10.000 đô la hay 8.940 đô la.

Papa Patel dường như chưa bao giờ nghe đến Công thức Kelly. Trong Chương 1, chúng ta lưu ý rằng khi Papa Patel đầu tư 5.000 đô la vào nhà nghỉ đầu tiên của mình, ông gần như đặt toàn bộ tâm huyết vào khoản đầu tư này. Tỷ lệ cược trong ví dụ nói trên theo sát tỷ lệ cược của Papa Patel - 80% khả năng gia tăng tài sản lên gấp 21 lần, 10% khả năng gia tăng lên 7,5 lần, và 10%

**Xem thêm về phân tích công thức Kelly của Edward Thorp:** http://happy.live/doc-sach-cung-alexander-pham-nhung-bai-hoc-ve-tien-bac-va-dau-tu-hay-nhat-tu-nguoi-dan-ong-danh-bai-moi-thi-truong/

khả năng bị phá sản. Trong thực tế, Papa Patel đi nước cờ thận trọng hơn đề xuất của Công thức Kelly. Ông đặt cược 50% ngân quỹ của mình. Ông đã đứng tên khoản tiền 5.000 đô và "đánh cược tất cả." Nhưng ông còn nắm trong tay con át chủ bài - khả năng quay đầu lại, kiếm việc làm, tiết kiệm 5.000 đô la và thử lại sau vài năm. Ông có thể sẽ không lặp lại điều này mãi vì qua mỗi lần như vậy, những kinh nghiệm cay đắng sẽ là lời khuyên thực tế nhất. Vì "chất" Dhandho đã ăn sâu trong tâm trí của ông ấy, ông có ít nhất hai khoản cược. Ông đặt 50% ngân quỹ của mình vào rủi ro ở khoản cược đầu tiên. Nếu nó hiệu quả, ông sẽ không đặt cược lần hai. Nếu thất bại, ông sẽ đặt cược khoản thứ hai.

Việc chiến thắng khoản cược đầu tiên đã thay đổi thế giới xung quanh ông ấy. Gia đình của ông không còn sống trong nhà nghỉ nữa. Họ thuê nhân viên tạp vụ và có thể mua nhà nghỉ lớn hơn. Thời điểm ông mua nhà nghỉ khác (và do đó đặt cược lần thứ hai), thì tỷ lệ phần trăm ngân quỹ của ông sẽ nhỏ hơn vì tỷ lệ cược không còn lợi thế ban đầu nữa. Ngay cả khi tỷ lệ này đơn giản là 50% khả năng đạt lợi nhuận 200% và 50% khả năng thua

lỗ toàn bộ, Công thức Kelly gợi ý cho ông đặt cược 25% của ngân quỹ của mình.

Về mặt lịch sử, tỷ lệ cược của lĩnh vực nhà nghỉ cao hơn so với mức nói trên. Khả năng thua lỗ gần như dưới 25% và khả năng thua lỗ toàn bộ chiếm dưới 5%. Người Patel không ngại trích ra phần lớn ngân sách của mình vào những tỷ lệ cược hấp dẫn này khi họ đặt cược lần thứ hai, thứ ba cho đến thứ n. Họ không nghe đến Kelly hay công thức của ông ta, nhưng nó kết nối hoàn hảo với giác quan Dhandho trong họ. Kết quả là cộng đồng người Patel sở hữu trên 40 tỷ đô tài sản nhà nghỉ (motel business), đóng thuế hơn 725 triệu đô la mỗi năm và thuê gần một triệu lao động. Trong một bài phát biểu tại Trường kinh doanh Marshall của Đại học Southern California, Charlie Munger chia sẻ:

*Những người khôn ngoan dám đặt cược lớn khi thế giới dâng cho họ cơ hội đó. Họ đặt cược lớn khi họ có lợi thế. Và phần thời gian còn lại, họ không đặt cược. Chỉ đơn giản thế thôi.*

*-Charlie Munger*

Papa Patel, Manilal, Mittal và tôi luôn tuân thủ nguyên tắc thực hiện rất ít khoản cược - và mỗi lần đặt cược thì có quy mô khá lớn. Dồn hết sức đặt cược khi tỷ lệ cược nghiêng về lợi thế của chúng ta. Lượng đặt cược bao nhiêu đều xuất phát từ suy tính có chủ ý. Để trở thành người phân bổ vốn thuần thục, bạn phải có tư duy về xác suất. Mô hình kinh doanh dựa hoàn toàn vào xác suất rõ ràng nhất là sòng bạc. Những tay sành sỏi blackjack biết rằng thay đổi lợi thế đi cùng với mỗi quân bài được chia xuống. Họ luôn cố gắng tìm ra khi nào lợi thế song hành cùng họ và theo đó nâng khoản cược của mình lên.

Ngày nay trò blackjack trong sòng bạc có lợi thế chung thiên về nhà cái và chơi blackjack ở sòng bạc là chui vào cửa thua lỗ. (Tôi phải thừa nhận điều này không cản tôi lại được.) Nhưng nó không phải luôn là cửa thua lỗ. Trong thập niên 1960, một giáo sư toán học của MIT, Ed Thorp đã sử dụng các máy tính của MIT để chạy các phép tính khác nhau và đưa ra cách chơi blackjack tối ưu. Thorp đặt tên cho lối chơi tối ưu là Basic Strategy (Chiến lược cơ bản). Ông viết cuốn sách bán chạy nhất, *Beat the Dealer*. Ngay cả ngày nay, cuốn sách vẫn được coi là tác phẩm kinh điển, và những người chơi blackjack trên toàn thế giới dựa vào Basic Strategy để tối ưu hóa ván bài.

Vào thập niên 1960, sòng bạc sử dụng một cỗ bài blackjack duy nhất và chia toàn bộ cỗ bài. Tính toán của Thorp cho thấy những người chơi đếm bài và cân chỉnh khoản đặt cược của họ dựa trên các quân bài còn lại trong cỗ bài thì có lợi thế cao hơn so với các sòng bạc. Ông sử dụng Công thức Kelly để tìm hiểu bạn nên đặt cược bao nhiêu mỗi lần trong ngân quỹ của mình dựa trên mức độ lợi thế. Ví dụ, nếu cỗ bài có tần suất hiện diện của quân mười và quân át cao, thì đó là tín hiệu tốt cho người chơi. Nếu tỷ lệ cược là 52:48 thiên về lợi thế người chơi, các Công thức Kelly khuyến khích người chơi đặt cược 4% ngân sách của mình. Đó là những gì Thorp chủ ý thực hiện với mọi tay bài.

Đối với Thorp, đây không phải bài tập mang tính lý thuyết. Ông bắt đầu lui tới các sòng bạc ở Nevada và rủng rỉnh tiền thưởng. Các sòng bạc không hiểu tại sao ông ấy liên tục chiến thắng, nhưng, với các băng nhóm chống lưng sòng bạc, đơn giản là không cần chờ cho đến khi hiểu. Họ chỉ đơn giản tống ông ra

khỏi cửa và nếu ông còn trở lại, chắc chắn màn đón tiếp sẽ không lịch sự đến vậy.

Khi Thorp xuất bản *Beat the Dealer*, người chơi trên thế giới bắt đầu thắng đậm. Các ông chủ sòng bạc cũng đọc cuốn sách của Thorp và bắt đầu thay đổi luật chơi. Trong bốn thập kỷ qua, trò chơi đã trải qua nhiều thay đổi. Mỗi lần sòng bạc đổi luật chơi, vài con bạc tinh nhạy sẽ tìm ra cách thức đánh bại hệ thống. Sau đó, sòng bạc dần đánh hơi được và quyết tới một thay đổi khác. Ngày nay, hầu hết các sòng bạc chia bài từ tập hợp sáu đến tám cỗ bài. Họ không chơi nếu còn vài cỗ bài và các tay quản lý (pit boss) thì liếc mắt như diều hâu. Ở một số sòng bạc, xáo bài tự động giúp thu và tái sắp xếp các quân bài đã chơi trong thời gian thực nhằm đảm bảo nguồn bài không bị quá hụt hoặc thừa bất kỳ quân bài đặc biệt nào.

Thorp suy nghĩ về thực tại đang thay đổi này (cùng với những đe dọa khủng khiếp) và quyết định nếu có thể ông muốn vận dụng tài năng của mình vào một sòng bạc khác lớn hơn:

- Không giới hạn bàn chơi.
- Tỷ lệ cược chiếm ưu thế hơn.
- Nhà cái lịch sự khi chịu thua lỗ lớn.
- Băng nhóm không vận hành sòng bạc.

Ông phát hiện có một sòng bạc như vậy tồn tại, và đó là Sở giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) và thị trường quyền chọn non trẻ. Nhiều thông tin cho rằng Thorp đã tìm ra Công thức tương tự Black-Scholes nhiều năm trước Black và Scholes nghiên cứu thành công. Thorp quyết định không công bố kết quả của mình. Công thức Black-Scholes là Basic Strategy (Chiến lược

cơ bản) hiệu quả cho thị trường quyền chọn. Nó xem xét một quyền chọn cụ thể nên được định giá ở ngưỡng nào. Vì là một trong những người chơi đầu tiên trang bị kiến thức này, Thorp có thể mua những quyền chọn bị định giá thấp và bán những quyền chọn được định giá cao - do đó đem lại lợi nhuận nhanh chóng và khổng lồ.

Thorp thành lập một quỹ phòng hộ mang tên Princeton Newport Partners. Trong khoảng thời gian 20 năm, vị giáo sư mang đến cho các nhà đầu tư của mình khoản lợi nhuận 20% với biến động cực kỳ thấp. Một trong những nhà đầu tư tiềm năng của ông là nam diễn viên Paul Newman. Newman từng hỏi Thorp kiếm được bao nhiêu nếu dành toàn thời gian vào chơi blackjack. Thorp vẫn có thể đánh bại các sòng bạc bằng năng lực đếm bài thuần thục của mình và đáp rằng con số sẽ khoảng 300.000 đô la một năm. Sau đó Newman thắc mắc tại sao ông không theo đuổi nó. Thorp nhìn anh ta và bảo "sòng bài" thị trường quyền chọn và NYSE mang lại cho ông tới hơn 6 triệu đô la một năm với rủi ro rất nhỏ. Tại sao phải đeo đuổi 300.000 đô la và gánh thêm rủi ro cho cuộc sống làm gì?

Trong đầu tư, không có gì là khoản cược đảm bảo. Ngay cả những doanh nghiệp blue chip hàng đầu trên hành tinh cũng có khả năng ngừng hoạt động vào ngày mai. Đầu tư là câu chuyện quy về tỷ lệ cược - giống như blackjack. Thorp là ví dụ sinh động nhất về một con người hoàn toàn làm chủ các khái niệm này. Ông áp dụng tỷ lệ cược từ miền đất cờ bạc (the Strip) cho đến Phố Wall suốt nhiều thập kỷ và giành chiến thắng tuyệt vời trên cả hai mặt trận - đem lại khối tài sản khổng lồ cho bản thân và

các nhà đầu tư của mình. Khi một nhà đầu tư tiếp cận thị trường chứng khoán, anh ta phải thiết lập lối tư duy như Thorp lúc chơi blackjack: nếu tỷ lệ cược áp đảo thiên về lợi thế của bạn, hãy "xuống tay" thật mạnh.

Giả sử bạn làm theo khuôn khổ Dhandho và tìm thấy một công ty đang niêm yết với mô hình kinh doanh đơn giản. Hơn nữa, doanh nghiệp đang gặp khó khăn tạm thời, và điều này dẫn đến giá cổ phiếu của nó sụt giảm. Phần tốt nhất là doanh nghiệp có con hào kinh tế bền vững. Doanh nghiệp tập trung phát triển trong vòng năng lực, và bạn đã tìm ra giá trị nội tại của nó ngày hôm nay cũng như hai đến ba năm tới. Bạn thấy giá cổ phiếu hiện tại ít hơn một nửa so với giá trị nội tại dự kiến trong hai đến ba năm tới.

**Tìm hiểu thêm về sách "Người Đàn Ông Đánh Bại Mọi Thị Trường" – Edward Thorp (Tự truyện về hành trình đánh bại mọi nhà cái Las Vegas và Phố Wall):**

http://bit.ly/tiki-nguoi-dan-ong-danh-bai-moi-thi-truong

Điều gì sẽ làm cổ phiếu của bạn đạt đến giá trị nội tại của nó trong một vài năm tới? Thượng nghị sĩ William Fulbright băn khoăn câu hỏi trên và chất vấn Benjamin Graham suốt cuộc trao đổi thú vị tại phiên điều trần của Ủy ban Ngân hàng và Ủy ban thương mại vào ngày 11 tháng Ba năm 1955:

**Fulbright:** *Một câu hỏi khác và tôi sẽ chấm dứt. Khi ông tìm thấy một tình huống đặc biệt, chẳng hạn như ông có thể mua với giá 10 đô la trong khi giá trị của nó là 30 đô la, và ông quyết định giữ một vị thế, sau đó ông không thể bán ra cho đến khi nhiều người khác quyết định nó có trị giá 30 đô la, thế thì quá trình này diễn ra như thế nào - bằng quảng cáo, hoặc điều gì xảy ra? Điều gì khiến một cổ phiếu giá rẻ tìm lại được giá trị của nó?*

**Graham:** *Đó là một trong những bí ẩn của lĩnh vực chúng ta và đó là điều bí ẩn đối với tôi cũng như với tất cả mọi người. Nhưng nhờ kinh nghiệm chúng ta biết rằng cuối cùng thị trường cũng tìm về với giá trị.*

Bất cứ khi nào có sự kiện rung chấn như 11/9 hoặc Trân Châu Cảng, giá cổ phiếu có thể bị ảnh hưởng nghiêm trọng trong ngắn hạn, nhưng chúng có xu hướng hồi phục theo thời gian. Bảng 10.1 mô tả các mốc đỉnh điểm hoảng loạn.

Chín sự kiện trình bày trong Bảng 10.1 dẫn đến sự sụt giảm hai con số của Dow trong vài ngày hoặc vài tuần. Tuy nhiên, một vài tháng sau, chỉ số Dow gần như phục hồi toàn bộ suy giảm. Khủng hoảng ở doanh nghiệp đều có những đặc điểm tương tự, như nỗi sợ Tylenol, sự cố tràn dầu Exxon Valdez, hoặc "khủng hoảng dầu dấm" ở American Express vào thập niên 1960. Tất cả dẫn đến cú sụt giảm tức thời vì hoảng loạn và sợ hãi kéo đến. Theo thời gian, tính hợp lý thắng thế, giá cả phục hồi ở mức hợp lý hơn.

## Bảng 10.1 Sụt giảm DJIA và hệ quả sau các sự kiện khủng hoảng

| | | Tổn thất DJIA | Phần trăm lợi nhuận DJIA | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Số ngày sau ngày phản ứng | | |
| Sự kiện | Ngày phản ứng | Lời/Lỗ (%) | 22 | 63 | 126 |
| Pháp bại trận | 09/05/1940-22/06/1940 | -17,1 | -0,5 | 8,4 | 7,0 |
| Chiến tranh Triều Tiên | 23/06/1950-26/05/1950 | -12,0 | 9,1 | 15,3 | 19,2 |
| Mỹ ném bom xuống Campuchia | 29/04/1970-26/05/1970 | -14,4 | 9,9 | 20,3 | 20,7 |
| Cấm vận dầu Ả Rập | 18/10/1973-05/12-1973 | -17,9 | 9,3 | 10,2 | 7,2 |
| Nixon từ chức | 09/08/1974-29-08-1974 | -15,5 | -7,9 | -5,7 | 12,5 |
| Khủng hoảng bạc anh em nhà Hunt | 13/02/1980-27/03/1980 | -15,9 | 6,7 | 16,2 | 25,8 |
| Hoảng loạn tài chính 1987 | 02/10/1987-19/10/1987 | -34,2 | 11,5 | 11,4 | 15,0 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Khủng hoảng thị trường chứng khoán châu Á | 07/10/1997-27/10/1997 | -12,4 | 8,8 | 10,5 | 25,0 |
| Khủng hoảng quỹ LTCM Nga | 18/08/1998-08/10/1998 | -11,3 | 15,1 | 24,7 | 33,7 |
| **Trung bình (mean)** | | **-16,7** | **6,9** | **`12,4** | **18,5** |
| **Trung vị (median)** | | **-15,5** | **9,1** | **11,4** | **19,2** |

Tương tự, nếu bạn đầu tư vào bất kỳ doanh nghiệp nào định giá cao hoặc thấp, cuối cùng nó cũng sẽ giao dịch quanh mức giá trị nội tại - đem đến lợi nhuận hoặc thua lỗ tương thích. Chúng ta có thể coi điều này như một luật đầu tư và bám vào đó. Do vậy, nếu chúng ta có thể xác định giá trị nội tại của một doanh nghiệp nhất định từ hai đến ba năm và có cơ hội mua doanh nghiệp ở mức chiết khấu cao so với giá trị của nó, thì lợi nhuận là hoàn toàn chắc chắn. Để xác định số tiền đặt cược, Công thức Kelly là hướng dẫn hữu ích.

## KHỦNG HOẢNG DẦU DẤM AMERICAN EXPRESS

Cược "đậm" khi bạn dành lợi thế áp đảo trong tỷ lệ cược là ý niệm Warren Buffett và Charlie Munger luôn tán thành. Vào tháng Mười một năm 1963, Buffett đầu tư 40% tài sản của Buffett

Partnership vào một doanh nghiệp duy nhất là American Express (AmEx) mà không có quyền kiểm soát hay lên tiếng. Vì hầu như toàn bộ giá trị tài sản ròng thanh khoản của ông đều nằm trong Buffett Partnership, ông đặt 40% tài sản ròng cá nhân vào AmEx. Vào thời điểm đó, Buffett Partnership quản lý khoảng 17,5 triệu đô la. Theo đó, khoảng 7 triệu đô la được đầu tư vào cổ phiếu American Express và người ta đã chứng kiến cảnh giá cổ phiếu của doanh nghiệp này giảm xuống một nửa ngay trước thềm Buffett ồ ạt mua vào.

American Express chịu ảnh hưởng nghiêm trọng do khủng hoảng dầu dấm. Công ty đã cho vay ký quỹ 60 triệu đô la bao gồm một kho chứa đầy các thùng dầu dấm. Sau đó người ta phát hiện các thùng chủ yếu chứa nước biển và nghi vấn người đi vay bị phá sản. American Express thông báo lỗ 60 triệu đô la, và giá cổ phiếu của nó ngay lập tức giảm đi một nửa. Vào thời điểm đó, với tổng vốn hóa thị trường đạt khoảng 150 triệu đô la, 60 triệu đô la giáng một đòn chí mạng lên bảng cân đối của AmEx.

**Xem thêm bài học đầu tư "chất lượng với giá rẻ" từ Warren Buffett:** http://happy.live/bai-hoc-dau-tu-chat-luong-voi-gia-re-tu-warren-buffett/

Ông Buffett cẩn trọng phân tích tình hình và cho rằng, miễn niềm tin với séc du lịch và thẻ thanh toán của American Express không bị ảnh hưởng, giá trị nội tại của công ty vẫn cao hơn đáng kể so với giá hiện thời. Nhìn thấy bất lợi gần như không có mà triển vọng lại to lớn, ông mạnh tay đặt khoản cược chưa từng có trong tiền lệ. Đó là 40% tài sản ròng vào một doanh nghiệp bê bối đình đám và bị giật tít xấu hàng ngày. Tỷ lệ cược trong khoản cược này là bao nhiêu? Nếu chúng ta biết tỷ lệ cược, chúng ta có thể áp dụng Công thức Kelly và kiểm tra tính hợp lý của khoản cược.

Tôi không tin Buffett từng trực tiếp trả lời câu hỏi này, nhưng có một số manh mối cho thấy có nằm trong những lá thư ông gửi cho các đối tác từ năm 1964 đến năm 1967:

*Chúng ta có thể đầu tư tới 40% giá trị tài sản ròng của mình vào một cổ phiếu duy nhất. Trong đó phải kết hợp điều kiện là cơ sở lập luận và lý lẽ của chúng ta chính xác với xác suất cực cao, cộng thêm khả năng những yếu tố làm thay đổi giá trị cơ sở của khoản đầu tư cực thấp.*

*Rõ ràng chúng ta sẽ chỉ đầu tư 40% vào những tình huống hiếm gặp - tất nhiên dịp hiếm hoi này là móc nối khiến chúng ta cần chú tâm cược đậm hễ nhìn thấy cơ hội như vậy. Có lẽ chúng ta chỉ có năm hoặc sáu tình huống đặt cược trên 25% trong lịch sử phát triển suốt chín năm của công ty hợp danh. Những tình huống như vậy đều hứa hẹn hiệu quả vượt trội đáng kể.*

*... Chúng cũng sẽ phải sở hữu những yếu tố chất lượng và/hoặc định lượng vượt trội mà khả năng thua lỗ vĩnh viễn ở mức tối thiểu... Trong việc lựa chọn mức giới hạn đầu tư chung cho bất*

*kỳ khoản đầu tư nào, tôi cố gắng giảm trừ khả năng khoản đầu tư khiến kết quả danh mục đầu tư của chúng ta thấp hơn 10% so với chỉ số Dow.*

*-Warren Buffett*

Lưu ý ngôn từ Buffett sử dụng. Ông không nói về các khoản cược chắc chắn - tất cả các khoản đầu tư đều có khả năng thua lỗ. Ông bám vào tỷ lệ cược và không do dự đặt cược lớn khi tỷ lệ cược nghiêng về lợi thế của mình. Sau ba năm, Buffett tạo ra lợi nhuận gấp hai hoặc ba lần so với khoản đầu tư ban đầu vào American Express. Dựa vào dữ liệu sẵn có, giả sử tỷ lệ thận trọng của khoản cược này như sau (trong ba năm):

| | |
|---|---|
| Siêu lợi nhuận hoặc đạt 200% | 90% |
| Hòa vốn | 5% |
| Thua lỗ nhiều nhất là 10% | 4% |
| Thua lỗ toàn bộ | 1% |

Dựa trên những tỷ lệ này, Công thức Kelly đề nghị đặt cược 98,3% tài sản trong quỹ của công ty hợp danh. Buffett trú ngụ an toàn trong mức đề nghị tối đa và dành khối tài sản còn lại để đặt một số khoản cược khác có lợi thế cao.

Dưới ánh sáng của số liệu logic này, quả thực ta phải kinh ngạc khi quỹ tương hỗ trung bình có đến 77 vị thế. Quan trọng hơn nữa, 10 vị thế họ nắm giữ nhiều nhất chỉ chiếm 25% tài sản. Hơn một phần ba số quỹ tương hỗ nắm giữ trên 100 vị thế. Không có gì ngạc nhiên khi hơn 80% số quỹ tương hỗ luôn tụt sau và có hiệu quả kém hơn chỉ số S&P 500. Cũng chẳng lấy làm

lạ khi chưa đầy 1 trong 200 quỹ tương hỗ có hiệu quả hàng năm trong dài hạn vượt qua S&P 500 từ 3% trở lên.

Bí quyết của nhà đầu tư Dhandho là cược ít, cược lớn, không cần cược thường xuyên; và công thức Kelly hỗ trợ cho giả thuyết này. Cách tiếp cận này mang hiệu quả cao trong đầu tư thụ động đối với thị trường chứng khoán. Cuối cùng, như Charlie Munger thường nói, "Đảo ngược, luôn đảo ngược!" ("Invert, Always Invert!") Nếu chúng ta kiểm tra thành tích đầu tư của những người đặt nhiều khoản cược lắt nhắt và thường xuyên thì có thể tiên đoán được kết quả thảm hại. Dưới đây là một số quan sát nổi bật về công thức Kelly.

Vì công thức khuyến nghị khoản cược tối đa nên thực hiện, giúp người đặt cược tối ưu hóa thời gian để đạt mục tiêu giàu có. Không có cách tiếp cận nào khác có thể giúp bạn nhanh chạm đến mục tiêu mà không phải tăng tỷ lệ cược of a total wipeout. Nếu cược vượt quá tỷ lệ Kelly đề xuất thì đảm bảo sau một tần suất lặp lại nhất định, bạn sẽ ra về tay không.

Sử dụng công thức Kelly có thể dẫn đến biến động tương đối cao. Công thức tối ưu duy chỉ một biến số - tối đa hóa tài sản trong một khoảng thời gian nhất định. Đó là biến động bất khả thi. Biến động có thể được chế ngự bằng cách đặt cược thấp hơn tỷ lệ tối đa theo Công thức Kelly, có điều hệ quả của việc này là mức phân bổ vốn gần đạt tối ưu.

Trong thế giới quản lý danh mục đầu tư thực, nhà quản lý có thể đồng thời đặt tám khoản cược có lợi thế và không tương quan lẫn nhau. Giả sử Công thức Kelly Formula đề xuất phần trăm trong ngân quỹ trên mỗi lần đặt cược của bạn như sau (Bảng 10.2).

**Bảng 10.2 Công thức giả thiết Kelly khuyến nghị phần trăm ngân quỹ của từng khoản cược trong tám khoản cược**

| Các khoản cược riêng lẻ | (%) |
|---|---|
| Khoản cược 1 | 80 |
| Khoản cược 2 | 70 |
| Khoản cược 3 | 60 |
| Khoản cược 4 | 55 |
| Khoản cược 5 | 45 |
| Khoản cược 6 | 35 |
| Khoản cược 7 | 30 |
| Khoản cược 8 | 25 |
| **Tổng** | **400** |

Vì nhà quản lý chỉ có thể đầu tư 100% danh mục đầu tư không vay nợ/dùng đòn bẩy, các khoản phân bổ anh ta hoặc cô ta có thể thực hiện trình bày trong Bảng 10.3.

Dường như khá tương đồng với các khoản phân bổ Munger và Buffett đã triển khai khi họ điều hành công ty hợp danh của mình. Nó cũng tương đồng với các khoản phân bổ mà Joel Greenblatt và Eddie Lampert thực hiện ngày nay. Đối với Greenblatt, theo điển hình, 80% tài sản của ông luôn nằm ở năm ý tưởng ông cho là xuất sắc nhất. Trong Bảng 10.3, năm khoản cược hàng đầu chiếm 77% danh mục đầu tư.

Các khoản phân bổ đồng thời trong Bảng 10.3 nhằm đối phó với vấn đề biến động. Những khoản cược này thấp hơn đáng kể

so với mức tối đa của Kelly. Vì chúng không tương quan nhiều, biến động cơ sở có thể sẽ hạ nhiệt đáng kể - đặc biệt nếu chúng ta quan sát theo năm. Công ty hợp danh của Buffett chưa bao giờ có năm giảm dù đặt cược lớn theo Kelly. Theo như tôi biết, nhà đầu tư Greenblatt hay Lampert cũng như vậy. Cả ba người bọn họ đều đặt cược chất, cược lớn chứ không phải là cược thật nhiều- và thắng đậm mà không gặp biến động cao.

**Bảng 10.3 Ngân quỹ được đề xuất đối với từng khoản cược khi cược đồng thời**

| **Các khoản cược đồng thời** | **(%)** |
|---|---|
| Khoản cược 1 | 20 |
| Khoản cược 2 | 17 |
| Khoản cược 3 | 15 |
| Khoản cược 4 | 14 |
| Khoản cược 5 | 11 |
| Khoản cược 6 | 9 |
| Khoản cược 7 | 8 |
| Khoản cược 8 | 6 |
| **Tổng** | **100** |

Một điểm đáng chú ý là chúng ta có thể linh hoạt với xác suất. Trong quá trình tính toán tỷ lệ cược đối với tương lai của một doanh nghiệp nhất định thì tốt nhất là chúng ta chọn con số xấp xỉ. Chúng ta sẽ điều chỉnh (adjust) bằng cách gán tỷ lệ cược

thận trọng. Có thể tám khoản cược của chúng ta đều có tỷ lệ rất thuận lợi, nhưng khoản cược 6 thực sự có tỷ lệ cược cao hơn so với khoản cược 3. Vì toàn bộ tỷ lệ cược dựa trên vòng tròn năng lực (circle of competence) và quan điểm của chúng ta về cách thế giới vận hành nên không tránh khỏi sai sót.

Trong danh mục đầu tư của cá nhân tôi ở quỹ Pabrai Funds, tôi đơn giản điều chỉnh bằng cách đặt cược 10% tài sản cho mỗi khoản cược. Tuy chưa đạt mức tối ưu, nhưng nó sẽ che chắn vấn đề của khoản cược 6 khoản cược 2. Nhiều khi ba khoản cược kém nhất trong số bốn khoản cược lại đạt hiệu quả cao hơn những gì tôi cảm thấy tốt nhất. Xét tổng thể, trong số 10 vị thế, kết quả khá khả quan. Mặc dù không tốt bằng việc nén 80% tài sản vào năm cổ phiếu, nhưng như vậy vẫn giữ tính tập trung cao. Và 7 - 10 ý tưởng chiếm hơn 80% danh mục đầu tư.

Đầu tư cũng giống như đánh bạc. Tất cả đều quy về tỷ lệ cược. Dò tìm những cơ hội bị định giá sai và cược lớn khi tỷ lệ cược áp đảo nghiêng về phía bạn chính là tấm vé đưa đến sự giàu có. Bạn chỉ cần phó thác các giới hạn trên (upper bound) của những khoản cược lớn này cho công thức Kelly. Hơn nữa, vì nhiều cơ hội đặt cược thuận lợi hiện diện trong thị trường chứng khoán, sự biến động xung quanh công thức Kelly có thể được thuần hoá một cách tự nhiên đồng thời vẫn quản lý danh mục đầu tư tập trung. ●

# CHƯƠNG 11

# DHANDHO 302: GẮN CHẶT VỚI CHÊNH LỆCH ARBITRAGE

GIAO DỊCH CHÊNH LỆCH GIÁ LÀ CẤU TRÚC MẠNH VÀ LÀ CÔNG cụ cơ bản trong kho vũ khí của bất kỳ nhà đầu tư giá trị nào. Với giao dịch chênh lệch giá, chúng ta kiếm được lợi nhuận kha khá mà hầu như không vướng rủi ro gì. Việc loại bỏ những tình huống bất lợi, ngay cả khi kết quả vượt kỳ vọng (upside) bị giới hạn đi nữa thì vẫn tuyệt vời - và đó chính xác là những gì giao dịch chênh lệch giá đem lại cho chúng ta. Với giao dịch chênh lệch giá, phương châm hàng đầu là, "Ngửa thì tôi thắng; sấp thì tôi hòa vốn!" Có nhiều hình thức giao dịch chênh lệch khác nhau cùng tồn tại, hãy so sánh bốn dạng sau:

## 1. GIAO DỊCH CHÊNH LỆCH GIÁ TRUYỀN THỐNG ĐỐI VỚI HÀNG HÓA

Nếu giá vàng giao dịch tại Luân Đôn ở mức 600 đô la một ounce và dao động quanh mức 610 đô la một ounce tại thành phố New York, thì một nhà giao dịch chênh lệch giá có thể mua ở London và bán ngay ở New York để thu về khoản chênh lệch. Theo thời gian, các giao dịch này sẽ làm cho khoản chênh lệch thu hẹp đáng kể hoặc biến mất.

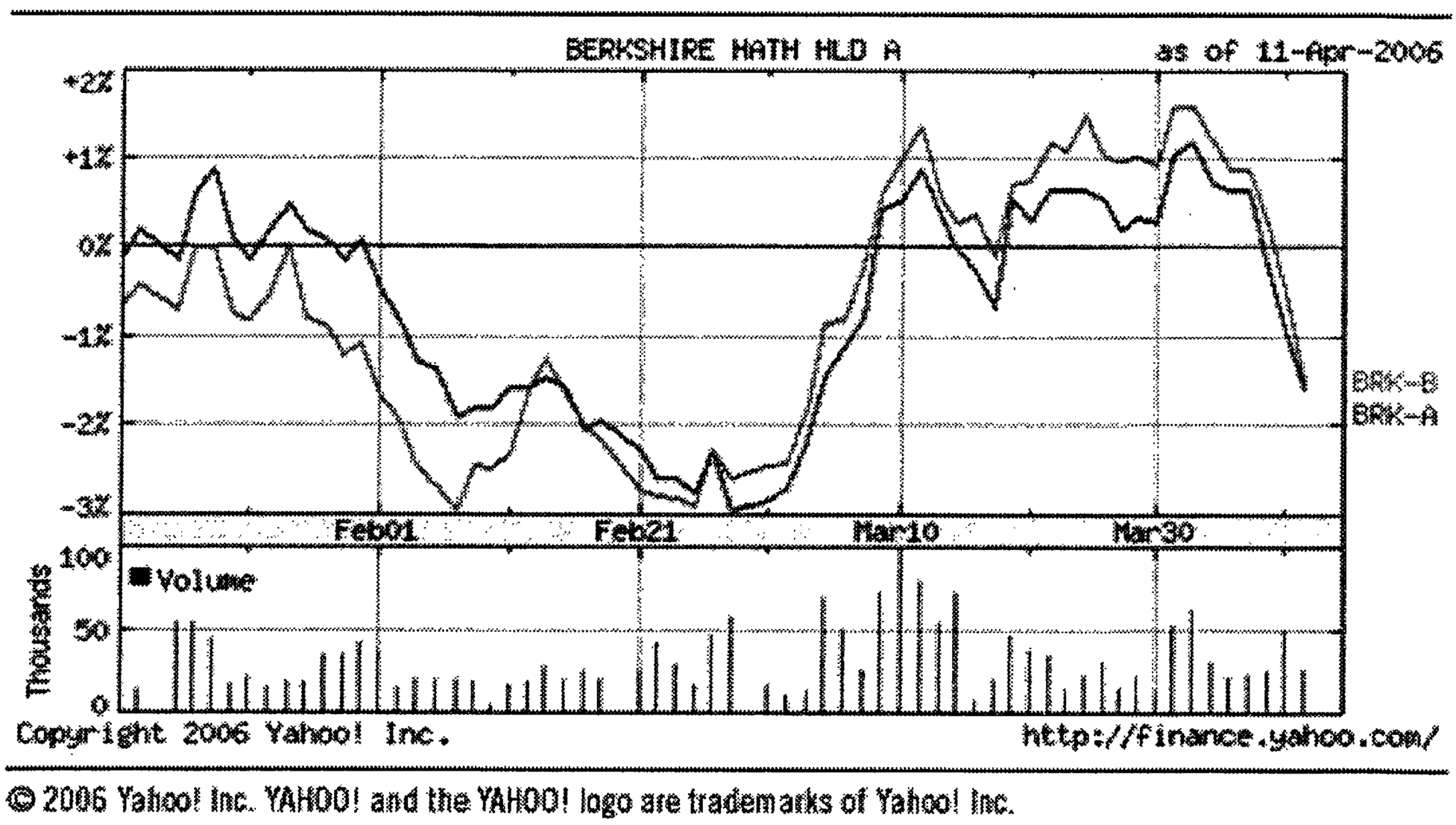
## 2. GIAO DỊCH CHÊNH LỆCH GIÁ ĐỐI VỚI CỔ PHIẾU TƯƠNG QUAN

Berkshire Hathaway có hai loại cổ phiếu giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) là BRK.A và BRK.B. BRK.B có giá trị kinh tế bằng 1/30 của BRK.A và quyền biểu quyết chỉ bằng 1/200 so với BRK.A. Theo đó, BRK.B chứa giá trị thấp hơn không đáng kể vì có chưa đến 1/6 quyền biểu quyết so với BRK.A khi tính trên cùng một đô la đầu tư. Ngoại trừ đặc điểm trên, hai cổ phiếu này hầu như giống hệt nhau. Ngoài ra, Buffett và những người bạn thân của ông nắm giữ một lượng BRK.A đủ lớn để kiểm soát công ty nên sự khác biệt về quyền biểu quyết này hầu như không liên quan. Cổ phiếu BRK.A có thể chuyển đổi thành BRK.B theo định đoạt của chủ sở hữu bất kỳ lúc nào. Tuy nhiên, chủ sở hữu không thể làm ngược lại.

Dựa trên những yếu tố này, hai cổ phiếu nên giao dịch cùng nhau - hoặc BRK.B có thể giao dịch với mức chiết khấu nhẹ hơn bởi quyền biểu quyết yếu và đặc tính chuyển đổi một chiều.

Tuy nhiên, thực tế lại khác. Như Hình 11.1 cho thấy, trong khoản thời gian ba tháng gần đây, BRK.B giao dịch chủ yếu ở vùng giá chiết khấu so với BRK.A trong một vài tuần và sau đó giao dịch cao hơn giá quy định trong vài tuần. Một số ngày, hai cổ phiếu chênh nhau đến 1%. Giả sử chi phí ma sát ở mức tối thiểu, một nhà giao dịch chênh lệch giá có thể nỗ lực để thu lợi từ khoản chênh lệch đó.

**Hình 11.1 Chuyển động giá của BRK.A so với BRK.B, giai đoạn 13/1/2005 - 12/4/2006**




Loại giao dịch chênh lệch này tồn tại trong nhiều loại cổ phiếu khác nhau. Đôi khi cổ phiếu công ty mẹ giao dịch ở mức chiết khấu từ tổng các thành phần (discount to a sum of the parts), dù các thành phần giao dịch công khai riêng lẻ. Đôi khi cùng một cổ phiếu, nhưng niêm yết trên các sàn giao dịch khác nhau lại có mức giá chênh lệch nhau. Các quỹ đóng (Closed-end fund) luôn giao dịch với mức chiết khấu đáng kể trên tài sản cơ bản của chúng. Tất cả đều là ứng cử viên cho trò chơi giao dịch chênh lệch giá.

## 3. GIAO DỊCH CHÊNH LỆCH GIÁ ĐỐI VỚI SÁP NHẬP

Công ty đại chúng A tuyên bố sẽ mua công ty đại chúng B với giá 15 đô la một cổ phiếu. Trước khi công bố, B giao dịch ở mức 10 đô la một cổ phiếu, ngay sau công bố, B tăng lên thành 14 đô la một cổ phiếu. Nếu một nhà đầu tư mua cổ phiếu B với giá 14 đô la và giữ cổ phiếu cho đến khi thỏa thuận được ký kết, thì khoản chênh lệch 1 đô la có thể giúp bạn bỏ túi một khoản tiền lớn trong vài tháng. Tuy nhiên, luôn tồn tại một số rủi ro nếu thỏa thuận không thành công. Trong trường hợp đó, giá cổ phiếu của B có thể giảm trở lại 10 đô la (hoặc thấp hơn). Không như các hình thức giao dịch chênh lệch giá khác được thảo luận trước đó, trường hợp này không hề phi rủi ro. Đôi khi nó còn được gọi là giao dịch chênh lệch rủi ro (risk arbitrage).

Nhiều số liệu thống kê đề cập đến tỷ lệ của các vụ sáp nhập được công bố nhưng không bao giờ đạt thỏa thuận, không được chính phủ phê duyệt, hoặc không được cổ đông chấp thuận,... Nếu bạn hiểu doanh nghiệp và những biến số này, bạn có thể chấp nhận (handicap) tỷ lệ đóng giao dịch, rồi dựa vào đó mà quyết định đặt cược (hoặc không).

## 4. GIAO DỊCH CHÊNH LỆCH GIÁ ĐỐI VỚI NHÀ ĐẦU TƯ DHANDHO

- Dường như mọi công ty khởi nghiệp đều tham gia vào giao dịch chênh lệch kiểu Dhandho. Một ví dụ minh họa cho điều này nằm ở Chương 5. Người thợ cắt tóc của chúng ta mở cửa tiệm ở Thị trấn C và chênh lệch lúc này là khoảng cách 17 dặm giữa anh và người thợ cắt tóc kế tiếp. Theo thời gian, khoảng cách 17

dặm kia có thể giảm xuống còn một vài tòa nhà và chênh lệch gần như biến mất. Tuy nhiên, trong thời gian kéo dài chênh lệch, anh ta thu về siêu lợi nhuận. Anh ta có được lợi nhuận bằng cách chấp nhận rất ít rủi ro. Như vậy, nhờ vào khoản cược rủi ro thấp và sự không chắc chắn cao đã giúp anh nhận được phần thưởng của mình. Người thợ cắt tóc là một nhà giao dịch chênh lệch giá Dhandho kinh điển. Ngửa thì tôi thắng, sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!

Đa số doanh nhân không phải người chấp nhận rủi ro, mà là "tay chơi" ăn chênh lệch theo kiểu Dhandho. Một trong những ví dụ sống động nhất của hành trình giao dịch ăn chênh lệch Dhando này là câu chuyện của CompuLink, được tường thuật lại trong cuốn sách tuyệt vời của Amar Bhide mang tên *The Origin and Evolution of New Businesses* (Tạm dịch: Nguồn gốc và sự tiến hóa của các doanh nghiệp mới). Năm 1984, hai anh chàng tuổi đôi mươi, Steve Shevlin và Robert Wilkin sáng lập ra CompuLink. Shevlin là người vận hành chính của doanh nghiệp. Vì bỏ ngang đại học giữa chừng, Shevlin gia nhập quân ngũ. Tại đây, anh học tập và làm việc trong vai trò kỹ thuật viên điện tử, nên không bận tâm quá nhiều đến tác phong quân đội. Sau một thời gian ngắn, anh rời quân ngũ. Shevlin thất nghiệp và không có nhiều tiền. Anh sống trong một căn hộ tí hon ở Florida.

Vào thuở ban sơ của máy tính cá nhân (PC), Shevlin thuộc dạng hacker sở hữu một máy tính và một máy in trong căn hộ của mình. Thiết lập lý tưởng yêu cầu máy in phải đặt cách xa PC và anh cần một dây cáp dài 20 feet để kết nối chúng. Anh tìm đến cửa hàng bán cáp máy in, phụ kiện máy tính để hỏi xem họ có dây cáp dài không.

Vào thời điểm đó, PC còn mới mẻ nên kết cấu của tất cả loại cáp này không phổ biến hay có tiêu chuẩn như ngày nay. Mà là tổ hợp hỗn lộn các tiêu chuẩn của cáp và ổ cắm khác nhau. Nhà bán lẻ chỉ bán dây cáp dài bảy feet, nên gợi ý cho Shevlin nối ba dây cáp lại và thêm vào một số đầu nối đặc biệt. Shevlin không hài lòng với giá tiền cuối hay tính chất của giải pháp đưa ra.

Anh quay lại căn hộ của mình và suy nghĩ về tình huống này. Anh đi đến cửa hàng một lần nữa và giới thiệu mình là dân công nghệ trong quân ngũ nên nắm được phương pháp chế tạo dây cáp PC. Anh ngỏ ý muốn sản xuất và bán các loại cáp ở nhiều độ dài khác nhau cho nhà bán lẻ. Nhà bán lẻ cho biết ông đã từng nhận nhiều lời chào hàng cho các loại cáp có độ dài khác nhau nhưng không có khả năng mua hay cung cấp. Tuy nhiên, nhà bán lẻ do dự bởi rủi ro tồn kho số cáp không thương hiệu, e rằng chịu chung số phận với khối hàng tồn nhanh chóng bị lỗi thời. Shevlin đề nghị cung cấp hàng theo hình thức bán ký gửi (consignment). Nhà bán lẻ đồng ý, miễn là trên cơ sở ký gửi hàng bán, ông ta sẽ dang tay chào đón. Vậy là Shevlin bắt tay với vị khách hàng đầu tiên.

Shevlin và Wilkin tỉ mẩn ghi chú tất cả các độ dài dây cáp và đầu nối mà có thể mọi người muốn mua nhưng bị thiếu. Cả hai mua 300 feet dây cáp và tất cả các phần cứng để tạo ra những đầu nối khác nhau rồi bắt tay vào thực thi. Họ chế tạo nhiều loại cáp có độ dài khác nhau và phân phối chúng cho nhà bán lẻ có hứng thú. Chi phí sản xuất của các loại cáp này mất khoảng 2 đến 3 đô la trên mỗi sợi. Họ giao cho nhà bán lẻ vào khoảng 16 đô la - mức giá này rất cạnh tranh so với những loại dây có độ dài ngắn khác.

Nhà bán lẻ niêm yết giá bán trên 30 đô la. Mọi người đều hài lòng với biên lợi nhuận tử tế.

Họ bắt đầu nhận được đơn đặt hàng dây cáp từ nhiều nhà bán lẻ hơn và doanh thu của họ tăng trưởng vượt bậc trong vài tháng tiếp theo. Sau đó, doanh thu bắt đầu sụt giảm. Các nhà bán lẻ cho hay họ không cần cáp CompuLink nữa vì đối tác chính của họ đã cung cấp những độ dài đó với thương hiệu và bao bì tốt hơn.

Shevlin vô cùng thất vọng về điều này và đã dành thời gian suy nghĩ. Anh nhận ra rằng những nhà sản xuất PC và máy in liên tục thiết kế các mẫu máy in và máy tính mới cùng các thiết bị cần kết nối khác. Cứ vài tháng, CompuLink lại thay đổi phần lớn dòng sản phẩm của mình khi các đối thủ bước vào cuộc cạnh tranh.

Shevlin luôn đi trước các "ông lớn" khoảng ba đến sáu tháng trong việc giới thiệu dây cáp vì anh nhanh chân và tập trung. Các đối thủ chậm chạp hơn vì họ là những công ty lớn nên cần nhiều thời gian để tung sản phẩm mới. Shevlin đẩy loại cáp mới vào các kênh phân phối, tranh thủ khoảng siêu lợi nhuận ở thế độc quyền. Anh tận dụng lợi thế triệt để trong ba đến sáu tháng, trước khi bị các nhà cung cấp chính thống thế chân hoặc buộc phải giảm giá.

Họ thành công vượt bậc nhờ vận dụng chênh lệch Dhandho của mình và trở thành công ty nằm trong danh sách Inc. 500 vào năm 1989 - một trong những doanh nghiệp phát triển nhanh nhất tại Hoa Kỳ. Đây đúng nghĩa là mô hình kinh doanh chênh lệch cơ bản - khi mà siêu lợi nhuận không kèm rủi ro nhưng kéo

dài chỉ trong một vài tháng. Họ giỏi đối phó với sự không chắc chắn. Rủi ro thấp, sự thiếu chắc chắn cao, và giao dịch chênh lệch là yếu tố cốt lõi trong thang điểm đánh giá các doanh nghiệp hoạt động tốt.

Khi giao diện máy tính bắt đầu được chuẩn hóa, chênh lệch ban đầu của CompuLink biến mất. Nó tiếp tục tiến hóa và biến đổi - luôn tìm cách khai thác chênh lệch. Công ty tìm thấy một khoảng cách như vậy trong mối lắp đặt cáp phức tạp. Ngày nay, CompuLink có 600 nhân viên hầu hết làm việc tại bộ phận dịch vụ lắp đặt cáp. Khoản chênh lệch này cũng bị thu hẹp, nhưng đồng thời đã giúp công ty xây dựng thương hiệu và danh tiếng. CompuLink có thể sẽ tiếp tục vươn mình - ít nhất là trong vài năm nữa trước khi khoảng cách này không còn do thay đổi công nghệ hoặc cạnh tranh khốc liệt hơn.

Đối với bảo hiểm GEICO, khoản chênh lệch là sự tập trung vào cơ chế bán hợp đồng bảo hiểm ô tô mà không phụ thuộc vào đại lý hay mạng lưới chi nhánh. Khác với Allstate hay State Farm, nó không có mạng lưới đại lý và chi nhánh cầm chân. State Farm và Allstate có hàng nghìn đại lý trên khắp Hoa Kỳ. Mỗi văn phòng này thường do một đại lý ủy quyền sở hữu độc lập. Chi phí chung (overhead cost) này chiếm ít nhất 15% mức phí bảo hiểm của State Farm và Allstate. GEICO có lợi thế chi phí 15% gần như cố định so với hầu hết các công ty bảo hiểm ô tô.

GEICO bán tất cả các hợp đồng bảo hiểm trực tiếp từ tổng đài trung trâm đến cho nhân viên của GEICO và qua geico.com. Cả hai kênh đều có chi phí thấp hơn đáng kể so với hàng nghìn cửa hàng xi măng cốt thép do các đại lý sở hữu - mỗi người trong

số họ dự kiến tạo ra ít nhất sáu, bảy hoặc tám con số mỗi năm. Nhờ Internet doanh số bán hàng trên geico.com ngày càng tăng. Chi phí bán hàng trên geico.com thấp hơn đáng kể so với qua điện thoại, từ đó càng nâng khoảng cách chênh lệch của GEICO lên cao. Trên thực tế, khoảng cách chênh lệch của GEICO tăng đều đặn suốt 70 năm qua. Trong những thập niên đầu hình thành GEICO, điện thoại chưa được sử dụng rộng rãi. Kênh chính là thư tín. Khi điện thoại trở nên phổ biến cũng là lúc nó trở thành kênh chính.

Mãi đến thập niên 1980, cước phí điện thoại vẫn tương đối đắt đỏ. Nên khi cước phí này giảm dần đều, khoảng cách chênh lệch của GEICO tăng lên. Có thời điểm, GEICO phải trả hơn 25 xu mỗi phút cho dịch vụ đầu số 800 để người gọi không phải trả tiền. Ngày nay, tôi đoán phí dịch vụ chỉ còn 1 xu mỗi phút. Chi phí chính cho việc bán hàng qua điện thoại là đội ngũ nhân viên tư vấn lên đến hàng nghìn người tại GEICO. Thậm chí điều này có thể giảm bớt dễ dàng thông qua attrition nếu mở một hoặc hai trung tâm cuộc gọi ở Ấn Độ. Như vậy sẽ càng tăng thêm khoảng cách chênh lệch hơn nữa.

Trong một hoặc hai thập kỷ, phần lớn các giao dịch của GEICO sẽ thực hiện trên Internet với chi phí gần bằng không, và khoảng cách chênh lệch sẽ mở rộng hơn nữa. State Farm và Allstate không nhận được lợi ích về chi phí như vậy từ Internet hay điện thoại. Vì chi phí cơ sở vật chất, cũng như thù lao nhân viên tiếp tục tăng, họ buộc phải chịu chi phí ma sát ngày càng tăng trong nhiều thập kỷ.

GEICO thành lập vào đầu thập niên 1930 và luôn chú trọng

vào kênh bán hàng trực tiếp. Trong trường hợp của nó, khoảng cách chênh lệch này đã kéo dài hơn 70 năm và đáng kinh ngạc là không có dấu hiệu thu hẹp. Tất cả chênh lệch giá cuối cùng biến mất, và điều này cũng không ngoại lệ. Mặc dù sự lây lan đã tăng lên trong nhiều thập kỷ, nó sẽ dần dần đóng cửa.

GEICO và Progressive là hai công ty bán bảo hiểm ô tô trực tiếp và chiếm khoảng 13% thị trường bảo hiểm ô tô Hoa Kỳ. Mười ba phần trăm này nhỏ hơn nhiều một vài năm về trước, và có thể sẽ lớn hơn nhiều trong những thập kỷ tới. State Farm và Allstate chiếm khoảng 30% thị trường, và thua lỗ của họ có thể là lợi nhuận của GEICO và Progressive. State Farm và Allstate khó có thể sao chép mô hình GEICO mà không chuyển nhượng các đại lý và gây nguy hiểm cho hoạt động kinh doanh cốt lõi của họ.

Trong vài thập kỷ tới, khi việc bán bảo hiểm ô tô trực tiếp trở thành tiêu chuẩn, GEICO chủ yếu sẽ cạnh tranh với các công ty bảo hiểm trực tiếp khác (như Progressive) và khoảng cách chênh lệch sẽ không còn. Thợ cắt tóc của chúng ta có khoảng cách chênh lệch chỉ kéo dài một hoặc hai năm. Khoảng cách chênh lệch của GEICO có khả năng kéo dài gần cả thế kỷ. Trong cả hai trường hợp, thương hiệu đã mang đến cho họ cơ sở doanh thu ổn định với lượng khách hàng hiện hữu. Bàn về sức mạnh của thương hiệu, doanh nghiệp có khả năng sống sót ngay cả sau khi chênh lệch ban đầu biến mất. Tuy nhiên, phát triển trên mức tăng trưởng của nền kinh tế có thể sẽ trở nên rất khó khăn trong vài thập kỷ.

Đánh hơi cơ hội ăn chênh lệch là thứ thúc đẩy các doanh nhân nhập cuộc vào hành trình tạo nên các doanh nghiệp hấp

dẫn. Khi Leo Goodwin lập nên GEICO, có lẽ ông không bao giờ nghĩ đó là mô hình dạng ăn chênh lệch. Tuy đó quả là những gì GEICO làm, và sẽ vẫn tiếp tục làm. Ông không thấy ai bán bảo hiểm ô tô trực tiếp, trong khi bản thân lại cho rằng nó hoàn toàn hợp lý nên đã bắt đầu cuộc hành trình của mình. Chính Ray Kroc cũng không bao giờ nghĩ mình tham gia vào giao dịch ăn chênh lệch; nhưng đó chính xác là mô hình kinh doanh của McDonald. Thị trường bỏ ngỏ một khoảng trống để Ray Kroc bước vào. Còn Howard Schultz thì đang lấp đầy khoảng trống khác với Starbucks. Sau cùng, tất cả những khoảng trống này sẽ khép lại. Đối thủ cạnh tranh xuất hiện trong tương lai không xa, chưa kể thị hiếu của người tiêu dùng có thể thay đổi.

**Xem thêm về Ray Kroc: Người dựng nên đế chế đồ ăn nhanh McDonald's hùng mạnh nhất thế giới:** http://happy.live/ray-kroc-nguoi-dung-nen-de-che-nhanh-mcdonalds-hung-manh-nhat-gioi/

Lấy ví dụ về các cửa hàng Montgomery Ward. Trong những ngày đầu tiên, người sáng lập Aaron Montgomery Ward đã đưa ra tuyên bố, "Đảm bảo làm hài lòng bạn hoặc gửi trả lại tiền". Vào thời điểm đó, trả hàng là chuyện cực chẳng đành và hầu như không thể nếu bao bì của hàng hóa bị tháo mở.

**Starbucks biến mình thành gã công nghệ đi bán cà phê:**
http://happy.live/starbucks-bien-minh-thanh-ga-cong-nghe-di-ban-ca-phe/

Montgomery Ward nhìn thấy khoảng cách chênh lệch và khai thác nó. Tuyên bố đảm bảo trả lại tiền của ông mới lạ và hấp dẫn đối với hầu hết người tiêu dùng và Montgomery Ward thổi bùng tăng trưởng theo quy mô.

Chứng kiến thành công của Montgomery Ward, một doanh nghiệp cách tân khác là Sears liền triển khai khẩu hiệu tương tự. Hầu như không một đối thủ cạnh tranh nào của nó học theo cách tiếp cận trông kỳ quái này. Xét cho cùng, nó đòi hỏi bạn hoàn toàn tin tưởng một người lạ, anh chàng bước vào cửa hàng của bạn để mua đồ và có thể trả lại vì bất kỳ lý do gì. Toàn bộ điều anh ta phải nói là không hài lòng, sau đó Sears hay Montgomery Ward sẽ làm thủ tục hoàn lại tiền. Khoản chênh lệch này kéo dài trong nhiều thập kỷ. Tuy nhiên, ngày nay, khoản chênh lệch đó đã đóng lại khá nhiều ở hầu hết các nước phát triển. Nhà bán lẻ nào cũng cần cung cấp bảo đảm trên như cái giá khi xâm nhập thị trường; nó trở thành yếu tố cơ bản giống như nói lời cảm ơn. Người tiêu dùng kỳ vọng dịch vụ này từ mọi nhà bán lẻ.

Khi khoản chênh lệch đó đóng lại, cả Sears và Montgomery Ward không còn lý do thu hút người mua hấp dẫn nữa. Kết quả là Wards rút khỏi thị trường vào năm 2000, còn Sears trở thành cái bóng của bản thân mình từng là. Nó không thể cạnh tranh với Wal-Mart về giá cả hay hiệu quả; nó không thể cạnh tranh với Target ở phân khúc khách hàng cao cấp; và nó không thể cạnh tranh với nhà bán lẻ chuyên vào duy nhất một lĩnh vực như Home Depot hay Best Buy. Doanh số bán hàng của Sears giảm liên tục trong nhiều năm. Một đột phá tạo khoản chênh lệch khác như danh mục sản phẩm (catalogs) của cả Sears và Ward cũng bị chôn vùi cách đây nhiều năm.

Đổi mới chính của Ford Motor Company là dây chuyền lắp ráp. Điều này cho phép công ty sản xuất ô tô hàng loạt với chi phí giảm đáng kể. Dây chuyền sản xuất không chỉ được đối thủ cạnh tranh của Ford áp dụng, mà còn trở thành tiêu chuẩn của hầu hết các nhà sản xuất khắp mọi ngành công nghiệp. Khoản chênh lệch dây chuyền lắp ráp của Ford đóng lại nhiều thập kỷ trước. Sự đổi mới của General Motors là phân khúc cho thị trường ô tô bằng cách tạo thương hiệu và mẫu xe cho từng phân lớp người tiêu dùng. Khoản chênh lệch đó đã đóng lại nhiều năm trước. Chúng ta không cần phải ngạc nhiên khi cả hai doanh nghiệp từng trải qua thời gian kiếm tiền khó nhọc. Khoản chênh lệch làm nên lịch sử của Ford và General Motors tạo nên thành công của chúng. Hàng nghìn công ty ô tô thành lập trong buổi bình minh của ngành công nghiệp này có khoản chênh lệch mỏng và nhanh chóng mất dạng.

Khi tôi sống ở Naperville, Illinois, vào những năm 1980, có một khu trung tâm mua sắm sát cạnh nhà tôi. Khách thuê chính (anchor tenant) là cửa hàng bách hóa Eagle. Những khách thuê khác bao gồm nhà hàng Trung Hoa bán đồ mua mang về, công ty bảo hiểm State Farm, hiệu làm tóc,... Mỗi khi lái xe ngang qua khu trung tâm mua sắm, tôi ngạc nhiên vì không biết bao nhiêu doanh nghiệp đã thay đổi. Nhiều khi tôi nghĩ nếu mình chụp toàn bộ khu mua sắm vào ngày 1 tháng Một hàng năm, sau đó gom tất cả bức ảnh vào một cuốn sách, tôi sẽ tìm thấy một số thay đổi trong các bức ảnh theo từng năm. Trong lần kiểm tra gần đây nhất của tôi thì State Farm vẫn còn ở đó và nó đã trụ ở đây gần 20 năm.

Một số ngành kinh doanh có con hào kinh tế hẹp hơn những ngành khác. Bách hóa Eagle phá sản một vài năm sau đó - bán hàng bách hóa là một lĩnh vực gian nan. Sau khoảng 10 năm, ngoại trừ tiệm làm tóc và State Farm thì gần như tất cả khách thuê đều thay đổi. Tiệm làm tóc có vòng lặp doanh thu định kỳ từ nguồn cơ sở khách hàng ổn định và ai nấy cũng cần bảo hiểm ô tô. Trong vài thập kỷ tới, khi GEICO và Progressive "cuỗm" đi khách hàng mua bảo hiểm của State Farm, văn phòng kia cũng có thể đóng cửa.

Khoản chênh lệch Dhandho bền vững là thứ Warren Buffett gọi là con hào kinh tế trong phần trả lời câu hỏi tại cuộc họp thường niên Berkshire Hathaway vào năm 2000 ở Omaha, Nebraska:

*Chúng ta muốn sở hữu lâu đài với con hào rộng chứa đầy cá mập và cá sấu để có thể phòng vệ bọn cướp - hàng triệu người có*

*vốn muốn lấy vốn của chúng ta. Chúng ta liên tưởng đến con hào có thể chống kẻ khác vượt qua, và nhắc ban lãnh đạo của chúng ta mở rộng con hào của họ hàng năm, ngay cả khi lợi nhuận không tăng lên hàng năm. Chúng tôi nghĩ hầu hết các doanh nghiệp của chúng ta đều có con hào to và rộng.*

*-Warren Buffett*

Buffett có biệt tài mua doanh nghiệp với con hào bền vững và tồn tại khoản chênh lệch. Tuy nhiên, ngay cả Berkshire, một số doanh nghiệp tuyệt vời vẫn mang con hào trống trơn. Một số ví dụ là Blue Chip Stamps và World Book. Cũng như công ty sản xuất tem Sperry and Hutchinson, Blue Chip Stamps được các nhà bán lẻ đặt hàng để tặng tem cho người tiêu dùng dựa trên số tiền họ mua sắm. Dịch vụ này nhằm tăng cường lòng trung thành theo thời gian với các nhà bán lẻ cung cấp những con tem này. Khách hàng có thể đổi tem và nhận được nhiều món hàng miễn phí. Tuy nhiên, công ty vốn có tất cả này (con hào kinh tế to, rộng) đã biến mất. Hay như công ty Airline miles cũng là sự tương tự như công ty Tem Blue chip, các công ty này cũng bị quét sạch bóng.

World Book là nhà xuất bản bách khoa toàn thư do Berkshire Hathaway sở hữu. Đối thủ chính của nó từng là Encyclopedia Britannica. Ngày nay cả hai doanh nghiệp gần như không tồn tại. Britannica hay World Book không thể địch nổi Google. Những con hào của chúng bốc hơi.

Buffalo News là một chi nhánh khác của Berkshire, và cũng là tờ báo thống trị ở Buffalo. Trong nhiều năm, Buffalo News chính thức nắm độc quyền. Độc giả báo giấy giảm xuống, và mỗi

ngày trôi qua con hào của nó co lại từng phút giây một. Điều này không có nghĩa chúng là những khoản đầu tư tồi tệ. Ngược lại, cả ba đều là những cú home run cho Berkshire. Chúng sở hữu những mô hình kinh doanh mạnh mẽ trong thời gian đủ lâu để Berkshire tạo ra tỷ suất lợi nhuận trên đầu tư ngoạn mục. Một phần See's Candy được mua từ dòng tiền trôi nổi tại Blue Chip Stamps.

Chúng ta biết rằng tất cả các khoản chênh lệch Dhandho rồi sẽ biến mất. Câu hỏi quan trọng là: Khoản chênh lệch đó có khả năng kéo dài bao lâu và độ rộng của con hào là bao nhiêu? Theo Buffett:

*Chìa khóa đầu tư không phải nằm ở việc đánh giá mức độ ảnh hưởng của một ngành lên xã hội, hoặc nó sẽ phát triển như thế nào, mà là xác định lợi thế cạnh tranh của công ty, và trên tất cả là độ bền vững của lợi thế đó.*

*-Warren Buffett*

Cuối cùng, mọi thứ sẽ xuống cấp. Ngay cả khi khoản chênh lệch Dhandho tưởng chừng vĩnh cửu, doanh nghiệp rồi cũng biến mất. Điều đó không có nghĩa rằng chúng ta không thể đầu tư và thu về khoản lợi nhuận khấm khá. Tuy nhiên, chúng ta cần có một số quan điểm về khả năng khoản chênh sẽ kéo dài 10 tháng hay là 10 năm. Khoản chênh càng rộng càng tốt; càng bền vững càng tốt. Sự khác biệt giữa khoản chênh lệch Dhandho và khoản chênh lệch truyền thống chủ yếu nằm ở thời gian và độ rộng của khoản chênh lệch. Với Dhandho, khoản chênh lệch này có thể kéo dài trong nhiều năm, và lợi nhuận nhà đầu tư có thể thu được nhờ đó là rất lớn.

Hãy túc trực tìm kiếm các cơ hội chênh lệch giá. Chúng cho phép bạn thu về tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư cao mà gần như không chịu bất cứ khoản rủi ro nào. Khai thác những khoản chênh lệch Dhandho hết mức có thể. ●

# CHƯƠNG 12

## DHANDHO 401: LUÔN BÁM VÀO BIÊN AN TOÀN

CÓ LẼ BẠN KHÔNG NHẬN RA RẰNG MÌNH ĐÃ HOÀN THÀNH học phần năm nhất và năm hai trong đồ án nghiên cứu Dhandho.

Giờ bạn là sinh viên năm ba - chỉ còn một chặng nữa thôi. Bạn hết mực yêu thích chuyên ngành này, đến độ quyết định theo học trường đại học Dhandho và lấy bằng MDI - thạc sĩ đầu tư Dhandho (Master of Dhandho Investing). Bạn cần vượt qua ba chương nữa để chính thức bước vào chương trình đào tạo sau đại học Dhandho. Ba chương này có cấp độ đại học. Khi bạn thấm nhuần và biến chúng thành một phần trong tâm thức của bản thân, bạn sẽ thấy mình càng khao khát được học chương trình MDI hơn nữa. Nhiều nguồn đáng tin cậy đã gợi ý MDI mang đẳng cấp một trời một vực so với MBA của Harvard, và nó có khả năng giúp bạn giàu có hơn.

Buffett nói chuyện với các sinh viên kinh tế của trên 30 trường đại học mỗi năm, đại diện cho nhiều bậc xếp hạng - từ Harvard và Yale đến Đại học Tennessee và Texas A&M. Sinh viên hỏi ông hầu hết mọi chủ điểm trong hơn một tiếng đồng hồ trước khi ăn trưa với Buffett tại nhà hàng bít tết yêu thích của ông. Gần như các lớp sinh viên đều hỏi Buffett tựa sách khuyên đọc. Vài chục năm nay, Buffett luôn trung thành với đề bạt cho cuốn sách *"Nhà*

*đầu tư thông minh*" của Benjamin Graham. Những gì ông phát biểu trước sinh viên Trường Kinh doanh Columbia ở Omaha, Nebraska, vào ngày 24 tháng Ba năm 2006, như sau:

*Nhà đầu tư thông minh vẫn là cuốn sách chỉ dạy đầu tư đỉnh nhất. Gói gọn chỉ ba ý tưởng bạn thực sự cần:*

*1) Chương 8 - Phép loại suy Ngài Thị Trường. Để thị trường chứng khoán phục vụ bạn. Phần C của Wall Street Journal là nhà môi giới kinh doanh của tôi - nó báo giá cho tôi mỗi ngày để tôi có thể chọn hoặc bỏ, và không có cái gọi là giá phải thực hiện (strike).*

*2) Cổ phiếu là một phần của doanh nghiệp. Đừng bao giờ quên rằng bạn đang mua một doanh nghiệp có giá trị cơ sở dựa trên dòng tiền vào và ra.*

*3) Chương 20 - Biên an toàn. Hãy đảm bảo bạn đang mua một doanh nghiệp với giá thấp hơn giá trị thận trọng mà bạn nghĩ.*

*-Warren Buffett*

Quan điểm của Graham về tầm quan trọng của biên an toàn có vẻ khá dễ hiểu và đơn giản. Gợi nhớ năm cấp độ thông minh tăng dần của Einstein là "Nhanh trí (Smart), Sáng dạ (Intelligent), Tài giỏi (Brilliant), Thiên tài (Genius), Đơn giản (Simple)." Khi chúng ta mua một tài sản thấp hơn đáng kể so với giá trị của nó tức là ta cắt giảm rủi ro. Phẩm chất thiên tài của Graham thể hiện ở chỗ ông gắn kết hai thực tại này:

*1. Chiết khấu chênh giá trị nội tại càng lớn, rủi ro càng thấp.*

*2. Chiết khấu chênh giá trị nội tại càng lớn, lợi nhuận càng cao.*

Nhà đầu tư Papa Patel và Manilal có thể chưa bao giờ nghe đến Benjamin Graham. Branson cũng vậy, có thể ông chưa bao giờ đọc cuốn sách nào của Graham. Tuy nhiên hành trình

Dhandho của họ luôn dồn vào việc giảm thiểu rủi ro. Họ luôn gắn mình vào khái niệm ra vẻ kỳ quái rằng "rủi ro càng thấp, phần thưởng càng cao."

Hầu hết các trường kinh doanh hàng đầu trên thế giới không hiểu các nguyên tắc cơ bản của biên an toàn hay Dhandho. Đối với họ, rủi ro thấp và lợi nhuận thấp đi liền khúc ruột, cũng như rủi ro cao và lợi nhuận cao. Trong suốt cuộc đời, tất cả chúng ta đều bắt gặp nhiều tình huống rủi ro thấp, có lợi nhuận cao. Chúng tồn tại khắp mọi khía cạnh của cuộc sống. Các trường kinh doanh lý ra nên dạy sinh viên cách dò tìm và khai thác những cơ hội này.

Một trong những ví dụ sinh động nhất về biên an toàn trong thị trường chứng khoán là quan điểm của Warren Buffett về vấn đề mua cổ phiếu Washington Post vào năm 1973:

*Toàn bộ cổ phần [Washington Post (WPC)] chúng tôi đã mua vào giữa năm 1973 có mức giá không quá một phần tư giá trị doanh nghiệp trên mỗi cổ phiếu. Tính toán tỷ lệ giá/giá trị không yêu cầu thấu hiểu bất thường. Hầu hết các nhà phân tích chứng khoán, môi giới truyền thông và ban lãnh đạo truyền thông đều ước tính giá trị kinh doanh nội tại của WPC từ 400 đến 500 triệu đô la giống như kết quả của chúng tôi. Giá trị thị trường chứng khoán 100 triệu đô la của nó đều công khai hàng ngày cho tất cả mọi người. Lợi thế của chúng tôi mà đúng hơn là thái độ: chúng tôi đã học từ Ben Graham rằng chìa khóa để thành công trong đầu tư là mua cổ phiếu của các doanh nghiệp tốt khi giá thị trường chiết khấu lớn sc với giá trị kinh doanh cơ sở.*

*...Trong giai đoạn từ năm 1973 đến 1974, WPC tiếp tục hoạt động hiệu quả, và giá trị nội tại tăng lên. Tuy nhiên, vào cuối năm 1974, số cổ phần WPC chúng tôi nắm giữ đã giảm khoảng 25%, cụ thể là giá trị thị trường đạt 8 triệu đô la trong khi chi phí của chúng tôi đến 10,6 triệu đô la. Số cổ phần chúng tôi mua được giá hời đến lạ một năm trước đó nay trở nên rẻ hơn thêm một ít nữa theo giá thị trường, trong sự khôn ngoan vô tận của nó, làm cho giá cổ phiếu WPC thấp hơn 20 xu so với một đồng đô la giá trị nội tại.*

*-Warren Buffett*

Ngoài ra, Buffett không bán đi dù là một cổ phiếu của Washington Post trong 33 năm nắm giữ cổ phiếu này. Khoản đầu tư ban đầu trị giá 10,6 triệu đô la này hiện trị giá trên 1,3 tỷ đô la - gấp 124 lần khoản đầu tư ban đầu. Washington Post trả một khoản cổ tức khiêm tốn không được bao gồm trong số 124 lần. Cổ tức khiêm tốn đó, hiện được trả cho Bưu điện cho Berkshire mỗi năm, vượt quá số tiền mà ông Buffett trả cho cổ phiếu ngay từ đầu.

Tại sao giao dịch của Washington Post ở mức chênh lệch lớn đến giá trị nội tại trong 1973/1974? Ông Buffett tiếp tục đưa ra lời giải thích:

*Tuy nhiên, hầu hết các nhà đầu tư tổ chức vào đầu thập niên 1970, coi giá trị doanh nghiệp chỉ là thông số liên quan thứ yếu trong quyết định mua bán. Thời nay, điều này trông đến khó tin. Tuy nhiên, các thể chế này đã theo học các trường kinh doanh thanh thế, họ rao giảng lý thuyết thời thượng: thị trường chứng khoán hoàn toàn hiệu quả, do đó tính toán giá trị doanh nghiệp - thậm chí bản thân suy nghĩ - không hề quan trọng trong hoạt động*

*đầu tư. (Chúng ta hàm ơn những nhà học thuật hàn lâm đó: điều gì có thể tạo lợi thế trong một cuộc thi trí tuệ - dù đó là trò bridge, cờ vua, hay lựa chọn cổ phiếu - hơn việc có những đối thủ được dạy bảo rằng tư duy chỉ là trò lãng phí năng lượng?).*

*-Warren Buffett*

Trong 20 năm qua, tư duy của các nhà đầu tư tổ chức về thị trường hiệu quả không có nhiều thay đổi, như lời Charlie Munger trong phát biểu tại hội nghị thường niên Wesco năm 2004:

*Rất ít người áp dụng cách tiếp cận của chúng tôi... Có lẽ 2% tổng số sẽ chui vào góc của chúng tôi trong lều, 98% phần còn lại sẽ tin vào điều được bảo (ví dụ, thị trường hoàn toàn hiệu quả).*

*- Charlie Munger*

Cần lưu ý rằng Buffett đã mua cổ phần của Washington Post với mức chiết khấu 75% so với giá trị nội tại. Như Benjamin Graham chia sẻ với Thượng nghị sĩ Fulbright, tất cả khoản giảm giá so với giá trị nội tại rồi cũng đóng lại. Buffett biết rằng khoảng cách này có thể sẽ đóng lại vài năm kế tiếp. Khi quyết định đầu tư, tôi giả định khoản chênh lệch có khả năng đóng lại từ ba năm trở xuống. Kinh nghiệm của chuyên gia đầu tư như tôi hơn 7 năm qua cho thấy khoản chênh lệch đóng lại trong dưới 18 tháng.

Buffett mua cổ phần của Washington Post với giá khoảng 6,15 đô la mỗi cổ phiếu vào năm 1973. Ông biết rằng doanh nghiệp có giá trị khoảng 25 đô la mỗi cổ phiếu. Giả sử ít nhất Washington Post cũng tăng đến 90% giá trị nội tại của mình trong ba năm. Ngoài ra, giả sử nhờ thu nhập giữ lại và tăng trưởng kinh doanh, giá trị nội tại tăng ở mức khiêm tốn 10% một năm. Do đó, vào năm 1976, trị giá mỗi cổ phiếu của doanh nghiệp đạt trên 33,28

đô la (25 đô la × 1,1 × 1,1 × 1,1), và 90% của số đó đạt khoảng 30 đô la. Nếu một người mua cổ phiếu vào năm 1973 và bán vào năm 1976, lợi nhuận hàng năm sẽ đạt khoảng 70% mỗi năm. Vận dụng Công thức Kelly trên khoản đầu tư này xem sao. Giả sử tỷ lệ cược thận trọng trong ba năm như sau:

| | |
|---|---|
| Tỷ lệ đạt lợi nhuận gấp 4 lần trở lên | 80% |
| Tỷ lệ đạt lợi nhuận gấp từ 2 đến 4 lần | 15% |
| Tỷ lệ hòa vốn đến đạt lợi nhuận gấp 2 lần | 4% |
| Tỷ lệ thua lỗ hoàn toàn | 1% |

Trong trường hợp này, Công thức Kelly khuyến cáo nhà đầu tư đặt cược 98,7% ngân quỹ mình có cho cơ hội dâng tận cửa này. Vào thời điểm đó, Berkshire Hathaway có tổng vốn hóa thị trường khoảng 60 triệu đô la. Tiền mặt có sẵn dường như chiếm một phần nhỏ trong con số này. Tôi đoán Buffett hẳn sử dụng hơn 25% ngân quỹ hiện có của mình vào khoản cược này.

Ta có thể hiểu lý do Graham gắn chặt vào biên an toàn. Giảm thiểu rủi ro đồng thời tối đa hóa lợi thế là một khái niệm quyền năng. Đó là lý do khiến Buffett đạt giá trị tài sản ròng hơn 40 tỷ đô la. Ông có được bằng cách chấp nhận rủi ro nhỏ đồng thời luôn tối đa hóa lợi nhuận. Phần nhiều, tài sản giao dịch ở mức giá bằng hoặc cao hơn giá trị nội tại của chúng. Tuy nhiên, chìa khóa, là kiên nhẫn chờ đợi cú phát bóng siêu nhanh trung tâm.

Người ta gọi đó là quãng thời gian chìm trong đau khổ và bi quan cực độ, khi mà tính hợp lý vụt mất ngoài cửa sổ và giá

của những tài sản nhất định thì thấp hơn giá trị nội tại cơ sở của chúng. Đau khổ cùng cực có thể xuất phát từ các sự kiện vĩ mô như 11/9 hoặc khủng hoảng tên lửa Cuba. Hoặc đó có thể là một công ty cụ thể - ví dụ như giá cổ phiếu của Tyco sụp đổ trong vụ bê bối tham nhũng Dennis Kozlowski.

*Tyco International được thành lập vào năm 1960. Công ty này hoạt động trong lĩnh vực hệ thống phòng cháy chữa cháy, thiết bị an ninh, và xây dựng đường ống. Năm 2002, công ty có dính líu tới vụ bê bối khi CEO Dennis Kozlowski bị bắt giữ vì tội biển thủ hơn 120 triệu đô la tiền quỹ của công ty. Kozlowski bị kết án 25 năm tù giam vào năm 2005 - Chú thích của người dịch. Nguồn: Newzing*

Chúng ta không thể dự đoán nhóm tài sản nào có khả năng gặp khó khăn tiếp theo. Tuy nhiên, nếu ta chỉ tập trung vào một lớp tài sản cổ phiếu, bao gồm hàng nghìn doanh nghiệp. Hầu như mỗi tuần, các doanh nghiệp cụ thể giao dịch trên thị trường chứng khoán có thể thấy giá của chúng sụp đổ. Đôi khi nguyên cả lĩnh vực cũng bị xóa sổ. Tuy nhiên, hiếm khi xảy ra sự kiện toàn bộ thị trường bị bán hạ giá do một cú sốc vĩ mô nào đó, điển hình là sự kiện 11/9.

Papa Patel, Manilal, Branson, Graham, Munger, và Buffett luôn gắn chặt vào biên an toàn lớn và miệt mài tìm kiếm những khoản đầu tư có rủi ro thấp, lợi nhuận cao. Đây thực sự là công thức của vận may. ●

# CHƯƠNG 13

# DHANDHO 402: ĐẦU TƯ VÀO CÁC DOANH NGHIỆP CÓ RỦI RO THẤP NHƯNG BẤT ĐỊNH

PAPA PATEL, MANILAL, BRANSON, VÀ MITTAL ĐỀU THUẬN về đầu tư doanh nghiệp có rủi ro thấp. Tuy nhiên, hầu hết các doanh nghiệp họ đầu tư chứa rất nhiều khả năng có thể xảy ra. Thành tích tương lai của các doanh nghiệp này không hề có cơ sở chắc chắn. Tuy nhiên, những doanh nhân Dhandho sắc sảo này đã dự trù kỹ lưỡng các khả năng và nhìn vào khía cạnh tích cực từ thực tế là lượng vốn đầu tư ít ỏi hoặc tỷ lệ thua lỗ vĩnh viễn cực thấp. Cả hai là đặc tính đáng thèm khát trong đầu tư. Ngoài ra, bức tranh khá mơ hồ. Các doanh nghiệp của họ có điểm thống nhất chung là rủi ro thấp, bất định cao. Họ không tính tỷ lệ cược theo Công thức Kelly nhưng về bản chất họ hiểu được cơ hội tăng bằng lần số vốn đầu tư trong khi xác suất thua lỗ rất nhỏ. Đó là công thức đặt cược đơn giản: "Ngửa tôi thắng; sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!"

Phố Wall đôi khi lầm lẫn giữa rủi ro (risk) và bất định (uncertainty), đấy là lúc bạn dứt ngọt lợi nhuận từ sự mập mờ này. Dân phố Wall ghét bất định, giải thích cho sự sụp đổ giá cổ phiếu niêm yết của doanh nghiệp cơ sở. Dưới đây là một vài kịch bản có khả năng khiến giá cổ phiếu suy giảm:

- Rủi ro cao, bất định thấp
- Rủi ro cao, bất định cao
- Rủi ro thấp, bất định cao

Sự kết hợp thứ tư được phố Wall ưa thích là rủi ro thấp và bất định thấp, nên giá cổ phiếu của những chứng khoán này thể hiện khối lượng giao dịch cao ngất ngưởng. Bạn nên tránh đầu tư vào các doanh nghiệp này. Trong số ba sự kết hợp trên cùng, mẫu duy nhất cuốn hút những người sành nghệ thuật Dhandho như chúng ta là sự kết hợp của rủi ro thấp, bất định cao. Nó mang đến cho ta mưu cầu tham vọng nhất với tỷ lệ cược tung đồng xu nhất định. Ngửa thì tôi thắng, sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu!

Các doanh nghiệp như American Express, ADP, Paychex, Procter & Gamble và Costco đều là ví dụ cho doanh nghiệp có tính bất định thấp. Giá cổ phiếu của chúng hiếm khi dừng ở mức giá hời. Khi bất định giăng phủ tương lai của chúng, như sự việc đã xảy ra với American Express vào thập niên 60 khiến cổ phiếu của chúng rớt giá thảm hại.

*Từ những năm 1960, Buffett đã nắm cổ phiếu của công ty dịch vụ tài chính American Express (AmEx). Ông mua vào cổ phiếu AmEx sau khi giá cổ phiếu công ty này giảm một nửa vì những khoản nợ xấu. Khi đó, Buffett tin rằng, người dân sẽ dùng thẻ phổ biến trong giao dịch hàng ngày và AmEx sẽ trở thành một cổ phiếu blue-chip.*

*Tính đến tháng 6 năm 2018, Berkshire sở hữu 17,5% cổ phần American Express, trị giá khoảng 15,4 tỷ đô. Đó là khoản tăng trưởng gần gấp 12 lần giá trị từ số tiền 1,29 tỷ đô ban đầu - Chú thích của người dịch. Nguồn: 24/7 Wall St*

**Xem thêm 6 cổ phiếu "ruột" của Warren Buffett:**
http://happy.live/6-co-phieu-ruot-cua-warren-buffett/

## STEWART ENTERPRISES

Một hình mẫu tiêu biểu về doanh nghiệp rủi ro thấp, bất định cao là tình huống của Stewart Enterprises (STEI) vào năm 2000. Stewart là công ty 96 tuổi, kinh doanh dịch vụ tang lễ từ những năm 1910. Ngành dịch vụ tổ chức tang lễ đã manh mún cao độ cho tới khi trở thành một trào lưu vào đầu những năm 1990 để nâng tầm lên thành các doanh nghiệp tỉ đô la. Các công ty như Stewart Enterprises (STEI), Loewen, Service Corp. (SRV), và Carriage Services (CSV) miệt mài thu mua các doanh nghiệp nhỏ lẻ với số lượng lớn, kéo theo hệ quả là nợ nần chất chồng.

Sai lầm của cả ba là đa phần các thương vụ mua lại thực hiện bằng tiền mặt mà không phải cổ phần, cộng với việc tự do vay tiền để hỗ trợ cho cơn khát mua lại của mình. Bản nhạc dừng lại khi Loewen không thể kham nổi khối nợ sổ sách của mình và bị phá sản. Phố Wall mất đi niềm phấn khích đối với doanh nghiệp dịch vụ tang lễ, cổ phiếu của chúng bắt đầu giảm xuống. Chủ ngân hàng và người cho vay không còn hứng thú cho vay

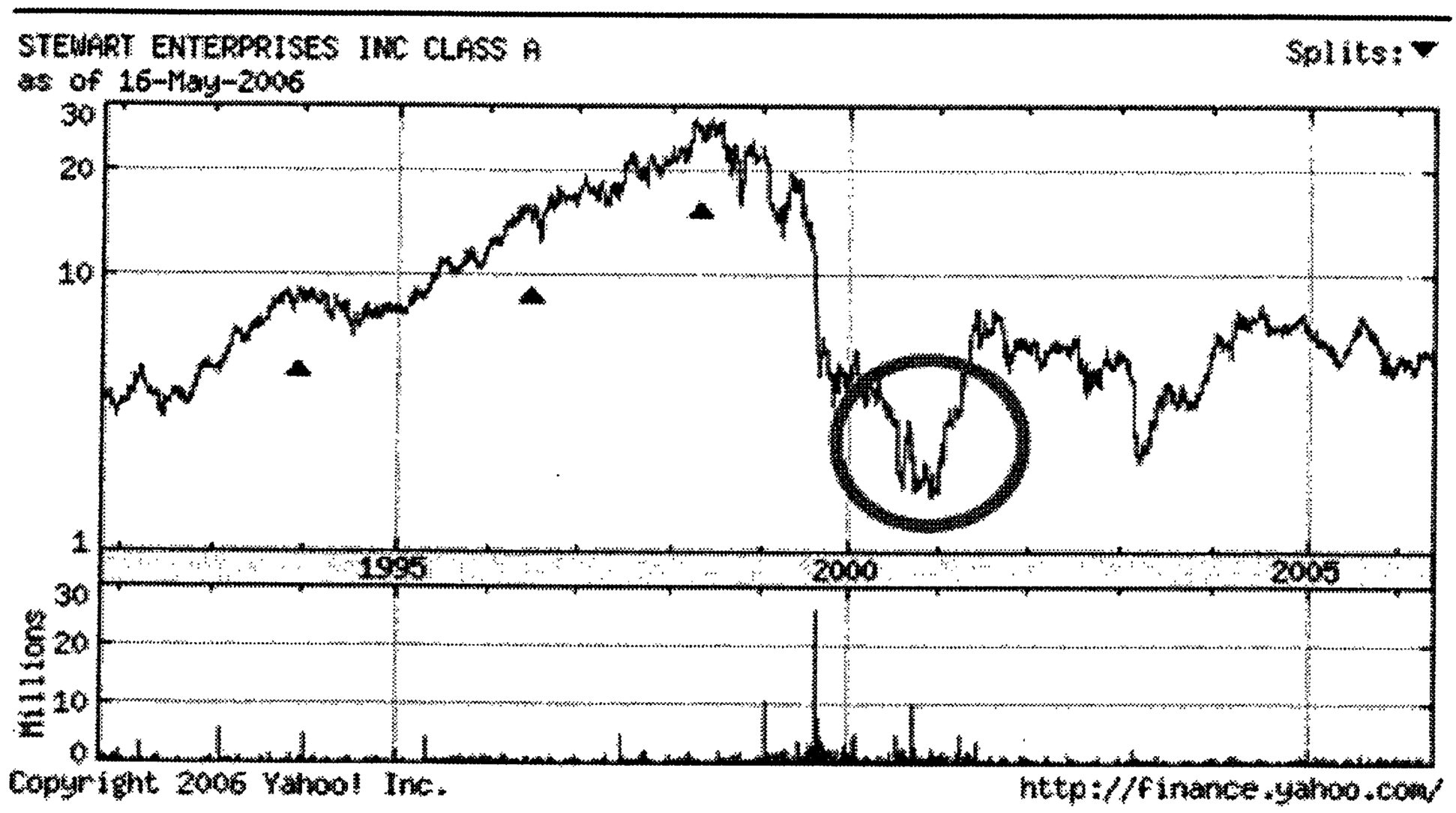
thêm nữa và muốn tháo gỡ đòn bẩy trong bảng cân đối. Không còn thương vụ mua lại tiếp tế, doanh số bán hàng đi ngang. Đây không phải doanh nghiệp tăng trưởng.

Nợ dài hạn của Stewart đã lên đến 930 triệu đô la vào năm 2000, trong đó khoảng 500 triệu đô la đến hạn thanh toán vào năm 2002. Phố Wall bắt đầu nghi ngờ khả năng trả nợ và lãi vay của tất thảy những "quái thú" ngành dịch vụ tang lễ và định giá cổ phiếu của họ như thể sắp sửa phá sản. Trước mối nguy này, Stewart chứng kiến giá cổ phiếu của mình rơi từ 28 đô la xuống dưới 2 đô la mỗi cổ phiếu trong hai năm (Hình 13.1).

Vào mùa thu năm 2000, khi đang đọc danh sách các cổ phiếu với tỷ lệ thu nhập trên giá (P/E) thấp nhất của Value Line, thì một cái tên đập vào mắt tôi. Nhiều tuần qua, đây là hai cổ phiếu tôi chưa nghe danh bao giờ, nay lại liệt vào nhóm cổ phiếu có P/E thấp nhất trong toàn bộ vũ trụ Value Line. Chúng là Service Corp. và Stewart Enterprises. Cả hai đều có tỷ lệ P/E dưới 3. Tôi đã theo dõi danh sách này của Value Line trong nhiều năm. Một doanh nghiệp trong thị trường có chứa 1.600 mã cổ phiếu mà giao dịch với mức giá chưa tới 3 lần so với thu nhập thì quả hiếm gặp. Hơn nữa, tôi nhận thấy cả hai doanh nghiệp này đều thuộc ngành kinh doanh dịch vụ tang lễ. Hoạt động nghe có vẻ đơn giản, vì vậy tôi quyết định đào sâu hơn.

*Value Line là một công ty nghiên cứu đầu tư và tài chính độc lập có trụ sở tại New York, Hoa Kỳ, được thành lập năm 1931 bởi Arnold Bernhard - Chú thích của người dịch. Nguồn: Internet.*

**Hình 13.1 Stewart Enterprise's (STEI) sụt giảm từ 28 đô la xuống còn 2 đô la từ năm 1998 đến 2000**




© 2006 Yahoo! Inc. YAHOO! and the YAHOO! logo are trademarks of Yahoo! Inc.

Tôi nhớ có lần đọc được bài báo hay ho của tờ Chicago Tribune vào giữa những năm 1990. Bài viết khai thác tỷ lệ thất bại của các doanh nghiệp theo ngành. Mà phần đặc biệt lưu tâm là bảng liệt kê tỷ lệ thất bại của doanh nghiệp theo mã phân loại công nghiệp theo tiêu chuẩn SIC (standard industrial classification). Điều bất ngờ là tỷ lệ thất bại thấp nhất trong số các ngành kinh doanh là nhà tang lễ. Ngẫm kỹ, tôi thấy hoàn toàn hợp lý:

- Các gia đình muốn nghi thức cuối cùng cho người thân của mình được đàng hoàng. Họ không kì kèo trả giá mà thường theo nếp truyền thống và sử dụng dịch vụ cùng một nhà tang lễ, như dòng họ đã từng trong quá khứ.
- Tôi không biết lấy một thanh thiếu niên nào thiết tha làm trùm trong lĩnh vực tang lễ. Bản chất u sầu của hoạt động kinh doanh cũng làm lớp khởi nghiệp mới nhỏ giọt.

• Như Warren Buffett đã tuyên bố gãy gọn, các ngành công nghiệp thay đổi nhanh chóng là điềm gở cho nhà đầu tư. Lựa chọn của hầu hết chúng ta cân nhắc cho nghi thức cuối cùng của họ tương đối thành hình và chậm thay đổi hàng trăm năm qua. Ngay cả xu hướng chuộng hỏa táng ngày càng tăng đi nữa, các doanh nghiệp hiện thời vẫn có thể thích ứng và dễ dàng chuyển mình.

• Dân số Hoa Kỳ tiếp tục tăng trưởng và dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng trong những thập kỷ tiếp theo, dẫn đến dòng doanh thu (revenue stream) tăng lên trong nhiều năm tới.

• Nếu như tuổi thọ tăng lên khiến cho doanh thu ngắn hạn trở nên ảm đạm, thì doanh thu từ khách hàng muốn lên kế hoạch tang lễ (pre-need) cho mình lại làm đối trọng cho xu hướng này. Số lên kế hoạch cho tang lễ chiếm khoảng 25% tổng doanh thu của nhiều công ty khai thác dịch vụ này. Hẳn là bạn sẽ muốn lập một doanh nghiệp trong đó khách hàng của bạn trả tiền dịch vụ cho bạn ngay hôm nay mà bạn có thể sẽ không cung cấp trong 40 năm!

Với những đặc tính này, nhà tang lễ theo lý nên giao dịch với mức phí rất cao với tỷ lệ P/E đạt hai con số. Dòng tiền của chúng có mức độ chắc chắn rất cao. Chưa hết, hoạt động kinh doanh với lớp áo chống đạn này bị phố Wall vứt xó.

Vào tháng 7 năm 2000, không có câu trả lời rõ ràng nào về việc Stewart sẽ trả nợ để khỏi bị phá sản ra sao. Phố Wall cho rằng công ty rồi phải tuyên bố vỡ nợ khi không có khả năng trả nợ đúng kì hạn và cổ phiếu rớt giá.

Ở thời điểm đó, Stewart có doanh thu hàng năm đạt khoảng 700 triệu đô la và sở hữu khoảng 700 nghĩa trang và nhà tang lễ tại chín quốc gia, với phần lớn nằm ở Hoa Kỳ. Giá trị sổ sách hữu hình của Stewart đạt 4 đô la mỗi cổ phiếu. Do đó, nó giao dịch bằng một nửa giá trị sổ sách. Vì giá trị sổ sách bao gồm tài sản hữu hình như đất đai theo giá vốn (land at cost), nên có khả năng bị đánh giá thấp đi.

Thu nhập và dòng tiền hoạt động của Stewart trong sáu tháng tính đến ngày 30 tháng 4 năm 2000 đạt khoảng 38 triệu đô la, tương đương khoảng 0,36 đô la mỗi cổ phiếu. Tính theo cơ sở hàng năm, doanh nghiệp tạo ra dòng tiền tự do khoảng 0,72 đô la mỗi cổ phiếu. Cổ phiếu đang giao dịch ở giá thấp hơn dòng tiền ba lần. Nó cũng giao dịch xấp xỉ 1/4 doanh thu hàng năm.

Nhìn bên ngoài, không có nhiều thay đổi rõ rệt sau thương vụ mua lại hàng trăm nhà tang lễ nhỏ lẻ. Tên tuổi của chúng vẫn giữ nguyên vì những nhà tang lễ nhỏ này có vốn thương hiệu (brand equity) khổng lồ trong các cộng đồng của họ, ngoại trừ khâu vận hành đằng sau, bán dịch vụ làm tang lễ trả trước được sắp xếp hợp lý hóa và công ty hóa sở hữu. Mỗi nhà tang lễ như vậy là một doanh nghiệp tuyệt vời với đặc trưng dòng tiền tự do sinh lời và có thể dự đoán được. Bảng cân đối kế toán yếu của công ty mẹ là thủ phạm.

Vào thời điểm nợ đến hạn, công ty tạo ra hơn 155 triệu đô la dòng tiền tự do, khiến thâm hụt dưới 350 triệu đô la. Tôi kết luận rằng có năm kịch bản có thể xảy ra cho Stewart trong 24 tháng tới:

1. Mỗi thực thể nhà tang lễ là một doanh nghiệp độc lập riêng biệt. Stewart thâu tóm hàng trăm nhà tang lễ thuộc sở hữu gia đình. Các doanh nghiệp đó vẫn giữ tên cũ. Hầu hết khách hàng không biết quyền sở hữu đã thay đổi. Vì vậy, để tăng tiền mặt, Stewart có thể chọn bán một số nhà tang lễ của mình. Có thể đoán chừng nhiều chủ sở hữu trước đó sẽ mua lại chúng. Điển hình sẽ trị giá gấp tám lần dòng tiền trở lên đối với mỗi nhà tang lễ. Tôi nhận thấy công ty mẹ có khả năng bán lại cho các chủ sở hữu ban đầu với giá ít nhất gấp bốn đến tám lần dòng tiền. Do đó, có thể bán đi 100 đến 200 nhà tang lễ để trừ nợ.

| | |
|---|---|
| Tỷ lệ cược tôi gán cho kịch bản này | 25% |
| Giá trị vốn chủ sở hữu trong 24 tháng nếu kịch bản này xảy ra | > 4 đô la mỗi cổ phiếu |

2. Người cho vay hoặc ngân hàng của Stewart có thể cân nhắc dòng tiền mặt vững chắc và mô hình kinh doanh có thể dự đoán được mà kéo dài thời gian đáo hạn cho vay hoặc tái cấp nợ - đặc biệt nếu công ty đề nghị trả lãi suất cao hơn (chẳng hạn cao hơn 0,02% bình thường).

| | |
|---|---|
| Tỷ lệ cược tôi gán cho kịch bản này | 35% |
| Giá trị vốn chủ sở hữu trong 24 tháng nếu kịch bản này xảy ra | > 4 đô la mỗi cổ phiếu |

3. Stewart có thể tìm một nhà cho vay khác. Với dòng tiền mạnh, nó có khả năng tìm được nhiều phía cho vay - đặc biệt nếu chịu lãi suất cao hơn 0,01% hoặc 0,02% so với tình hình chung.

| | |
|---|---|
| Tỷ lệ cược tôi gán cho kịch bản này | 20% |
| Giá trị vốn chủ sở hữu trong 24 tháng nếu kịch bản này xảy ra | > 4 đô la mỗi cổ phiếu |

4. Stewart bị phá sản. Đối với một tổ chức tái cấu trúc bị phá sản như Stewart, thẩm phán sẽ chỉ định bán đi một số doanh nghiệp đổi lại tiền mặt để trả nợ. Trong tình thế bán chiết khấu như vậy, những nhà tang lễ này vẫn phải được giá ít nhất năm đến bảy lần dòng tiền do sự tranh giành giữa những người mua. (Nhiều nhất là) vài trăm doanh nghiệp đem rao bán và công ty thành ra thoát khỏi phá sản.

| | |
|---|---|
| Tỷ lệ cược tôi gán cho kịch bản này | 19% |
| Giá trị vốn chủ sở hữu trong 24 tháng nếu kịch bản này xảy ra | > 2 đô la mỗi cổ phiếu |

5. Một thiên thạch cách xa 50 dặm xuất hiện hoặc núi lửa Yellowstone phun trào hoặc một số sự kiện cực đoan khác diễn ra khiến giá trị vốn chủ sở hữu của Stewart bằng không.

| | |
|---|---|
| Tỷ lệ cược tôi gán cho kịch bản này | 1% |
| Giá trị vốn chủ sở hữu trong 24 tháng nếu kịch bản này xảy ra | 0 đô la mỗi cổ phiếu |

Rõ ràng kịch bản xảy ra có nhiều bất định. Nguy cơ mất vốn vĩnh viễn thấp hơn 1%. Đây là một ví dụ sách giáo khoa về tình huống có độ bất định cực cao và rủi ro cực thấp. Nếu xảy ra như kịch bản trình bày như vậy, Phố Wall sẽ vô lý đánh sập giá niêm yết của doanh nghiệp. Luôn tận dụng lợi thế trong tình huống phố Wall bị lẫn lộn giữa rủi ro và bất định. Kết quả thường sẽ khá là chấp nhận được.

Khi ấy, tôi nào nghe đến công thức Kelly, ngoài toán lớp ba dùng xác định đây là một đặt cược rất thuận lợi ra, thì tôi chẳng cần gì thêm. (Ngoài ra, theo Công thức Kelly, khoảng 97% của ngân quỹ có sẵn của bạn nên đặt trọn vào khoản cược hết sức thuận lợi này.)

Pabrai Funds đầu tư 10% tài sản của mình vào Stewart Enterprises với giá dưới 2 đô la mỗi cổ phiếu vào quý ba và quý tư năm 2000 với mục đích giải ngân trên 4 đô la mỗi cổ phiếu trong vòng hai năm.

Vài tháng sau, trong cuộc gọi hội đàm vào ngày 15 tháng 3 năm 2001, công ty thông báo với tôi rằng họ đã bắt đầu khám phá việc bán nhà tang lễ và nghĩa trang quốc tế ở châu Âu, Mexico, và nhiều nơi khác như vậy. Tài sản quốc tế chiếm khoảng 20% doanh thu và tài sản, nhưng không mang lại dòng tiền nhiều. Stewart có khoảng 460 triệu đô la tài sản nằm bên ngoài Hoa Kỳ.

Với một số bất định bắt đầu tăng, cổ phiếu khôi phục từ 2 đô la lên 3 đô la.

Stewart dự kiến thu được từ 300 đến 500 triệu đô la tiền mặt từ những đợt bán này. Điều tuyệt vời là ban lãnh đạo đã đưa ra lựa chọn còn tốt hơn so với những gì tôi mường tượng. Họ có cơ hội loại trừ khoản nợ mà không làm giảm dòng tiền của mình. Bài học ở đây là chúng ta luôn có lựa chọn triển vọng tự do cho phần lớn khoản đầu tư vốn chủ sở hữu khi ban lãnh đạo tài năng nắm bắt hành động, đẩy khoản cược trở nên thuận lợi hơn.

Vào tháng 3 năm 2001, Stewart đã thanh toán khoản nợ hơn 50 triệu đô la và dòng tiền vẫn mạnh. Vài tuần sau đó, giá cổ phiếu của Stewart tăng hơn 4 đô la mỗi cổ phiếu nên tôi thoát ra. Sau đó, nhờ doanh số bán hàng tột bực của Stewart, cổ phiếu tăng lên 8 đô la mỗi cổ phiếu và giao dịch trong tầm giá 6 đô la đến 8 đô la mỗi cổ phiếu được một thời gian.

Phố Wall không thể phân biệt giữa rủi ro và bất định, nên nó cứ lẫn lộn hai khái niệm này. Các nhà đầu tư sành sỏi như Buffett và Graham đã tận dụng sự vô lý của Ngài thị trường trong hàng thập kỷ với kết quả ngoạn mục. Hãy tận dụng sự vô lý này của Phố Wall bằng cách tìm kiếm khoản cược có rủi ro thấp, bất định cao.

## TRÁI PHIẾU CHUYỂN ĐỔI CỦA LEVEL 3

Một ví dụ khác về lợi nhuận ngoạn mục nhờ rủi ro thấp và bất định cao là tình huống với trái phiếu chuyển đổi Level 3 Communications vào năm 2001 và 2002. Level 3 là nhà cung cấp băng thông toàn cầu và các dịch vụ liên quan chính đến ngành

công nghiệp mạng/viễn thông. Level 3 thành lập nhằm phát triển và vận hành mạng lưới giao thức Internet toàn cầu (IP), đáp ứng chi phí thấp nhất cho mỗi bit chuyển tải của mọi nhà mạng trên thế giới.

Đối với tôi, những khoản đầu tư công nghệ này đều bị lướt qua trong 5 giây vì chúng có xu hướng không thể dự đoán, và là mô hình kinh doanh thay đổi xoành xoạch. Tôi lướt nhanh và bỏ qua nguyên cả ngành viễn thông. Các ngành công nghiệp thay đổi chóng vánh là kẻ thù của nhà đầu tư. Đó là lý do tại sao tất cả các doanh nhân Dhandho gắn mình với các ngành công nghiệp rất ít có sự thay đổi trong dài hạn. Năm năm trải mình trong ngành công nghiệp viễn thông tại Tellabs (TLAB) đã nung nấu ở tôi quan điểm rằng đây là ngành công nghiệp chịu thay đổi nhanh chóng, và hay nhất là bỏ luôn cả ngành cho đơn giản.

Tôi đọc được bài báo vào giữa năm 2001 tại Barron's, nó buộc tôi phải bỏ qua suy nghĩ cố hữu của mình để đào sâu Level 3 hơn. Bài báo đề cập đến tin đồn Berkshire Hathaway vừa mới mua khoảng 350 triệu đô la trái phiếu rẻ mạt của Level 3. Tôi luôn khoái trò lật ngược để tìm nguyên lý trong các khoản đầu tư của Buffett. Tôi tò mò và muốn hiểu tại sao Buffett lại đầu tư vào một ngành công nghiệp thay đổi nhanh và không thể đoán trước như viễn thông băng thông rộng, trong khi ông thường tìm kiếm các doanh nghiệp ổn định như Coca-Cola và Gillette. Thêm vào đó, ông ấy liên tục khẳng định rằng mình không có năng lực trong lĩnh vực kinh doanh công nghệ cao, và chúng luôn bị ông gạt qua nhanh gọn. Vậy thì nếu tin đồn đúng là sự thật, tại sao Warren Buffett lại chiếu tướng trái phiếu Level 3?

Nghiên cứu của tôi thoắt đưa các dữ kiện sau ra ánh sáng. Level 3 được thành lập bởi Peter Kiewit & Co. ở Omaha. Nó mở một đợt IPO vào đầu năm 1998 và cổ phiếu đạt mức giá 130 đô la mỗi cổ phiếu lúc đỉnh cao của cơn cuồng nhiệt Nasdaq trong quý đầu tiên năm 2000 - với mức vốn hóa thị trường đạt khoảng 46 tỷ đô la. Đến năm 2002, các cổ phiếu giảm đi 97%. Level 3 đã chi hơn 10 tỷ đô la để xây dựng mạng lưới IP cáp quang tiên tiến khắp nước Mỹ, châu Âu và châu Á, bao gồm đường truyền cáp quang xuyên Đại Tây Dương tốc độ cao. Số tiền này được chi trả bằng sự kết hợp của nợ và vốn chủ sở hữu. Kết quả là nợ chưa trả của công ty trị giá khoảng 6 tỷ đô la (mệnh giá). Nó cũng có 1,5 tỷ đô la tiền mặt và 650 triệu đô la khả dụng trên hạn mức tín dụng ngân hàng.

Dưới đây là danh sách khoản nợ của Level 3 tính đến ngày 31/12/2001 (đơn vị nghìn đô la):

| | |
|---|---|
| Nợ ngân hàng | 1.125.000 |
| Thế chấp tài sản | 232.000 |
| **Tổng con của nợ đảm bảo (subtotal)** | **1.357.000** |
| Nợ cao cấp 2008 (2008Sr. Notes) 9,125% | 1.430.000 |
| Nợ cao cấp 2008 (2008Sr. Notes) 11% | 442.000 |
| Nợ cao cấp 2008 (2008Sr. Notes) 10,5% | 583.000 |
| Nợ cao cấp Châu Âu 2008 (Euro Sr. Notes) 10,75% | 307.000 |
| Nợ cao cấp 2010 (2010Sr. Notes) 12,875% | 386.000 |
| Nợ cao cấp Châu Âu 2008 (2010Euro Sr. Notes) 11,25% | 93.000 |

| | |
|---|---|
| Nợ cao cấp 2010 (2010Sr. Notes) 11,25% | 129.000 |
| **Tổng con của nợ không đảm bảo cao cấp (sub-total)** | **3.370.000** |
| Nợ thứ cấp có thể chuyển đổi 2010 (2010Convertible Sub. Notes) 6% | 728.000 |
| Nợ thứ cấp có thể chuyển đổi 2009 (2009Convertible Sub. Notes) 6% | 612.000 |
| **Tổng con của nợ không đảm bảo thứ cấp (sub-total)** | **1.340.000** |
| **Tổng nợ (total debt)** | **6.067.000** |

Vào năm 2001 và 2002, hầu hết các khoản nợ không đảm bảo trị giá hơn 4 tỷ đô la của Level 3 giao dịch từ đạt mức 18 đến 50 xu trên một đô la - đem lại lợi nhuận hàng năm từ 25 đến 45%. Những con số đó tuyệt vời cho bất kỳ doanh nghiệp nào không phá sản. Tất cả các trái phiếu này đều có thành tích tốt. Mức giá chỉ ra Phố Wall gần như chắc chắn 100% Level 3 đang trên bờ vực phá sản và mức hồi phục của các trái phiếu này sau phá sản sẽ thảm hại.

Lịch sử doanh thu của nó đến năm 2001 là:

| | |
|---|---|
| 1998 | 392 triệu đô |
| 1999 | 515 triệu đô |
| 2000 | 1,2 tỷ đô |
| 2001 | 1,5 tỷ đô |

Dòng tiền tự do của nó (sau khi trừ tất cả chi phí vốn [capex]) đến năm 2001 là:

1999 - 2,9 tỷ USD

2000 - 4,4 tỷ đô la

2001 - 2,1 tỷ USD

*Capex viết tắt của cụm Capital Expenditure: chi phí vốn. Là các quỹ được công ty sử dụng để nâng cấp hoặc mua mới các loại tài sản vật chất như bất động sản (nhà cửa - đất đai), nhà máy để sản xuất, hoặc trang thiết bị. Loại phí tổn này được sử dụng để phát triển sản xuất và duy trì hoạt động của doanh nghiệp. Những chi phí như thế bao gồm tất cả mọi thứ từ việc sửa mái toà nhà đến việc xây mới cả một nhà máy sản xuất. - Chú thích của người dịch. Nguồn: Saga*

Vào năm 2002, Level 3 ước tính dòng tiền âm dưới 1 tỷ đô la và dưới 500 triệu đô la vào năm 2003, trước khi trở thành dòng tiền dương vào năm 2004 theo ước tính của công ty này. Công ty dự kiến sẽ sử dụng tiết kiệm khoản đầu tư trên 2 tỷ đô la trong vòng ba năm tới cho đến khi mang lại dòng tiền dương. Trước sự sụp đổ của bong bóng dot-com và thị trường vốn bất lợi, công ty bắt đầu chi tiêu vốn một cách bảo thủ.

Trong mọi cuộc gọi hội đàm, CEO của Level 3, Jim Crowe, lặp đi lặp lại tuyên bố họ sẽ không bao giờ cạn tiền mặt. Ông nhấn mạnh rằng chúng được tài trợ để hòa vốn dòng tiền và 80% chi tiêu vốn trong tương lai gắn liền với doanh thu. Level 3 khẳng định nhiều lần rằng nếu doanh thu không về, họ sẽ không dại dột vung tiền. Công ty đưa ra phân tích rất chi tiết về lý do tại sao và bằng cách nào họ không bao giờ cạn tiền mặt. Đây là trích đoạn ngày 25 tháng Hai năm 2002, từ thông cáo báo chí của Level 3:

*"Xem xét tất cả các giao dịch và sự kiện gần đây", Giám đốc điều hành Level 3 là ông James Q. Crowe chia sẻ, "chúng tôi tin rằng Level 3 luôn nhận được tài trợ cho vốn dòng tiền tự do, phù hợp với kế hoạch kinh doanh của chúng tôi, kể cả khi tỷ lệ doanh thu hiện tại của chúng tôi không cải thiện theo thời gian."*

Các nhà phân tích dự đoán Level 3 rồi sẽ bị thâm hụt tiền mặt khoảng 500 triệu đô la. Họ đưa ra tiên đoán này bằng cách giảm con số doanh thu, nhưng lại giả định không giảm chi phí vốn hay các con số tương tự. Công ty kịch liệt phản đối dự báo trên vì nó gần như đã gắn toàn bộ chi phí vốn tương ứng với doanh thu và cắt giảm đáng kể chi phí vốn.

Trong quá trình nghiên cứu của mình, tôi dành khoảng ba giờ để nghe toàn bộ bài diễn thuyết của cuộc họp thường niên vào năm 2001 trên mạng của Level 3 - bao gồm phần hỏi đáp phong phú với Jim Crowe. Tôi bỏ đi với sự quan tâm cao nhất đối với Crowe. Ông ấy là fan hâm mộ nhiệt thành của Buffett và có chung định hướng hướng tới lợi ích cổ đông của Buffett. Hơn 5.000 nhân viên của Level 3 chỉ có quyền mua cổ phiếu OSOs, mà chỉ hiệu lực khi thành tích cổ phiếu vượt trội hơn so với chuẩn của chỉ số.

Người sáng lập/chủ tịch của Level 3 là Walter Scott Jr. Scott, đồng thời cũng nằm trong hội đồng của Berkshire Hathaway. Buffett và Scott đã quen biết nhau được khoảng 50 năm. Vợ của Scott còn là bạn gái thời trung học của Buffett. Họ có mối liên hệ lâu dài. Ngoài Warren Buffett ra, nếu bạn định nghĩa về sự chính trực thì đó sẽ là Walter Scott, Jr. Ông ấy không có khả năng nói dối. Bạn có thể lấy lời của ông ấy làm đảm bảo với ngân hàng.

Tại một thời điểm vào năm 2001, trái phiếu chuyển đổi giảm xuống còn 18 xu trên một đô la. Khi bạn xem xét các dự báo trên Phố Wall, ngay cả những dự đoán bi quan nhất cũng cho thấy chúng thanh toán lợi nhuận trái phiếu ít nhất trong ba năm. Với cuống phiếu (coupon) có lợi suất 6% và mua 18 xu trên một đô la, bạn sẽ thu về toàn bộ số tiền của mình trước khi công ty cạn tiền mặt. Ngay cả khi nhà đầu tư không biết gì về Walter Scott Jr., họ không hề có bất lợi gì cho tình huống này. Thật tuyệt vời khi các trái phiếu thực sự giảm xuống mức giá đó.

Quỹ Pabrai đầu tư 10% tài sản vào các trái phiếu cao cấp (senior bond) và trái phiếu chuyển đổi của Level 3 trong năm 2001 và 2002. Kết quả là, tôi đã mua được một năm trước khi Warren Buffett khẳng định khoản đầu tư vào Level 3 (Barron đã đúng). Lợi suất hiện tại dao động từ 20% đến 30%, và lợi suất khi đáo hạn YTM (Yield To Maturity) dao động từ 30% đến hơn 40%

Trong quý ba năm 2003, tôi hoàn toàn thoát ra khỏi trái phiếu. Các trái phiếu tăng từ 54 xu lên 73 xu trên một đô la. Ngoài ra, quỹ Pabrai Funds lúc nào cũng thu lãi suất hơn 20%. Lợi nhuận trung bình hàng năm vào khoảng 120%. Phần lớn lợi nhuận thu được là lãi vốn dài hạn (long-term capital gains treatment). Nhiều trái phiếu được bán sau khi nắm giữ đúng 366 ngày, để chuyển thành lợi nhuận dài hạn và nhận được ưu đãi thuế.

Nghiên cứu Level 3 mất nhiều thời gian và công sức. Tuy nhiên, cuối cùng luận án rất đơn giản. Mấu chốt là thiết lập xác suất cho các sự kiện có khả năng diễn ra. Tóm lại, tôi hình dung khoản đầu tư theo bốn cách:

1. Các nhân vật chính đóng vai trò rất quan trọng trong khoản đầu tư này. Tôi gán tỷ lệ cược của Walter Scott Jr. nằm dưới 1%. Khi Jim Crowe tuyên bố trong thông cáo báo chí hay tại cuộc họp thường niên của công ty, nó cũng giống như những tuyên bố của Walter Scott Jr.. Tỷ lệ cược tôi gán cho Jim Crowe trong một diễn đàn rất công khai cũng dưới 1%. Phố Wall thậm chí không chấp nhặt thực tế quan trọng này. Đối với họ, toàn bộ lĩnh vực này đã lâm vào khủng hoảng, theo đó con người và lời họ nói không có trọng lượng. Nhưng, thực tế là chúng quan trọng.

2. Nếu Jim Crowe không nói dối mà thực hiện theo tuyên bố rằng họ sẽ cố hết sức mình để không phải phá sản. Đây không phải là một công ty mà sẽ đầu hàng cho đến khi tình hình xoay chuyển. Điều này có nghĩa là họ sẽ chi tiêu thận trọng lượng tiền trị giá 2,1 tỷ đô la cho đến khi công ty có dòng tiền dương. 2,1 tỷ đô la thanh khoản đồng nghĩa với việc chủ nợ của Level 3 sẽ nhận các khoản thanh toán lãi suất trong ít nhất ba năm.

3. Ban lãnh đạo tốt sẽ cho bạn quyền chọn upside (upside options) miễn phí. Hồ sơ của Walter Scott Jr. nổi tiếng trong sạch. Level 3 bị đặt vào thế rất giống với GEICO vào đầu những năm 1970. Hành động bơm tiền của Warren Buffett vào GEICO đã đem về hai thứ: (a) nó lấy đi khủng hoảng thanh khoản mà họ đang đối mặt, và (b) với đám mây thanh khoản biến mất, cổ phiếu tăng và giao dịch trên các yếu tố cơ bản. Khi Buffett đầu tư vào GEICO, ông không thể nào thua lỗ. Nếu Level 3 nắm nhiều tiền mặt hơn, nợ của nó sẽ giao dịch ở ngang mệnh giá và khả năng có được khách hàng quen thuộc sẽ gia tăng đáng kể. Với những người bạn như Warren Buffett và thiện chí của Walter Scott Jr.,

Level 3 càng có nhiều đòn bẩy để có thể xóa sạch mọi vấn đề thanh khoản. Trong vài năm tới, nhờ sự chống lưng của các nhân vật danh tiếng, nó đã tận dụng các đòn bẩy này.

4. Trong khi tôi loay hoay không tìm được cách đoán biết tình huống sẽ diễn ra thế nào, thì vào năm 2003, Level 3 đã sử dụng lợi thế của mình. Doanh nghiệp này đề xuất nợ chuyển đổi cá nhân, và những người bạn (từ Berkshire Hathaway, Longleaf Partners, và Legg Mason Value Trust) đã đầu tư hàng trăm triệu đô la. Bây giờ, khi Warren Buffett, Bill Miller, Staley Cates, và Mason Hawkins công khai ủng hộ doanh nghiệp với đồng vốn của mình, tỷ lệ cược Level 3 bị phá sản gần như chỉ còn con số không. Vầng hào quang của những nhà đầu tư đồng nghĩa với trong trường hợp Level 3 cần thêm vốn, nó có thể dễ dàng được cung vốn từ đa kênh. Đề xuất này thành hiện thực sẽ khiến các trái phiếu tăng giá, đó là lúc tôi thoát ra. Như tôi đã viết vào năm 2006, Level 3 không phải nộp đơn xin phá sản. Ngược lại, hầu hết các trái phiếu của Level 3 đang giao dịch cao hơn mệnh giá. Tình cảnh ngàn cân treo sợi tóc hoàn toàn biến mất.

Dựa vào các thông tin trên, đây là tỷ lệ cược thận trọng khi mua 6% nợ chuyển đổi ở giá 19 xu vào năm 2002:

| | |
|---|---|
| Tỷ lệ cược thu được 1 đô la vào năm 2009 cộng thêm lãi suất 30% giai đoạn 2002-2009 | 50% |
| Tỷ lệ cược thu về 0,19 đô la (hòa vốn) | 45% |
| Tỷ lệ cược thua lỗ 0,13 đô la | 2% |
| Tỷ lệ cược thua lỗ toàn bộ | 3% |

Chúng ta có 50% cơ hội nhận được 1,36 đô la cho mỗi 19 xu đầu tư và 95% khả năng không bị thua lỗ số vốn ban đầu. Điều này nghe có vẻ như "Ngửa, tôi thắng; sấp, tôi chẳng mất bao nhiêu!" Kelly gợi ý chúng ta đặt hơn 92% tổng tiền cược trong "kèo thơm" như vậy. Bởi gà mờ, tôi chỉ đặt 10% tài sản mình quản lý vào nợ chuyển đổi của Level 3.

Nợ chuyển đổi 6% vào năm 2009 đã giảm xuống còn 18 xu đến 19 xu chỉ trong vài ngày vào năm 2001 và 2002. Tuy nhiên, chúng giao dịch dưới 30 xu trong vài tháng vào thời gian đó. Chúng ta có thể đầu tư vài triệu đô la vào những trái phiếu này với mức giá đó mà không gặp khó khăn nào. Mua ở giá 30 xu cho chúng ta những tỷ lệ cược cực kỳ thận trọng sau đây:

| | |
|---|---|
| Tỷ lệ cược thu được 1 đô la vào năm 2009 cộng thêm lãi suất 30% giai đoạn 2002-2009 | 50% |
| Tỷ lệ cược thu về 0,19 đô la (thua lỗ 0,11 đô la) | 45% |
| Tỷ lệ cược thua lỗ 0,24 đô la | 2% |
| Tỷ lệ cược thua lỗ toàn bộ | 3% |

Đây cũng là "kèo thơm" và Kelly đề xuất đặt cược trên 86% đối với khoản cược cực kỳ thuận lợi này.

## FRONTLINE

Một trong những ví dụ sinh động nhất về sự bất lực của Phố Wall khi không thể phân biệt giữa rủi ro và bất định chính là hình mẫu giao dịch và định giá cổ phiếu Frontline (FRO) trong quý ba năm 2002. Một trong những danh sách tôi rà quét định kỳ là danh sách các cổ phiếu có tỷ suất chia cổ tức cao nhất hàng tuần của Value Line. Thông thường, hầu hết là nhóm nhỏ các doanh nghiệp có lợi suất 10% đến 12%. Lợi suất chia cổ tức cao đôi khi là dấu hiệu của cổ phiếu bị định giá thấp. Vì vậy, cũng như danh sách cổ phiếu có P/E hoặc giao dịch trong 52 tuần (1 năm) thấp, đấy là một màn chắn đáng giá.

Vào năm 2001, tôi để ý thấy hai công ty có tỷ suất chia cổ tức trên 15%. Cả hai đều trong ngành vận tải dầu thô. Một là Knightsbridge (VLCC). Tôi không biết gì về ngành vận tải dầu, nhưng tò mò muốn tìm hiểu thêm về ngành công nghiệp này và lý do tại sao các doanh nghiệp ấy lại có tỷ suất trả cổ tức cao như vậy. Tôi đã dành vài ngày nghiên cứu Knightsbridge và ngành vận tải dầu.

*VLCC - very large crude carrier hoặc Suezmax là những tàu có kích thước đạt mức tối đa về giới hạn của kênh đào Suez - chú thích của người dịch*

Thời điểm Knightsbridge thành lập cách đây vài năm, nó đã đặt hàng một số tàu chở dầu từ xưởng đóng tàu Hàn Quốc. Người ta cần khoảng 60 đến 80 triệu đô la để mua một tàu chở dầu thô rất lớn. Mà thường mất 2-3 năm để hoàn thiện con tàu mới kể từ khi đặt hàng. Sau khi nhận các tàu chở dầu này, Knightsbridge đã giao chúng cho Shell Oil theo hợp đồng thuê dài hạn. Thỏa thuận

này là Shell sẽ trả cho Knightsbridge theo giá cho thuê cơ bản (chẳng hạn 10.000 đô la một ngày cho mỗi tàu chở dầu) bất kể họ có sử dụng hay không. Trên hết, Shell phải trả cho Knightsbridge một tỷ lệ chênh lệch giữa giá cơ bản và giá thị trường giao ngay (spot market price) khi cho thuê VLCC.

Ví dụ, nếu giá giao ngay của VLCC là 30.000 đô la mỗi ngày, Knightsbridge có thể thu được 20.000 đô la một ngày. Nếu tại giá giao ngay là 50.000 đô la một ngày, nó sẽ thu về chẳng hạn như 35.000 đô la một ngày... Ở mức giá cơ bản, Knightsbridge phải trả tiền gốc và tiền lãi cho món nợ của tàu chở dầu. Khi giá tăng lên trên 10.000 đô la, thì dòng tiền dương; công ty chỉ sắp xếp trả cổ tức từ tiền mặt thặng dư hiện hữu cho cổ đông. Tuyệt diệu làm sao. Tôi ước tất cả các công ty đại chúng đều như vậy.

Bởi cấu trúc và hợp đồng hiếm hoi này, khi giá tàu chở dầu gia tăng đáng kể, cổ tức của công ty nhảy vọt. Điều này xảy ra vào năm 2001 khi giá tàu chở dầu, từ mức giá thường nhật dao động giữa 20.000 đến 30.000 đô la một ngày, nay lên tới 80.000 đô la một ngày. Knightsbridge bỏ túi lợi nhuận siêu sao vào thời điểm đó, và lợi suất trả cổ tức tăng vọt. Nhưng, tất nhiên, nó không kéo dài hoặc bền vững.

Đó là lý do tại sao cổ phiếu không tăng đáng kể. Giá tàu chở dầu có thể rất dễ dao động. Vào thời điểm nghiên cứu Knightsbridge, tôi đồng thời xem xét nửa tá công ty đại chúng thuần kinh doanh trong ngành vận tải dầu. Vì cổ tức có thể trở về con số không, Knightsbridge dễ dàng bị lướt qua.

Trong đầu tư, mọi tri thức đều có giá trị tích lũy. Tôi không đầu tư vào Knightsbridge, nhưng tôi nắm kha khá kiến thức về

lĩnh vực vận tải dầu thô. Năm 2001, chúng tôi đụng phải tình huống thú vị với một trong những công ty vận tải dầu có tên Frontline. Mô hình kinh doanh của Frontline trái ngược hoàn toàn so với của Knightsbridge. Xét trên tất cả các công ty đại chúng, họ có đội tàu chở dầu lớn nhất thế giới. Toàn bộ đội tàu hoạt động trên thị trường giao ngay và rất ít hợp đồng cho thuê dài hạn.

Vì công ty đặt trọng tâm kinh doanh tàu chở dầu vào thị trường giao ngay, nên không có những thứ như định hướng hay dự báo thu nhập. Bản thân Giám đốc điều hành của công ty cũng không biết thu nhập quý tới là bao nhiêu. Điều này thật tuyệt, vì cứ khi Phố Wall rối trí, thì đồng nghĩa với việc chúng ta dễ kiếm được tiền. Đây là công ty có thu nhập tuần hoàn rộng.

Giá tàu chở dầu trong lịch sử dao động từ 6.000 đô la đến 100.000 đô la một ngày. Công ty cần khoảng 18.000 đô la một ngày mới hòa vốn. Nếu giá thấp hơn 18.000 đô la một ngày, công ty sẽ lỗ. Còn khi giá nâng lên từ 30.000 đô la đến 35.000 đô la, công ty tạo ra lợi nhuận khổng lồ. Trong quý ba năm 2002, giá tàu chở dầu sụt giảm. Cuộc suy thoái tại Hoa Kỳ cộng thêm một số yếu tố khác khiến khối lượng vận tải dầu thô sụt giảm. Giá bị kéo xuống còn 6.000 đô la một ngày. Tại mức giá 6.000 đô la một ngày, Frontline "đổ máu" (cạn tiền) trầm trọng. Cổ phiếu rơi từ 11 đô la một cổ phiếu xuống còn khoảng 3 đô la, trong khoảng ba tháng.

Vào thời điểm đó, Frontline có khoảng 70 tàu kích thước VLCC. Trong khi giá thuê hàng ngày đã giảm, giá mỗi tàu không thay đổi nhiều, giảm đi khoảng 10% hoặc 15%. Thị trường mua

bán tàu chở dầu khá năng động. Frontline có giá trị sổ sách hữu hình khoảng 16,5 đô la mỗi cổ phiếu. Ngay cả khi bao thanh toán (factoring) trong thị trường tàu xuống sắc, bạn vẫn sẽ nhận được một giá trị thanh lý 11 đô la mỗi cổ phiếu. Giá cổ phiếu đã giảm từ 15 đô la xuống còn 3 đô la (xem Hình 13.2). Tiền tuyến giao dịch ở mức dưới một phần ba giá trị thanh lý.

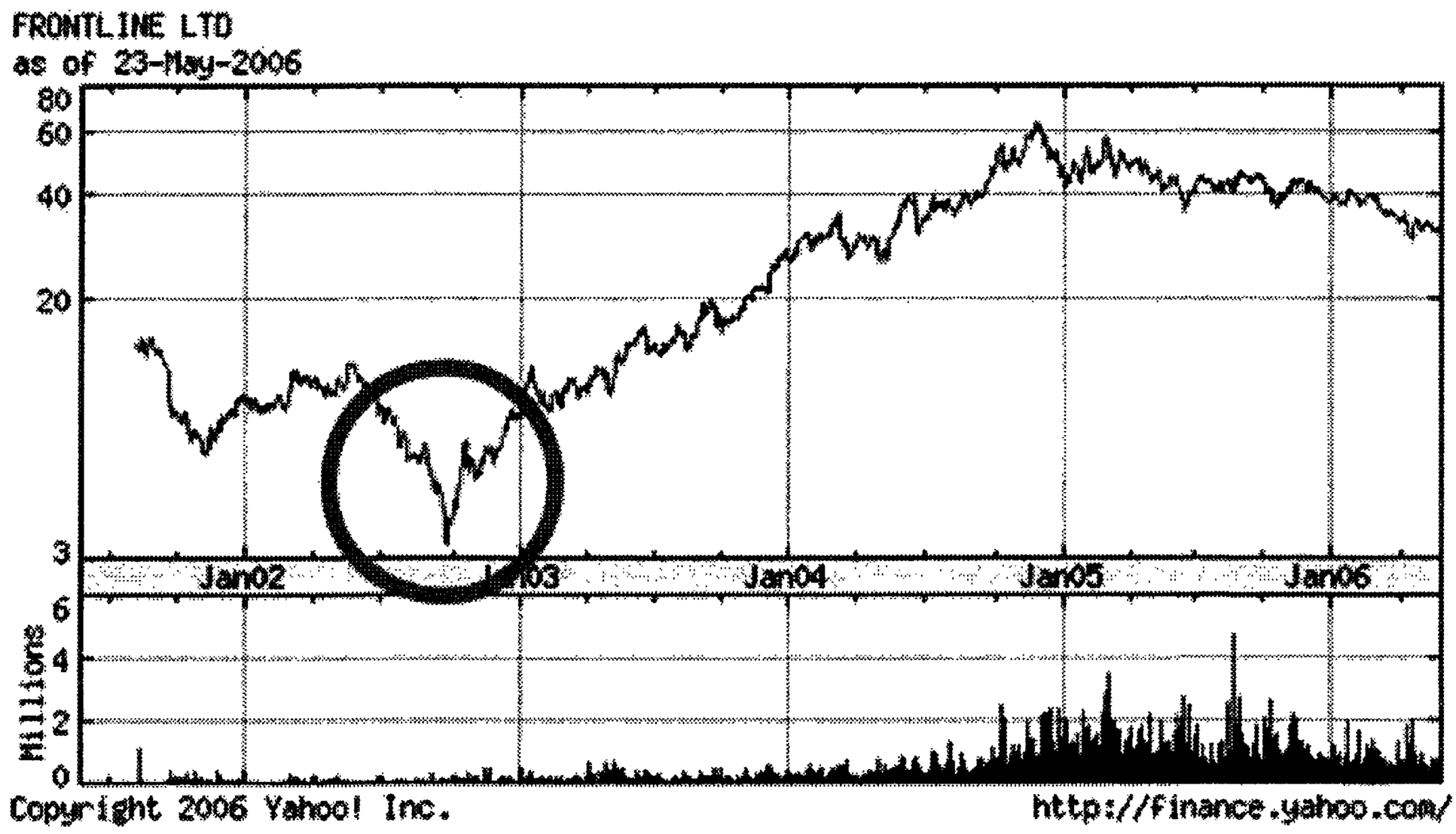
*Bao thanh toán là phương pháp xử lý các khoản nợ thương mại (hay tín dụng thương mại), trong đó một công ty bán nợ cho định chế tài chính nào đó (người mua nợ). Lợi nhuận của người mua nợ nằm ở phần chênh lệch giữa số nợ mà cuối cùng người mua nợ thu được từ con nợ và giá mua các khoản nợ - Chú thích của người dịch. Nguồn: Nguyễn Văn Ngọc, Từ điển Kinh tế học*

Nhưng nếu tổn thất nặng nề thì sao? Giá trị thanh lý có giảm không? Frontline nắm cả khối tiền mặt và thanh khoản. Nó có thể cầm cự ở mức giá 6.000 đô la mỗi ngày trong vài tháng mà không gặp khủng hoảng thanh khoản. Ngoài ra, nếu nó bán một con tàu, nó sẽ nâng lượng tiền mặt lên 60 triệu đô la. Tổng tiền lãi phải thanh toán (interest payments) hàng năm là 150 triệu đô la. Công ty có thể duy trì hoạt động kinh doanh ở mức 6.000 đô la một ngày trong vài năm đơn giản bằng cách bán hai đến ba con tàu một năm.

Nghiên cứu về Knightsbridge của tôi nêu bật vòng phản hồi trong thị trường tàu chở dầu. Có hai loại tàu chở dầu: tàu thân đơn và tàu thân đôi. Sau vụ tràn dầu Exxon Valdez, toàn bộ quy định hàng hải đều yêu cầu tàu chở dầu mới phải là tàu thân đôi kể từ năm 2006, vì loại này ít có khả năng tràn dầu. Toàn bộ đội tàu của Frontline là tàu thân đôi.

*Exxon Valdez là một tàu chở dầu khổng lồ, trọng tải 214.862 tấn, của công ty Exxon, Mỹ. Ngày 24-3-1989, trên đường chở 148 triệu thùng dầu thô đến Long Beach, bang California, tàu Exxon Valdez va chạm đá ngầm ở khu vực Prince William Sound, bang Alaska, làm tràn dầu ra ngoài, gây thảm họa môi trường được xem là một trong những thảm họa lớn nhất trong lịch sử - Chú thích của người dịch. Nguồn: nld*

**Bảng 13.2 Mức giá siêu phi lý của Frontline vào quý 3, năm 2002**




© 2006 Yahoo! Inc. YAHOO! and the YAHOO! logo are trademarks of Yahoo! Inc.

Nhưng một lượng khổng lồ các thùng rỉ sắt thân đơn từ những năm 1970 vẫn còn sử dụng để vận chuyển dầu thô. Nếu mức giá giao ngay của tàu thân đôi là 30.000 đô la một ngày thì tàu thân đơn thường ở mức 20.000 đô la một ngày. Ví dụ, dầu được vận chuyển từ Trung Đông đến Trung Quốc hoặc Ấn Độ

trên tàu chở dầu thân đơn. Nhưng Shell hay Exxon sẽ tránh thuê tàu thân đơn vì sẽ gánh trách nhiệm pháp lý rất lớn nếu xảy ra sự cố tràn dầu. Các quốc gia thế giới thứ ba không bận tâm với việc nhập khẩu dầu trên tàu thân đơn, và toàn bộ số tàu chở dầu thân đôi đổ về châu Âu và phương Tây. Nhưng khi mức giá lên đến 6.000 đô la một ngày, khoảng cách giữa tàu thân đơn và thân đôi biến mất.

Người ta ngừng thuê các tàu thân đơn vì khoảng cách giá trong ngày không bao nhiêu. Lúc đó, họ chuyển sang tàu thân đôi. Doanh thu của những đội tàu chở dầu thân đơn chỉ còn lại con số không trong môi trường giá 6.000 đô la một ngày. Khi doanh thu bằng không, tất cả chủ tàu thân đơn kinh hãi. Họ có thể bán đi số tàu này cho người đóng tàu và nhận ngay vài triệu đô la. Họ cũng biết vào năm 2006, khả năng cho thuê của sẽ giảm đáng kể. Hơn nữa, nếu họ chờ đến năm 2006, giá phế liệu có thể rất thấp do số lượng lớn tàu thải ra cùng một lúc. Do đó, cứ khi nào giá tàu chở dầu giảm xuống thì tỷ lệ đào thải các tàu chở dầu thân đơn lại tăng lên đột biến.

Phải mất hai đến ba năm người ta mới nhận được tàu chở dầu mới. Khi nhu cầu trở lại một lần nữa, tàu trong kho khan hiến vì không đủ công suất và họ không thể đóng tàu mới ngay lập tức. Có một chu kỳ nhất định xảy ra. Khi giá hạ xuống 6.000 đô la và yên vị trong vài tuần, chúng có thể tăng đến ngút trời một cách chóng vánh, chẳng hạn như 60.000 đô la một ngày. Với Frontline, trong quý tư năm 2002, giá giữ nguyên ở mức dưới 10.000 đô la một ngày trong khoảng bảy đến tám tuần rồi sau đó tăng vọt lên 80.000 đô la một ngày. Đội tàu kích cỡ VLCC trên toàn thế giới

vào năm 2002 vào khoảng 400 chiếc. Trong vài thập kỷ qua, sức tiêu thụ dầu toàn cầu tăng trung bình khoảng 2% đến 4% mỗi năm. Nhìn chung, con số 2% đến 4% này gắn liền với tăng trưởng GDP. Thường thì có từ 10 đến 12 con tàu mới được bổ sung mỗi năm để tiếp nhận nhu cầu tăng thêm này. Khi lượng thải tàu vượt trên mức thông thường, đội tàu không còn tăng thêm 2 % đến 4% nữa. Lúc này nhu cầu về dầu tăng lên khiến số lượng tàu không đủ đáp ứng. Điều duy nhất có thể điều chỉnh là mức giá, chúng sẽ tăng vọt.

Nếu giá neo ở mức cao trong một thời gian dài, đơn đặt hàng tàu mới sẽ gia tăng. Nhưng sự gia tăng bị hạn chế do năng lực của xưởng đóng tàu. Các nhà khai thác tàu rất thận trọng với số tiền 70 triệu đô la cho một con tàu có thể được giao sau ba năm kể từ thời điểm hiện tại, trong một môi trường mà mức giá còn là ẩn số. Tuy nhiên, có nhiều đơn đặt hàng hơn ở vùng giá cao. Một lần nữa việc điều chỉnh ở đây là số tàu cũ bị đào thải leo thang khi giá giảm mạnh.

Lúc cổ phiếu Frontline giảm sâu, chủ tịch của hãng đã đăng ký mua cổ phiếu trên thị trường mở. Đó luôn là dấu hiệu tốt. Tôi đã mua vào một lượng lớn cổ phiếu Frontline vào mùa thu năm 2002 với mức giá trung bình là 5,9 đô la mỗi cổ phiếu, tương đương một nửa giá của 11 đến 12 đô la mỗi cổ phiếu bạn mong có khi có bán tháo. Khi giá vượt quá 9 đô la, hay cận 10 đô la, tôi bắt đầu dừng mua. Toàn bộ sự việc xảy ra trong khoảng thời gian ngắn ngủi, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận hàng năm cao ngất. Khoản đầu tư Frontline của quỹ Pabrai Funds đạt lợi suất 55%, đem lại tỷ suất lợi nhuận hàng năm là 273%. Không tệ đối với khoản cược

gần như không rủi ro dựa trên nâng cao kiến thức về lĩnh vực vận chuyển dầu qua việc đọc một số tài liệu. Khoản đầu tư này tốt hơn so với Dhandho cổ điển. Ở đây, tính kinh tế là: Ngửa thì tôi thắng đậm, sấp thì tôi thắng chút đỉnh!

Stewart Enterprises, Level 3 và Frontline là những doanh nghiệp khác biệt và hầu như không có điểm chung gì với nhau. Ngài Thị Trường tạo ra một yếu tố thống nhất cả ba lại. Trong vài tháng, ngài ấy cho chúng tôi những cơ hội đầu tư vào các doanh nghiệp này với rủi ro cực thấp, lợi nhuận cực cao. Hầu như không có bất lợi, mà ngược lại triển vọng thì lớn lao. Một khoản cược kinh điển, "Ngửa thì tôi thắng, sấp thì tôi chẳng thiệt bao nhiêu". Nếu khả năng ngửa cao hơn 50% không xảy ra, mà lại về sấp, thì đơn giản trong trường hợp tệ nhất chúng tôi sẽ hòa vốn hoặc kiếm được một ít tiền.

Sợ hãi và tham lam là chất liệu nền trong tâm lý con người. Miễn là con người còn giữ vai trò đưa ra quyết định mua bán trong thị trường chứng khoán, giá cả sẽ chịu ảnh hưởng bởi bản tính sợ hãi và tham lam. Khi sợ hãi lên đến tột độ, người ta dễ hành động phi lý trí. Trong tình huống đó, thị trường chứng khoán giống như nhà hát chật kín chỗ ngồi. Rồi có người nhìn thấy khói bốc và hét toáng "Lửa, lửa!" Thế là nổi lên cơn sốt điên cuồng tìm lối thoát. Trong nhà hát có tên thị trường chứng khoán, bạn chỉ có thể thoát ra nếu người khác mua chỗ ngồi của bạn - mỗi cổ phiếu phải được ai đó nắm giữ! Nếu xảy ra cuộc chạy trốn hàng loạt vì muốn rời khỏi nhà hát đang cháy, bạn nghĩ những chiếc ghế này sẽ có giá bao nhiêu? Bí quyết là chỉ mua chỗ ngồi trong rạp hát nào diễn ra cuộc di cư hàng loạt và bạn biết không

hề có ngọn lửa nào, hoặc tình hình trở nên khả quan hơn khi ngọn lửa đã dập tắt. Đọc miệt mài và kiên nhẫn chờ đợi, rồi theo thời gian các khoản cược tuyệt vời tự nó sẽ xuất hiện. ●

# CHƯƠNG 14

# DHANDHO 403: ĐẦU TƯ VÀO NGƯỜI BẮT CHƯỚC THÍCH HƠN NHỮNG KẺ TIÊN PHONG

NHÓM NGƯỜI PATEL ĐẦU TIÊN TÌM RA GIÁ TRỊ KINH TẾ tuyệt vời trong lĩnh vực sở hữu nhà nghỉ ở Hoa Kỳ. Họ là những người tiên phong. Hàng nghìn người Patel chỉ đi sao chép mô hình chứ không hề đổi mới; họ đơn giản là nâng tầm một ý tưởng đã được chứng minh và nhân rộng nó.

Người Nam Á giàu nhất ở miền Nam California là ông B.U. Patel, một người ít nói và khiêm nhường. Vào năm 1976, ông B.U. bắt đầu từ việc mua nhà nghỉ Dunes Motel rất khiêm tốn với chỉ 20 phòng ở Anaheim, California - ngay phía ngoài Disneyland. Ngày nay, B.U. sở hữu 15 khách sạn lớn (bao gồm khách sạn Anaheim Marriott với 1.033 phòng và Hilton Checkers ở Los Angeles) và thêm 9 khách sạn nữa đang thi công.

Khi thành công của B.U. Patel bắt đầu chớm nở với hoạt động nhà nghỉ của mình ở miền Nam California cách đây 30 năm, rất nhiều người Patel khác cũng tiếp cận mô hình khá đơn giản nhưng mạnh mẽ như ông đang thực hiện. Họ có thể áp dụng mô hình đó tương đối dễ dàng ở bất kỳ 49 tiểu bang khác. Thậm chí họ có thể áp dụng nó ở vị trí chỉ cách nhà nghỉ B.U. năm dặm mà không phải cạnh tranh trực diện với B.U.

Đừng hiểu lầm ý tôi. Các Patel bắt chước này đã làm việc rất chăm chỉ, nhưng họ thực thi trên mô hình kinh doanh đã được chứng minh và hầu như không có rủi ro nào. Bằng chứng về sức

mạnh của mô hình kinh doanh nằm ở các con số. Từ xuất phát điểm là người tị nạn, gần như không có đồng vốn nào, người đàn ông mang họ Patel ngày nay đã sở hữu 1/5 lượng nhà nghỉ ở Hoa Kỳ. Thống kê không bao gồm những người như Manilal Chaudhuri, ông không phải người Patel mà đến từ Gujarat, Ấn Độ. Ông cũng quan sát mô hình kinh doanh kỹ lưỡng rồi sau đó nâng tầm và nhân rộng theo quy mô. Đổi mới kèm theo rủi ro, nhưng đầu tư vào những doanh nghiệp đơn thuần sao chép tốt và chấp nhận đổi mới từ nơi khác sẽ thống trị thế giới.

## BÀI HỌC TỪ MCDONALD'S

Hầu hết các doanh nhân nâng tầm ý tưởng kinh doanh của mình từ các doanh nghiệp đang tồn tại hoặc từ ông chủ gần đó nhất của họ. Ray Kroc yêu thích mô hình kinh doanh nhà hàng hamburger McDonald của anh trai ở San Bernadino, California. Năm 1954, ông đã mua quyền sở hữu tên thương hiệu và bí quyết kinh doanh, rồi nhân rộng quy mô, với thay đổi ở mức tối thiểu. Có nhiều thay đổi hoặc đổi mới sau này không đến từ nội tại công ty với nguồn lực đáng gờm của mình - mà đến từ phương thức nhượng quyền kinh doanh và đối thủ cạnh tranh thừa trí thông minh đường phố (street-smart). Công ty đủ thông minh để học tập và áp dụng chúng, giống như cách họ đã từng với toàn bộ khái niệm (concept) thuở ban đầu. Một số đổi mới này bao gồm:

- Ronald McDonald được truyền cảm hứng/tạo ra bởi một người kinh doanh nhượng quyền ở Washington, D.C. (1963).
- Món Filet-o-Fish được phát triển bởi một nhà kinh doanh nhượng quyền thương mại ở Cincinnati (1963).

• Big-Mac được phát triển bởi một nhà kinh doanh nhượng quyền thương mại tại Pittsburgh (1968).

• Bánh Muffin ốp la (Egg McMuffin) được phát triển bởi một nhà kinh doanh nhượng quyền thương mại Santa Barbara (1973)

• Dịch vụ drive-thru (mua hàng trực tiếp trên xe) lần đầu tiên được nhà kinh doanh nhượng quyền thương mại Arizona giới thiệu (1975).

• Bữa ăn trẻ em Mighty được nâng tầm ý tưởng lên từ Burger King (2001).

Đúng là nhiều sáng kiến của công ty như Đại học Hamburger *(trường được xây dựng để hướng dẫn nhân viên làm việc cho McDonald's trong các khía cạnh khác nhau của quản lý nhà hàng – chú thích của người dịch)* là nền tảng cho thành công của công ty, nhưng nhiều sáng kiến được tạo ra tại trụ sở chính, tuy khai thác tất cả nguồn lực sẵn có, lại thất bại. Điểm danh một vài thất bại nổi tiếng trong những năm qua:

• *Hulaburger:* Công thức món ăn do Ray Kroc tạo ra, đặt lên trên lát dứa thay vì thịt. Mục đích ban đầu là phục vụ cho những người Công giáo Rôma không được phép ăn thịt vào thứ Sáu. Món ăn đã thất bại (1963).

• *McLean Deluxe:* Chiếc bánh gồm ¼ pound thịt với lượng calo thấp hơn đã bị lượt khỏi thực đơn sau khi gắng gượng mà không thể cất cánh (1991).

• *Arch Deluxe:* Đây là nỗ lực sản xuất chiếc bánh hamburger hạng sang trong một chiến dịch quảng cáo cao cấp. Nhưng đã bị loại khỏi thực đơn khi không thể tăng số (1996).

## VÍ DỤ TỪ MICROSOFT

Những nhà sáng lập Microsoft, Bill Gates và Paul Allen, là hình mẫu đặc biệt nhạy bén, tài năng và làm việc không ngừng nghỉ. Microsoft trình làng vào giữa những năm 1970, phát triển ngôn ngữ lập trình BASIC, biên soạn cho các máy vi tính đời đầu lấp ló trên đường chân trời. Quyết định quan trọng đối với công ty non trẻ vào năm 1980 là thỏa thuận với IBM nhằm cung cấp hệ điều hành MS-DOS cho máy tính cá nhân (PC) mà IBM dự kiến ra mắt. Chỉ có mỗi vấn đề: Microsoft không có hệ điều hành tương thích với PC để bán cho IBM. Điều đó không ngăn được bước tiến Microsoft.

Họ thuyết phục IBM rằng Microsoft đã có một hệ điều hành đang trong quá trình phát triển và họ có thể hoàn thành trong khung thời gian của IBM. Đó là lời nói dối. Sau đó Microsoft đã tìm mua bản quyền của hệ điều hành Operating System (QDOS) một cách nhanh chóng (Quick & dirty) từ hãng công nghệ nhỏ bé tên là Seattle Computer với giá 50.000 đô la. QDOS được Microsoft sửa đổi, trở thành MS-DOS và IBM-DOS. Sản phẩm

**Xem thêm Tình bạn của Bill Gates và Paul Allen tại:** http://happy.live/paul-allen-va-bill-gates-tiec-cho-mot-tinh-ban-khong-tron-ven/

chủ chốt cho phép Microsoft nhân rộng quy mô không được phát triển từ chính công ty, mà nâng cấp từ Seattle Computer.

Không dừng lại ở đó. Năm 1981, Gates viếng thăm Apple và liền để mắt đến mẫu Mac của Apple cũng như hai sáng kiến mang tính cách mạng được Apple tích hợp là giao diện đồ họa người dùng (GUI) và chuột. Khiến cho Gates tin rằng chuột và GUI là một phần trong tương lai của máy tính cá nhân. Năm 1983, các kỹ sư của Microsoft đã tìm ra cách làm cho chuột hoạt động thông qua cổng nối tiếp. Một đổi mới nền tảng khác chỉ đơn thuần nâng tầm từ đối thủ cạnh tranh rồi phát triển theo quy mô hàm mũ. Giờ đây, Microsoft đã phát triển năng lực biên soạn ngôn ngữ lập trình (như BASIC) và hệ điều hành. Vì không có năng lực nổi trội hay chuyên môn về mảng ứng dụng, Microsoft để mắt đến VisiCalc (phần mềm xử lý bảng tính ban đầu) đang tăng trưởng nhanh chóng. Cuối cùng hầu hết các tính năng của Excel được nâng cấp từ Lotus 1-2-3 và VisiCalc. Còn Word thì nâng cấp phần lớn tính năng từ ứng dụng phổ biến một thời Word Perfect. Riêng PowerPoint được Microsoft mua lại từ một công ty phần mềm nhỏ ở San Francisco.

Microsoft không có năng lực lập trình mạng (networking). Vào giai đoạn lập trình mạng cất cánh cuối những năm 1980 - đầu những năm 1990, Novell Netware mặc nhiên trở thành tiêu chuẩn của ngành. Microsoft lấy hầu hết tính năng lập trình mạng của Netware và Unix làm hình mẫu và đưa chúng vào Windows NT - để rồi đánh cắp toàn bộ thị trường từ Novell.

Công cụ quản lý tài chính Microsoft Money lấy cảm hứng từ Quicken của Intuit. Đây là một trong số ít thất bại mà công

ty đã gặp phải. Microsoft không thể nào phát triển Money tốt như Quicken. Cuối cùng nó chấp nhận thất bại và cố gắng mua Intuit. Thỏa thuận không thành, Microsoft Money vẫn là người em "chưa lớn" của Quicken. PocketPC được nâng cấp từ Palm Computing và Windows Mobile không khác gì bản sao của hệ điều hành Palm.

Trình duyệt của Netscape đã xuất hiện trên màn hình, trong khi Microsoft chưa hề chuẩn bị gì. Nhờ Spyglass nhượng quyền, họ tung ra Microsoft Explorer. Để đánh bại Netscape, Microsoft tích hợp Explorer với Windows, cho người dùng sử dụng miễn phí. Vấn đề này khiến các chính phủ kiện Microsoft hành vi vi phạm các điều luật chống độc quyền.

Danh sách cứ kéo dài. Xbox lấy cảm hứng từ Nintendo và PlayStation. SQL Server vốn do Sybase cấp phép. Media Player trông giống như Real Player. Và bấy giờ Microsoft để mắt đến Google. Nhóm tìm kiếm MSN tọa lạc tại Bay Area - ngay sân sau của Google. Microsoft tích cực lôi kéo người tài từ Google về.

Microsoft liên tục phản hồi với những đổi mới bên ngoài bức tường bằng hành động nhanh chóng và quyết liệt nhằm vô hiệu hóa mối đe dọa. Họ tìm kiếm sự phê chuẩn của khách hàng cho một đổi mới của ai đó khác trước khi sản xuất sản phẩm của mình. Đó là chiến lược cực kỳ mạnh mẽ. Một cựu giám đốc điều hành cấp cao của Microsoft từng xác tín với tôi rằng Microsoft hành động vượt trên cả chuẩn khi mục tiêu được vạch ra rõ ràng. Như trường hợp công ty này theo gót Netware hay Lotus 1-2-3, họ không hề có chút mơ hồ nào cho câu hỏi sản phẩm sẽ trông như thế nào, doanh thu nên là bao nhiêu, mà đó là mục tiêu đã định rõ.

Ngoài ra, hễ Microsoft cố gắng trở thành người tiên phong và đổi mới thì lại vấp ngã. Sáng kiến .NET của nó là dự án mơ hồ và không mấy tiến triển nhiều năm liền. Hệ điều hành Windows Vista những tưởng sẽ mang đến cuộc cách mạng, ấy vậy mà chỉ cần nó tương xứng với chương trình hiện thời của Apple thôi thì tôi đây ngạc nhiên lắm rồi.

Microsoft là gã nâng cấp ý tưởng tăng trưởng theo quy mô xuất sắc. Hơn 90% thành công có được nhờ tiêu diệt "sản phẩm thù địch" nhờ nối bước theo sau. Trận chiến của Google với Microsoft cuối cùng sẽ diễn ra như thế nào, đó là một câu hỏi mở. Hiện nay, với hơn 60.000 nhân viên, thật không may, bộ máy của Microsoft luôn bị coi thường. Nếu tôi chỉ được chọn một trong hai khoản đầu tư là Google hoặc Microsoft với mức giá hiện tại, thì dù nhắm mắt tôi cũng có thể trả lời. Tôi chọn Microsoft. Đó là trận chiến giữa nhà phát kiến và kẻ sao chép. Sao chép khôn ngoan tạo nên doanh nghiệp tuyệt vời. Đổi mới có vẻ hên xui, nhưng sao chép thì chắc chắn.

## BÀI HỌC TỪ QUỸ ĐẦU TƯ PABRAI

Tiếp bước truyền thống do Bill Gates thiết lập, tôi xin thú nhận Quỹ Pabrai cũng là kẻ đi sao chép không biết xấu hổ. Trước khi bắt đầu Quỹ Pabrai vào năm 1999, tôi chưa làm việc trong ngành dịch vụ tài chính bao giờ. Tuy nhiên, tôi đã dành thời gian nghiên cứu công ty hợp danh của Buffett vào những năm 1950 và đối nghịch với nó là cách tiền đã (và đang) được quản lý bởi phần lớn các quỹ tương hỗ và các quỹ phòng hộ. Thế nên tôi nắm được đôi ba quan sát hữu ích.

Đầu tiên, công ty hợp danh của Buffett có cơ cấu tính phí rất khác thường. Ông không tính phí quản lý cho các thành viên của mình, mà chỉ tính phí thực hiện (performance fee) thôi. Các nhà đầu tư không phải trả phí trừ phi ông Buffett kiếm được ít nhất 6% một năm. Trên con số đó, ông sẽ lấy 25% và phần còn lại thuộc về các nhà đầu tư. Nếu quỹ tăng 10% mỗi năm, ông Buffett được trả 1%. Nếu quỹ tăng 30%, ông nhận được 6% tài sản. Bất giác, tôi nhận ra cấu trúc của Buffett quả là công tâm so với số còn lại trong ngành. Hầu như tất cả các quỹ tương hỗ không thu phí hoa hồng (no-load mutual fund) đều tính phí từ 1% đến 2% tài sản hàng năm, dù lời hay lỗ. Hầu hết các quỹ phòng hộ (hedge fund) đều tính phí quản lý dao động từ 1% đến 2% cộng thêm 20% lợi nhuận kiếm được. Nếu lấy đi 2 và 20 (2% phí quản lý; 20% của lợi nhuận) trên 10% lợi nhuận trước khi tính phí thì cơ bản sau khi trừ phí, các nhà đầu tư sẽ chỉ nhận về 6,4%.

Khối quỹ tương hỗ lớn đến mức như thể thị trường. Do đó, nếu không có chi phí giao dịch và phí gắn với khối các quỹ tương hỗ, họ sẽ mang lại lợi nhuận phù hợp với các chỉ số thị trường vốn trung bình (broad equity market index). Trong kịch bản này, 50% tài sản sẽ tụt lại so với chỉ số và 50% sẽ hoạt động tốt hơn, nhưng chúng ta không ở vùng đất huyền bí. Bạn sẽ chịu chi phí ma sát khi đầu tư vào quỹ tương hỗ giao dịch tích cực. Khi các khoản phí này tích lũy từ 1% đến 2% mỗi năm (cộng với tiền hoa hồng giao dịch), chắc chắn là 80% đến 90% quỹ tương hỗ có khả năng bị tụt sau chỉ số thị trường trong dài hạn. Nói cách khác, chỉ 10% đến 20% các quỹ đánh bại chỉ số thị trường trong dài hạn. Bởi vì những thực tế cơ bản này, tốt hơn là các nhà đầu tư nên đặt

tiền vào quỹ chỉ số hơn là phần lớn trong tập hợp các quỹ tương hỗ quản lý tích cực.

Tôi nhận thấy cấu trúc phí của Buffett rất công bằng. Nếu trung bình các cổ phiếu đem lại lợi nhuận 10% một năm, lợi nhuận ròng của nhà đầu tư quỹ tương hỗ điển hình sẽ đạt khoảng 8,5%, với nhà đầu tư quỹ phòng hộ điển hình sẽ đạt khoảng 6,8% (giả định cấu trúc tính phí là 1,5% và 20%), còn nhà đầu tư quỹ chỉ số sẽ đạt khoảng 9,7%. Trong kịch bản này, một nhà đầu tư quỹ hợp danh của Buffett sẽ có lợi nhuận vào khoảng 9% - cao hơn hầu hết các lựa chọn quản lý tích cực.

Nếu thị trường chỉ tăng 5% trong một năm nào đó, trung bình nhà đầu tư quỹ tương hỗ sẽ đạt lợi nhuận ròng vào khoảng 3,5%, với nhà đầu tư quỹ phòng hộ sẽ chỉ đạt 2,8%, quỹ đầu tư chỉ số là 4,7%, và các nhà đầu tư của công ty hợp danh Buffett Partnership sẽ thu về toàn bộ 5% - cao hơn tất cả các phương án kia.

Các nhà đầu tư vào công ty hợp danh của Buffett trả mức phí thấp hơn trung bình nếu lợi nhuận dưới 10% hàng năm. Họ trả mức phí cao hơn trung bình (so với các quỹ tương hỗ) nếu lợi nhuận đạt trên 12% hàng năm. Buffett chỉ tính phí cao hơn một quỹ phòng hộ với cấu trúc 1 và 20, nếu lợi nhuận bình quân hàng năm của ông đạt trên 50%.

Tôi coi cơ cấu phí của Buffett là một lợi thế cạnh tranh bền vững. Quỹ đầu tư Fidelity Investments không thể nào không tính phí nếu lợi nhuận dưới mức 6% một năm mà không đặt sự tồn tại của họ vào rủi ro được - quá nhiều cơ sở hạ tầng và nhân viên cần được trả lương. Kẻ sao chép trong tôi nhủ rằng nếu bằng cách

nào đó tôi có thể thành lập một quỹ với cấu trúc phí như của Buffett, hai điều sau có khả năng đúng. Đầu tiên, nó phải rất hấp dẫn đối với một số lượng lớn quỹ đầu tư tương hỗ và quỹ đầu tư phòng hộ do tính kinh tế siêu việt. Thứ hai, nó không phải cấu trúc phí mà hầu hết các quỹ tương hỗ và quỹ phòng hộ có thể áp dụng - ngay cả khi họ nhận ra lợi thế cạnh tranh nó mang lại. Sở hữu con hào sao cho đối thủ cạnh tranh của bạn có thể dòm ngó giữa ban ngày nhưng không bao giờ vượt qua, chỉ là điều không tưởng và hiếm khi làm được. Vì vậy, tôi đành xấu hổ sao chép cấu trúc phí của Buffett. Đã hơn bảy năm kể từ khi bắt đầu quỹ Pabrai Funds, con hào vẫn nguyên vẹn. Không có xu hướng nào trong lĩnh vực quản lý tiền thuần trả tiền hoa hồng dựa trên thành tích giao dịch. Dưới đây là một số quan sát khác về công ty hợp danh Buffett Partnership:

• Buffett tái đầu tư hầu như toàn bộ các khoản phí của mình vào công ty hợp danh. Cuối cùng, ông đã sớm trở thành nhà đầu tư lớn nhất trong quan hệ đối tác. Điều này không đúng đối với hầu hết các quỹ tương hỗ và các quỹ phòng hộ. Hầu hết các nhà quản lý quỹ lấy mất phí của họ ra mỗi năm để tài trợ cho nhiều ngôi nhà, thuyền, xe hơi và máy bay phản lực của họ. Một lần nữa, cổ phần của người quản lý trong quỹ của mình là rất quan trọng đối với một số nhà đầu tư. Nó tạo ra một lợi thế cạnh tranh bền vững khác. Đối với tôi, đây là một cách dễ dàng để sao chép. Nếu tôi nghĩ tốt hơn là nên nhờ ai đó đầu tư cho tôi, thì tôi không nên chạy một quỹ - tôi nên yêu cầu tất cả các nhà đầu tư của tôi đầu tư vào quỹ khác. Con hào này, vẫn còn nguyên vẹn. Rất ít quỹ tương hỗ hoặc quỹ phòng hộ có các hướng dẫn như ông Buffett

hoặc đối tác Longleaf, ngăn cản hoặc không cho phép các nhà quản lý đầu tư vào các quỹ khác hoặc cổ phiếu phổ thông.

• Hầu hết các quỹ tương hỗ và quỹ phòng hộ bàn bạc thời gian nắm giữ vị thế đầu tư với nhà đầu tư của mình theo định kỳ. Còn Buffett thì giấu nhẹm đối với phần lớn các nhà đầu tư của mình. Ngay cả ngày hôm nay, ông Buffett hiếm khi bàn về các vị thế danh mục đầu tư công khai của mình. Ông kết luận việc đầu tư không phải môn thể thao thu hút đông đảo khán giả, còn ông thì dễ thỏa hiệp suy nghĩ độc lập và vô cùng quan trọng khi đem các khoản đầu tư hiện tại hoặc tiềm năng ra thảo luận với người khác. Dưới đây là những suy nghĩ của Buffett về chủ đề này:

*Bất chấp chính sách công bình của ta đi nữa, chúng ta sẽ chỉ thảo luận các hoạt động chứng khoán có tính thanh khoản theo yêu cầu trong phạm vi của pháp luật. Ý tưởng đầu tư tốt thì hiếm, có giá trị và chịu sự tranh đua chiếm dụng, cũng tựa như sản phẩm hoặc thương vụ kinh doanh béo bở.*

*-Warren Buffett*

Tôi cũng sao chép triết lý này nữa, và nó đã đem lại kết quả mỹ mãn. Suy nghĩ độc lập là nền tảng của đầu tư vững chắc. Không thảo luận về vị thế trong danh mục đầu tư hiện thời sẽ giảm thông tin nhiễu và xao lãng xuống mức tối thiểu. Dưới đây là một vài khía cạnh khác của công ty hợp danh Buffett Partnership mà tôi cho là đáng để nhân bản:

• Hầu hết các quỹ tương hỗ và quỹ phòng hộ nắm giữ số lượng cổ phiếu lớn. Quỹ tương hỗ điển hình nắm giữ hơn 80 vị thế. Mặc dù ông có thể không nghe nói về Kelly, nhưng Buffett điều hành danh mục đầu tư tập trung là hoàn toàn hợp lý. Điều này lôi cuốn

tôi nên tôi cũng sao chép.

• Hầu hết các quỹ phòng hộ điển hình bắt tay với những nhà đầu tư tổ chức lớn. Hầu hết các quỹ tương hỗ có hàng nghìn nhà đầu tư nhỏ lẻ. Buffett Partnerships thì không có cả hai. Mà đó là khoảng 100 gia đình đầu tư vào quỹ. Buổi đầu, Buffett bắt đầu với tám người trước tiên là bạn bè và người thân trong gia đình. Ông hoàn thành tốt nhiệm vụ được phó thác, kết quả là họ đã đặt thêm tiền vào quỹ và mang đến nhiều nhà đầu tư hơn. Họ là đội ngũ bán hàng không hưởng lương (và hiệu quả cao) của ông. Tôi cũng cứ thế sao chép thôi. Pabrai Funds bắt đầu với tám nhà đầu tư - hầu hết là nhóm bạn bè thân tình. Mà giờ nó đã có khoảng 400 gia đình đầu tư vào các quỹ khác nhau. Có lẽ chúng tôi là một trong số ít quỹ đầu phòng hộ quản lý khối tài sản trị giá trên 300 triệu đô la của khoảng 400 gia đình từ khắp nơi trên thế giới, mà gần như không có sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức.

• Buffett điều hành Buffett Partnerships mà không cần nhà phân tích hoặc thành viên hợp danh (General Partner) nào khác. Tất cả nghiên cứu về các khoản đầu tư là do chính ông thực hiện. Ta cực kì hiếm gặp khi mà hầu như tất cả các quỹ tương hỗ và quỹ phòng hộ đều trang bị đội ngũ quản lý và phân tích hùng hậu. Pabrai Funds cũng không xấu hổ đi sao chép điều này.

Pabrai Funds hoạt động với quy mô đội ngũ đầu tư là một người. Tôi chưa chứng kiến quỹ tương hỗ hay quỹ phòng hộ nào quản lý hơn 300 triệu đô la chỉ với đội nhóm một thành viên. Vậy mà có một quỹ phòng hộ ngừng hoạt động vào năm 1970 lại vận hành theo kiểu này. Buffett Partnerships vốn hoạt động với đội ngũ một người - chỉ mỗi Warren Buffett. Năm 1970 chính là thời

điểm ông đóng cửa công ty hợp danh với khối tài sản hơn 100 triệu đô la, tính theo thời giá của năm 2006 là hơn 600 triệu đô la.

Từ năm 1970 đến nay, số vốn dưới sự quản lý của Buffett tại Berkshire Hathaway sinh sôi hơn 100 tỷ đô la. Thậm chí ngày nay, với khối lượng vốn lớn như vậy, quy mô đội đầu tư tại Berkshire Hathaway vẫn chỉ một người - chính là Buffett. Ngoài việc quản lý hơn 100 tỷ đô la, ông còn là CEO của một trong những công ty lớn nhất ở Bắc Mỹ với hơn 180.000 nhân viên. Trên hết, ông vẫn chừa thời gian để chơi bài bridge từ 10 đến 15 tiếng mỗi tuần. Rõ ràng, bộ não này không hề bị vắt cạn dù có quản lý 100 tỷ đô la các tài sản khác nhau đi chăng nữa.

Một số người cãi lý Charlie Munger làm việc với Buffett do đó quy mô đội ngũ ít nhất phải là hai. Buffett và Munger có một mối quan hệ đặc biệt. Munger sống ở Los Angeles còn Buffett là cư dân lâu nay của Omaha. Hai người đàn ông nói chuyện qua điện thoại một vài lần mỗi tháng, và có lẽ họ gặp nhau chưa tới 3-4 lần một năm. Buffett thỉnh thoảng tham khảo ý kiến của Munger về một số khoản đầu tư hoặc thương vụ mua lại nào đó, nhưng mối tương tác này có hai khía cạnh:

1. Nhiều khoản đầu tư hoặc thương vụ mua lại, Buffett không hề tham khảo ý kiến Munger. Ví dụ như khi Berkshire mua lại General Re - thương vụ mua lại lớn nhất từ trước tới nay, Munger còn không hay biết gì trong quá trình lên kế hoạch, cho đến khi thỏa thuận gần hoàn tất mới thôi.

2. Đôi khi Buffett hỏi ý kiến Munger, mà Munger đánh giá tiêu cực hoặc hoài nghi. Buffett vẫn kiên định tiến hành.

Đây không phải là nhóm nghiên cứu đầu tư truyền thống. Đây là hai cá nhân riêng lẻ, họ sẽ tiến hành đầu tư ngay cả khi đôi bên không đồng thuận. Đôi khi đối tác này thậm chí còn không màng tới chuyện tham khảo ý kiến của đối tác kia.

Nếu người ta ban hành Luật Đầu tư, chúng sẽ do Graham, Buffett và Munger viết. Quy mô đội nhóm nhỏ (lý tưởng là một) sẽ nằm trong bộ luật này. Tại sao quy mô nhóm đầu tư lại quan trọng đến vậy?

Lấy ví dụ Buffett đặt 40% tài sản của Buffett Partnership hay 17 triệu đô la vào American Express (AmEx) năm 1963 (xem Chương 10 - "Khoản cược lớn, khoản cược nhỏ, khoản cược không thường xuyên"). Như Charlie Munger nói, "Đảo ngược, luôn là đảo ngược." Giả sử một quỹ đầu tư quản lý khối tài sản trị giá 1 tỷ đô la gồm 10 chuyên gia đầu tư. Mỗi người họ đều có thành tích đầu tư ngoạn mục và một chỉ số IQ hơn cả 150, và phương châm hoạt động của họ là khoản đầu tư chỉ được thực hiện khi cả 10 người gật đầu đồng thuận. Đơn giản là đội ngũ 10 người với IQ 150+ không cách nào cùng (1) đồng ý rằng AmEx là cổ phiếu đáng mua mạnh; hoặc (2) sẵn sàng đặt cược 40% tài sản của quỹ vào doanh nghiệp rệu rã này - ngay cả khi, bằng phép lạ nào đó, họ đạt được đồng thuận đầu tư vào American Express.

Cuối cùng, dù đội ngũ này nhất trí đặt 5% tài sản vào AmEx, họ sẽ làm gì nếu giá giảm thêm 30% nữa? Đây không phải câu hỏi giả thiết. Năm 1973, khi Buffett mua một lượng lớn cổ phần của Washington Post, ông chứng kiến giá giảm một nửa sau khi mua xong. Gần đây hơn, Berkshire chứng kiến giá cổ phiếu USG giảm từ 18 đô la xuống dưới 4 đô la (giảm hơn 75%) khi họ đã mua số cổ phần của mình. Sau đó giá cổ phiếu tăng lên hơn 120 đô la.

Khi bạn giảm quy mô của đội ngũ 10 người này, khả năng thiết lập khoản cược tăng lên. Khi tỷ lệ cược tăng, lợi nhuận cũng có thể tăng lên. Lợi nhuận có khả năng sẽ đạt đỉnh khi bạn có một nhà đầu tư giá trị, tập trung và duy nhất dẫn dắt.

Đầu tư giá trị về cơ bản đi ngược trào lưu tự nhiên. Cơ hội tốt nhất ẩn mình ở những doanh nghiệp bị ảnh hưởng tiêu cực nặng. Ngay cả học giả của lý thuyết thị trường hiệu quả, Eugene Fama và Ken French, cũng cho rằng cổ phiếu có tỷ lệ giá cổ phiếu/giá trị sổ sách (price/book ratio) thấp nhất thì có thành tích cao hơn so với các cổ phiếu có tỷ lệ cao nhất đến 11% mỗi năm giai đoạn 1963-1990. Nếu bạn đầu tư 10.000 đô la một cách nhất quán vào các cổ phiếu có tỷ lệ giá/giá trị sổ sách cao nhất (những gã Google của thế giới) vào năm 1963, số tiền sẽ tăng lên khoảng 72.000 đô la vào năm 1990. Không tệ. Tuy nhiên, cũng bằng ấy tiền, nếu bạn đầu tư vào những doanh nghiệp rẻ nhất, bạn sẽ nắm trong tay 915.000 đô la vào năm 1990. Tôi cho rằng đó là sự khác biệt đáng kể về mặt thống kê.

Vấn đề là các doanh nghiệp có tỷ lệ giá cổ phiếu/giá trị sổ sách thấp nhất lại có số phiếu chống đối cao nhất. Đầu tư vào chúng quả là tấm vé đưa đến sự giàu có. Có điều "ép" nguyên một đội ngũ đầu tư phải mua tích trữ những doanh nghiệp bị ghét bỏ, và không được yêu này là chuyện không đời nào xảy ra. Đó cũng chính là lý do mà Công thức ma thuật của Joel Greenblatt (được nêu bật trong cuốn sách *The Little Book That Beats the Market*) có khả năng đánh bại hầu như tất cả các nhà quản lý tích cực mà không cần nhiều nỗ lực. Tuy nhiên, hầu hết các nhà quản lý tích cực (active managers) sẽ không mua các cổ phiếu có dạng Công

thức ma thuật với số lượng đáng kể. Đây là khía cạnh cuối cùng tôi sao chép.

Buffett báo cáo thành tích cho các thành viên góp vốn của mình mỗi năm một lần vào ngày 31 tháng 12. Điều này rất bất thường. Quỹ tương hỗ báo cáo hàng ngày còn các quỹ phòng hộ hầu hết báo cáo hàng tháng. Báo cáo thường niên của Buffett khiến tôi cảm thấy hết sức hợp lý. Doanh nghiệp thực thụ mất hàng tháng để thay đổi, nếu không nói là năm. Nếu đầu tư vào một doanh nghiệp, bạn nên thấy hài lòng với điểm dữ liệu định giá của nó theo tần suất năm một lần. Phần lớn doanh nhân/nhà đầu tư đều không biết doanh nghiệp của họ có giá trị bao nhiêu liên tục trong nhiều năm và họ không quan tâm lắm. Quỹ Pabrai nhân bản hầu hết hệ tư tưởng này. Mặc dù người ta yêu cầu chúng tôi báo cáo thành tích chỉ mỗi năm một lần, Pabrai Funds thường báo cáo dữ liệu thành tích bốn lần một năm cho các nhà đầu tư Hoa Kỳ.

Bảy sắc thái này của Buffett Partnership khiến nó trở thành dịch vụ rất độc đáo. Khi tôi nghiên cứu chúng, kết luận của tôi là khi bảy sắc thái kết hợp với nhau, chúng tạo ra ba kết quả tuyệt vời cho Buffett:

1. Chúng chỉ thu hút đúng những nhà đầu tư dài hạn cho Buffett. Cơ sở nhà đầu tư tuyệt nhiên tự lọc theo các chuẩn quy tắc.

2. Chúng tạo ra con hào rộng khiến các đối thủ hầu như không thể vượt qua được - mãi mãi.

3. Chúng biến công việc quản lý tiền chuyên nghiệp trở thành sự nghiệp mà người ta cảm thấy thư thái và sung sướng khi theo

đuổi. Có lẽ vì vậy nên quý ngài Buffett cứ thế chân sáo đi làm mỗi ngày.

Tôi không tự dưng nghĩ ra ý tưởng này, mà chỉ đơn giản là phân tích kỹ công ty hợp danh Buffett Partnerships và rút ra kết luận nâng phát kiến và mở rộng quy mô là con đường hành động.

Ray Kroc và Bill Gates là những con người thành công vĩ đại trong thời đại của chúng ta. Họ là kiểu người không biết xấu hổ đi nâng cấp những ý tưởng vĩ đại của người khác. Sam Walton là một sinh viên học tập suốt đời (và là người nâng tầm ý tưởng) của các mô hình từ nhà bán lẻ khác. Hầu hết các mô hình kinh doanh của WalMart được nâng cấp từ Kmart. Nếu bạn nghiên cứu kỹ các doanh nghiệp thành công nhất ngoài kia, bạn sẽ nhận thấy phần lớn được nâng tầm và phát triển theo quy mô bởi những nhà quản lý tuyệt vời.

Khi tìm kiếm các khoản đầu tư ở thị trường vốn đại chúng, đừng ngại bỏ qua những kẻ tiên phong đổi mới. Hãy luôn tìm kiếm các doanh nghiệp do những người chứng minh được khả năng liên tục nâng cấp và phát triển theo quy mô điều hành. Đó là nghệ thuật đầu tư Dhandho. ●

# CHƯƠNG 15

# THẾ TIẾN THOÁI LƯỠNG NAN CỦA NGƯỜI HÙNG ABEMIMANYOU VÀ NGHỆ THUẬT BÁN CỔ PHIẾU

ĐỂ TRỞ THÀNH MỘT NHÀ ĐẦU TƯ GIỎI, CHÚNG TA CẦN MỘT khuôn khổ vững chãi cho cả việc mua và bán cổ phiếu. Mười bốn chương đầu của cuốn sách chủ yếu tập trung vào các khía cạnh khác nhau tạo nên những khoản đầu tư tuyệt vời. Quyết định đầu tư vào đâu chỉ là nửa trận chiến đầu - phần dễ "xơi". Chúng ta cũng cần đến một khuôn mẫu vững chãi cho quyết định bán. Bán cổ phiếu khó quyết hơn mua cổ phiếu - do đó cần được chống đỡ bằng một khuôn mẫu vững chãi và sự trợ giúp từ người bạn thân yêu của chúng ta Abhimanyu. Abhimanyu là người hùng của chương này. Tôi thích liên tưởng đến một trong những lý do anh ta tử vì đạo, là để cho chúng ta - những nhà tư bản hiện đại, có thể học hỏi gián tiếp từ kinh nghiệm của anh ấy và trở thành những nhà đầu tư bản lĩnh hơn.

Với một trăm nghìn khổ thơ, Mahabharata có lẽ là bản thiên hùng ca hùng vĩ nhất từng có. Nó được viết bằng tiếng Phạn ở Ấn Độ khoảng 2.000 năm về trước. Tuy cốt truyện xoay quanh mối thù đẫm máu giữa hai nhánh của dòng họ trị vì ở Bắc Ấn, Mahabharata chứa đựng những bài học triết lý sâu sắc. Cuộc xung đột trong gia tộc lên đến đỉnh điểm khi chứng kiến trận chiến kéo dài 18 ngày giữa Pandavas và Kauravas. Pandavas là những người tốt còn Kauravas không hẳn là đám người thẳng thắn.

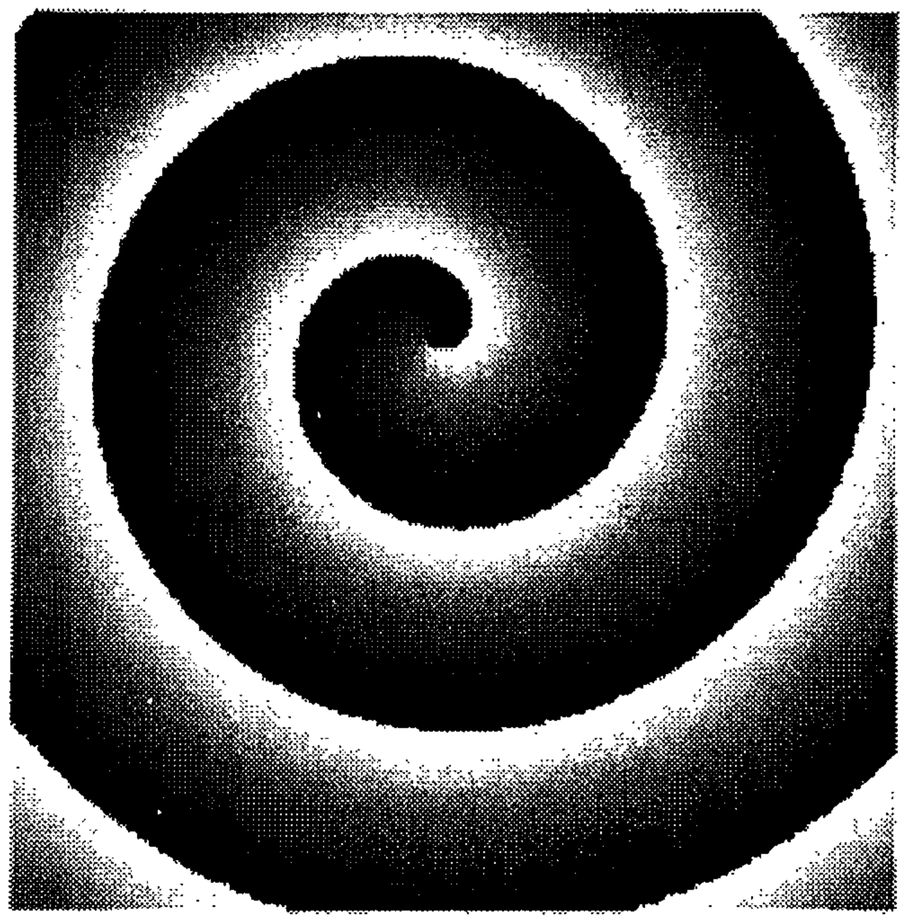
**Phát âm**

| | |
|---|---|
| Abhimanyu | a-bee-man-u |
| Arjuna | r-june |
| *Chakravyuh* | chuck-rah-view |
| Kauravas | core-ruvs |
| *Mahabharata* | ma-haa-bhaa-rut |
| Pandavas | pawn-doves |
| Subhadra | sue-bud-rah |

Vào ngày thứ 13 của trận chiến, Kauravas đã bài trí lực lượng chiến đấu của mình thành hình chakravyuh chết chóc. Chakravyuh được thiết kế chuẩn có dạng hình xoắn ốc (Archimedes Spiral) (Hình 15.1) khiến quân địch gần như không thể xâm nhập. Cách bài bố trận chiến theo mẫu hình chakravyuh của Kaurava nghiền nát đội quân của Pandava, khiến thủ lĩnh của phe này lo lắng trước tổn thất về người không kể siết mà họ đang phải đối mặt.

Lúc này, câu chuyện quay sang dòng hồi tưởng quá khứ 16 năm về trước. Bấy giờ, vua Krishna đang giải thích cho em gái đang mang thai của mình là Subhadra, về cách đâm thủng chakravyuh để tiến vào trung tâm. Một khi đã xâm nhập vào chakravyuh, xuyên qua vùng lõi, rồi thoát ra ngoài thành công, thì trung lập hóa đầu não của quân địch tại trung khu là cách làm hữu hiệu - dẫn đến hoảng loạn tập thể và xáo trộn hàng ngũ. Nói dễ làm khó. Cắt ngang gần như bất khả thi.

## Hình 15.1 Dàn quân theo mẫu hình Chakravyuh



Vua Krishna tường thuật chi tiết cho người em gái của mình lối đánh khiến cho chakravyuh bị xuyên thủng và cắt ngang thành công vào vùng trung khu của nó. Người định giải thích cách thức để một người có thể thoát ra khỏi vòng xoắn ốc an toàn thì nhận ra em gái mình phát chán với câu chuyện nên ngủ thiếp đi. Krishna bỗng thấy không có ai nghe câu chuyện đang kể dở. Ngoại trừ một người nghe chăm chú. Nằm trong bụng mẹ, em bé Abhimanyu chưa ra đời ra đã ngấm bài thuyết giảng.

Cha của Abhimanyu là Arjuna - một cung thủ tài ba bậc nhất thế giới. Theo bước chân cha, dù mới 16 tuổi đầu, Abhimanyu đã là chiến binh nhà nòi. Nhận thấy phe mình gánh chịu tổn thất đau đớn dồn dập, chàng trai xung phong công phá chakravyuh - dù không biết sẽ thoát ra bằng cách nào sau khi đã tiến vào trung tâm. Áp lực đè nắn, thủ lĩnh phe Pandava miễn cưỡng đồng ý để chàng trai dấn thân, về phía mình tiến hành lập kế hoạch theo sát phía sau để giúp chàng không gặp nguy hại.

Nhớ lại thủ thuật của vua Krishna, Abhimanyu xâm nhập chakravyuh thành công rồi chớp nhoáng tiến về phía trung tâm của nó - hạ thủ những tên địch Kaurava đang cố ngăn cản cậu lại. Tuy nhiên, Kauravas đã tranh thủ "vá" liền chakravyuh ngay sau khi Abhimanyu đột nhập, do đó, không một người Pandava nào có thể lọt vào nhờ sự dẫn dắt của Abhimanyu. Ở trung khu, chín chiến binh tinh nhuệ nhất của Kaurava đồng thời ập vào Abhimanyu. Không biết làm thế nào để thoát ra khỏi chakravyuh, Abhimanyu vẫn còn ở trung khu và chiến đấu dũng cảm với cả chín tên. Cuối cùng, chàng trai đã không chống chịu nổi thương tích, đành hy sinh.

Thế tiến thoái lưỡng nan của Abhimanyu vào ngày thứ 13 trong trận chiến gần giống với các quyết định mà nhà đầu tư cổ phiếu phải đối diện mỗi ngày. Quyết định công phá, đâm xuyên qua, và sau cùng là thoát khỏi chakravyuh cũng giống như tìm ra thời điểm mua, giữ và bán một cổ phiếu nhất định. Bài học mà Abhimanyu dành cho chúng ta là hãy xây dựng kế hoạch thoát rõ ràng trước khi chúng ta nghĩ đến chuyện mua cổ phiếu.

## CÂU HỎI LÀ CÓ BƯỚC VÀO HAY KHÔNG

Phần lớn cuốn sách này dành để phân tích các sắc thái khác nhau của động tác mua cổ phiếu. Dưới đây không phải bản tóm tắt, nhưng là bảy câu hỏi mà một nhà đầu tư nên cân nhắc trước khi "xâm nhập" vào chakravyuh - thị trường chứng khoán nào:

1. Đó có phải doanh nghiệp tôi hiểu rất rõ, tức nằm trong vòng tròn năng lực (circle of competence) của tôi?

2. Tôi có biết giá trị nội tại của doanh nghiệp hiện nay không và, trả lời với độ tự tin cao về những khả năng thay đổi của nó trong vài năm tới?

3. Doanh nghiệp có đang đề giá ở mức chiết khấu lớn so với giá trị nội tại (intrinsic value) của nó ngày hôm nay cũng như hai đến ba năm nữa không? Và trên 50% chứ?

4. Tôi có sẵn sàng trích một phần lớn giá trị tài sản ròng để đầu tư vào doanh nghiệp này không?

5. Bất lợi có nằm ở mức tối thiểu không?

6. Doanh nghiệp có con hào kinh tế không?

7. Nó có được ban lãnh đạo tài năng và trung thực điều hành không?

Người ta chỉ nên cân nhắc quyết định mua nếu đáp án cho tất thảy bảy câu hỏi trên là chữ CÓ vang dội. Nếu doanh nghiệp mà bạn hiểu rõ chào giá bằng hoặc thấp hơn một nửa so với giá trị nội tại cơ sở của nó, từ hai đến ba năm kể từ bây giờ, với rủi ro bất lợi ở mức tối thiểu, thì mạnh dạn đầu tư ngay. Còn không, hãy lượt bỏ mê cung chakravyuh này. Bạn sẽ có cơ hội tốt hơn trong tương lai.

## XUYÊN QUA VÒNG VÂY

Tôi thấy ngạc nhiên vì không biết bao nhiêu nhà đầu tư mua một cổ phiếu với giá 10 đô la rồi sau đó cảm thấy mông lung khi giá giảm xuống 8 đô la - thúc giục họ bán con gà tây, xong khởi động lại nhiệm vụ của mình cho người chiến thắng tiếp theo. Họ bước vào chakravyuh bởi mồi nhử sẽ thắng lợi ở trung khu, nhưng chưa vượt qua vòng vây đầu tiên đã thất bại.

Để minh họa, hãy tưởng tượng vào cuối năm 2006, một trạm xăng lân cận đang được rao bán và chủ sở hữu chào giá 500.000 đô la. Thêm vào đó, giả sử trạm xăng có thể được bán với giá 1.000.000 đô la sau 10 năm nữa. Trong một vài năm tới, dòng tiền tự do - số tiền có thể rút ra khỏi doanh nghiệp - dự kiến là 100.000 đô la mỗi năm. Vậy thì giá trị nội tại của trạm xăng này là bao nhiêu với giả định tỷ lệ chiết khấu 10%?

Bảng 15.1 thể hiện giá trị nội tại là 1.000.000 đô la. Trạm xăng hiện có giá bán chỉ 500.000 đô la. Đúng là thương vụ giá hời!

**Bảng 15.1 Phân tích dòng tiền chiết khấu (DCF - Discounted Cash Flow) của trạm xăng**

| Năm | Dòng tiền tự do (đô la) | Giá trị hiện tại (đô la) của dòng tiền tương lai (10%) |
|---|---|---|
| 2007 | 100.000 | 90.909 |
| 2008 | 100.000 | 82.645 |
| 2009 | 100.000 | 75.131 |
| 2010 | 100.000 | 68.301 |
| 2011 | 100.000 | 62.092 |
| 2012 | 100.000 | 56.447 |
| 2013 | 100.000 | 51.315 |
| 2014 | 100.000 | 46.650 |
| 2015 | 100.000 | 42.410 |
| 2016 | 100.000 | 38.554 |
| 2017 | Giá bán 1.000.000 | 385.543 |
| **Tổng** | | **1.000.000 (làm tròn số)** |

Bây giờ, chúng ta biết được giá trị nội tại hiện nay của doanh nghiệp (1 triệu đô), như vậy chúng ta sẽ mua ở mức giá thấp hơn 50%. Thật tuyệt vời làm sao. Chúng ta quyết định đầu tư. Hai năm trôi qua và có người đề nghị chúng ta bán doanh nghiệp với giá 950.000 đô la. Ta nên làm gì đây? Ta sẽ thực hiện thêm phép tính giá trị nội tại khác. Giả sử dòng tiền vẫn duy trì ổn định, giá trị nội tại vẫn là 1 triệu đô la. Hơn nữa, chúng ta rất khoái số tiền trả cổ tức 200.000 đô la trong hai năm vừa qua. Với lời đề nghị mua ở mức giá bằng 95% giá trị nội tại, bạn không phải tốn giây nào để suy nghĩ về quyết định bán. Lợi nhuận cuối cùng sẽ như thế này:

| | |
|---|---|
| Số tiền đầu tư | 500.000 đô la |
| Tổng số tiền thu được | 1.150.000 đô la |
| Lợi suất hằng năm | > 50% |

Mua ở mức chiết khấu hời ngoài sức tưởng tượng so với giá trị nội tại giúp chúng ta thu được lợi nhuận hàng năm trên 50% so với khoản đầu tư ban đầu, dù trạm xăng chỉ tạo ra lợi nhuận 10% trên lượng tiền đầu tư.

Ngoài ra, nếu chúng ta làm một số tính toán theo Công thức Kelly cho trạm xăng, tỷ lệ cược thận trọng khi quyết định thực thi khoản đầu tư kéo dài từ hai đến ba năm có thể như sau:

| | |
|---|---|
| Tỷ lệ cược lợi nhuận bằng hoặc cao hơn 2 lần trong 3 năm | 80% |
| Tỷ lệ cược hòa vốn cho đến đạt lợi nhuận gấp đôi trong 3 năm | 15% |
| Tỷ lệ cược thua lỗ hoàn toàn cho đến hòa vốn trong 3 năm | 5% |

Chúng ta luôn muốn thận trọng. Khi đơn giản hóa kết quả trên, ta được:

| | |
|---|---|
| Tỷ lệ cược lợi nhuận tăng gấp đôi trong 3 năm | 80% |
| Tỷ lệ cược hòa vốn trong 3 năm | 15% |
| Tỷ lệ cược thua lỗ hoàn toàn trong 3 năm | 5% |

Đây là ván cược vô cùng thuận lợi, và Kelly đề nghị chúng ta đầu tư hơn 88% ngân sách sẵn có của mình vào khoản đầu tư này. Điều đó dễ rồi. Hãy thử kiểm định một kịch bản đau đớn hơn.

Chúng ta phải làm gì nếu dòng tiền của trạm xăng giảm đột ngột sau khi ta trót mua, vì giá dầu tăng đến 150 đô la một thùng? Bây giờ trạm xăng chỉ đem về dòng tiền tự do 20.000 đô la mỗi năm. Khoảng sáu tháng sau khi chúng ta mua trạm xăng, có người đề nghị mua lại với giá 150.000 đô la. Chúng ta có nên bán không?

Doanh nghiệp là những thực thể sống và trải qua những giai đoạn thăng trầm giống như con người. Chúng ta không biết chính xác tương lai sẽ diễn ra thế nào. Trong trường hợp này, giá dầu tăng từ mức 50 đô la một thùng vào thời điểm chúng ta mua trạm xăng lên tới trên 150 đô la một thùng, dẫn đến khối lượng và doanh thu sụt giảm đáng kể. Tốt nhất là nên dành thời gian để doanh nghiệp thích ứng với thay đổi này. Giá dầu có thể giảm nhiệt trở lại, có thể người tiêu dùng rồi sẽ quen với mức giá mới, hoặc chính phủ sẽ tiến hành đưa ra trợ cấp. *Một quy tắc quan trọng trong việc xuyên qua vòng vây chakravyuh là dù bạn mua cổ phiếu nào, thì cũng không thể bán đi ở mức giá thua lỗ trong vòng hai đến ba năm kể từ khi mua. Trừ phi bạn có thể tự tin khẳng định rằng giá trị nội tại hiện thời thấp hơn mức giá mà thị trường đang chào mua.*

Nếu chúng ta áp dụng quy tắc này cho trạm xăng của mình, giá trị nội tại hiện tại có thể bằng hoặc cao hơn 200.000 đô la. Bạn sẽ không tốn một giây nào suy nghĩ mà lướt qua quyết định bán ở mức giá 150.000 đô la. Thứ hai, bạn không ghim giá trị nội tại với mức độ chắc chắn cao. Giá trị nội tại dường như phải đạt ít nhất 200.000 đô la, nhưng có thể dễ dàng quay về 1 triệu đô la nếu giá dầu quay trở lại mức cũ.

Ước tính tương lai về giá trị nội tại của chúng ta có thể nằm trong khoảng 200.000 đô la đến 1.000.000 đô la. Trạm xăng chưa thể bán ngay ở mức giá thua lỗ vì ba lý do:

1. Thời điểm này chưa được hai đến ba năm kể từ khi chúng ta mua.

2. Ta không thể đưa ra giá trị nội tại thực tế với độ chắc chắn cao.

3. Giá chào mua hiện tại thấp hơn quá nhiều so với ước tính thận trọng của chúng ta cho giá trị nội tại hiện tại.

Hệ quả là, cổ phiếu chỉ có thể bán ở mức giá thua lỗ trong vòng hai đến ba năm kể từ lúc mua là khi thỏa mãn cả hai điều kiện sau:

1. Chúng ta có thể ước tính giá trị nội tại hiện tại và tương lai của nó, hai đến ba năm, với mức độ chắc chắn rất cao.

2. Giá chào mua cao hơn giá trị nội tại hiện tại hoặc ước tính trong tương lai.

Bộ não của chúng ta đã trải qua hàng triệu năm tiến hóa, nhưng chúng vẫn "còi cọc" trước những thay đổi thất thường của thị trường chứng khoán. Khi con sư tử gầm lên, bộ não thúc chúng ta bắt đầu chạy. Chúng ta không đợi xử lý; mà chỉ cắm đầu chạy. Khi giá cổ phiếu giảm đột ngột, nỗi sợ hãi được lập trình cũng tương tự như khi nghe sư tử gầm. Bản năng đầu tiên của chúng ta là bán ngay lập tức, gột sạch ký ức sở hữu nó, rồi bỏ chạy. Đây là một trong những lý do chính lý giải tại sao hầu hết các nhà đầu tư có thành tích tệ hơn so với chỉ số thị trường chứng khoán. Họ háo hức mua những cổ phiếu trên đà tăng, và bán tống bán tháo những cổ phiếu sụt giảm mạnh. Muốn làm đối trọng với bộ não rối tinh này, chúng ta phải thúc đẩy hành vi lý trí nhờ các quy tắc xuyên qua chakravyuh hợp lý.

Chìa khóa để trở thành nhà đầu tư thành công là nhất quyết phải mua tài sản dưới mức giá trị của chúng, gắn liền với giảm thiểu mức độ thua lỗ vĩnh viễn. Hai quy tắc chính của Warren Buffett là:

Quy tắc số 1: Không bao giờ để mất tiền.

Quy tắc số 2: Đừng quên quy tắc số 1.

Nếu như định giá của các công ty đại chúng có thể thay đổi chóng mặt trong ít phút, thì những thay đổi kinh doanh thực sự phải mất nhiều tháng, nếu không phải là nhiều năm. Trạm xăng chứng kiến cảnh giảm dòng tiền giảm đột ngột và một tương lai u ám. Chúng ta cần kiên nhẫn chờ mây tan. Trong hai đến ba năm, tình hình cần phải rõ ràng hơn, liệu giá dầu có khả năng giữ nguyên vĩnh viễn hay sẽ cao hơn mức 150 đô la một thùng, liệu chính phủ có ra tay trợ giúp, liệu mẫu hình người tiêu dùng là tạm thời hay vĩnh viễn, liệu mô hình kinh doanh có thể biến đổi để nhấn mạnh các sản phẩm hoặc dịch vụ khác không,...

Sau hai năm trôi qua mà dòng tiền vẫn giữ nguyên ở mức 20.000 đô la một năm, bạn nên mở bán với giá bằng hoặc cao hơn 200.000 đô la nếu có phương án đầu tư hấp dẫn hơn cho số tiền thu được. Sau ba năm trôi qua, tất cả xiềng xích biến mất. Tại thời điểm này, tôi sẽ mở bán, bất kể mức giá nào phù hợp - kể cả khi điều này khiến tôi chịu thua lỗ lớn cho khoản đầu tư này. Thị trường phần lớn là hiệu quả và, trong hầu hết các trường hợp, một tài sản bị định giá thấp sẽ dịch chuyển lên và giao dịch quanh (hoặc còn cao hơn) giá trị nội tại của nó một khi tảng mây tan đi. Hầu hết các đám mây bất định sẽ tiêu tan trong vòng hai đến ba năm.

Quy tắc ba năm cũng cho phép ta thoát khỏi một vị thế khi đưa ra nhận định sai về giá trị nội tại. Nếu chúng ta không thoát ra mà cứ chờ đến khi hội tụ về giá trị nội tại, chúng ta có thể chờ đến vô tận. Chi phí chờ đợi rất tốn kém. Đó là chi phí cơ hội khi

lỡ dịp đầu tư vào những tài sản khác. Do đó, cần có sự cân bằng giữa việc cho cổ phiếu một khung thời gian để trở về giá trị nội tại của nó và chờ đợi đến vô tận.

Tại sao là hai đến ba năm? Mà không phải hai đến ba tháng hoặc năm đến sáu năm? Tôi không có bằng chứng chính xác về lý do tại sao giai đoạn này nên là hai đến ba năm. Chúng ta biết rằng vài tháng có thể không đủ. Doanh nghiệp thực thụ cần thời gian để thích ứng với thay đổi. Nếu một giám đốc điều hành đang tìm cách thay đổi nhân sự chủ chốt hoặc gia nhập hay rời bỏ một số thị trường nhất định, thì phải mất hàng tháng trời, nếu không phải là một năm hoặc lâu hơn để đạt được mục đích. Tương tự, trạm xăng của chúng ta đang đối mặt với cú sốc đối trong mô hình kinh doanh của mình. Chúng ta cần thiết lập một khoảng thời gian chờ cho đến khi các đám mây bốc hơi hoặc ít nhất là mỏng dần. Còn việc đợi từ 5 đến 10 năm để các đám mây bốc hơi hoặc thay đổi của doanh nghiệp trở nên rõ ràng thì quá lâu. Đây là chi phí thực sự của sự chờ đợi.

Nếu chúng ta giữ trạm xăng trong 10 năm và cuối cùng thu về 1 triệu đô la bao gồm cổ tức, sau đó tái đầu tư số tiền thu được vào khoản đầu tư khác. Vậy thì chúng ta sẽ có tỷ suất lợi nhuận hàng năm đạt 12% trong 10 năm tiếp theo, tổng tài sản của chúng ta sau 20 năm là khoảng 3,1 triệu đô la. Thay vào đó, nếu chúng ta bán trạm xăng với giá 700.000 đô la sau hai năm, rồi đầu tư số tiền thu được với tỷ suất hàng năm 12% trong 18 năm tiếp theo, thì ta sẽ sở hữu gần 5,4 triệu đô la. Trong thực tế, nếu chúng ta bán trạm xăng ở bất cứ mức giá nào trên 400.000 đô la sau hai năm, thành tích của chúng ta sẽ cao hơn so với nắm giữ trạm

xăng trong 10 năm rồi bán đi với giá một triệu đô. Rất khó bù đắp cho những năm tháng không tạo ra lãi kép. Chúng ta phải kiên nhẫn, nhưng đừng chờ đợi đến vô tận. Tôi muốn kết luận rằng hai đến ba năm là mức độ kiên nhẫn phù hợp để người thua cuộc tự sửa lỗi.

Một trong những cuốn sách hay nhất về đầu tư giá trị mà tôi vừa đọc là *The Little Book That Beats the Market* của Joel Greenblatt. Tôi sẽ coi như độc giả của cuốn sách này đã đọc cuốn sách của Greenblatt rồi. Công thức kỳ diệu của ông kêu gọi bạn nên nắm giữ cổ phiếu trong vòng một năm. Cho dù giá cổ phiếu giảm hay tăng, khi bạn đã mua cổ phiếu dạng Công thức kỳ diệu, theo công thức, nó không thể bán trong một năm. Cổ phiếu Công thức kỳ diệu nói chung là các cổ phiếu có giá trị khó lường (deep value). Chúng chủ yếu là các cổ phiếu trú ngụ ở nơi sư tử gầm lên và giá giảm mạnh. Công thức kỳ diệu hữu hiệu bởi vì hầu hết tiếng gầm, nếu không phải là tất cả, chấm dứt trong năm và sự hợp lý chiếm ưu thế, cuối cùng dẫn đến kết quả trung bình là lợi suất hàng năm cao hơn thị trường đáng kể. Một năm là khung thời gian nắm giữ rất tốt, nhưng nếu bạn hiểu rõ doanh nghiệp trước khi mua, tôi tin khung thời gian dài hơn là hoàn toàn đảm bảo và chính đáng. Công thức kỳ diệu khuyên bạn mua cổ phiếu mà bạn không biết gì rồi nắm giữ trong 12 tháng. Bạn hoàn toàn được phép kéo dài thời gian nắm giữ đối với các doanh nghiệp bạn thực sự hiểu rõ.

Nếu bạn tự tin cao độ vào phán đoán giá trị nội tại cơ sở của mình, thì hãy yên tâm nắm giữ doanh nghiệp bị tụt lại phía sau (loser) dài hơn từ hơn hai đến ba năm, nhưng phải luôn nhận

thức giá trị thời gian của tiền. Rất khó bù đắp cho những năm tháng không tạo ra lãi kép. Quy tắc hai đến ba năm ngăn không để chúng ta bỏ chạy khi sư tử gầm lên - nó giúp ta tránh cảnh bán tháo tại những thời điểm bi quan tột độ.

Một ví dụ tuyệt vời cho tiếng sư tử gầm là chuyến đi tàu lượn siêu tốc của tôi với Universal Stainless & Alloy Products trong bốn năm vừa qua.

## UNIVERSAL STAINLESS & ALLOY PRODUCTS

Universal Stainless & Alloy Products, Inc. (USAP) thành lập vào năm 1994 (xem Hình 15.2). Kể từ khi thành lập, nó tập trung sản xuất các sản phẩm thép đặc thù được sử dụng trong các ứng dụng ngách như sản xuất điện, hàng không vũ trụ và sản xuất thiết bị thi công. Công ty có ba cơ sở sản xuất. Cả ba nhà máy đều bị bỏ hoang, được công ty mua lại với giá gần như cho không. Công ty chi tổng cộng 10 triệu đô la để mua lại ba cơ sở này. Trong những năm qua, nó đã chi tổng cộng 68 triệu đô la chi phí vốn (capital expenditures) để nâng cấp chúng.

# Hình 15.2 Biểu đồ giá cổ phiếu Universal Stainless (USAP) (1995-2006)

Tôi bị thu hút vào doanh nghiệp này ngay sau khi họ mua cơ sở thứ ba ở Dunkirk, New York. Cả ba cơ sở đều có một số đặc điểm chung khi được mua lại:

1. Hợp đồng lao động linh hoạt.

2. Không có chi phí thuộc diện legal costs (lương hưu/ chăm sóc sức khỏe) hoặc trách nhiệm môi trường.

3. Giá mua lại bằng hoặc gần bằng không.

Họ mua Dunkirk với giá 4 triệu đô la, nhưng nó bao gồm hàng tồn kho và tài sản thặng dư trị giá 4 triệu đô la. Ngoài ra, Universal Stainless chỉ trả 1 triệu đô la tiền mặt, phần còn lại trả dưới hình thức tín phiếu 10 năm với lãi suất 5%. Công ty nghiễm nhiên sở hữu nhà máy miễn phí. Trước khi mua lại Dunkirk,

công ty có thu nhập trên mỗi cổ phiếu đạt 1,26 đô la vào năm 2001 và giá trị sổ sách hữu hình (bị giảm nhẹ trầm trọng) là 9,28 đô la mỗi cổ phiếu. Clarence "Mac" McAninch, Giám đốc điều hành của Universal Stainless, là quản lý cấp cao tại Armco Steel trong thời gian nó phát triển cơ sở Dunkirk. Cá nhân ông đã vô cùng quen thuộc với Dunkirk. Có thời điểm, Dunkirk đem về doanh thu 100 triệu đô la và có khả năng nhân rộng để nâng mức doanh thu lên 150 triệu đô la. Với doanh thu từ 100 đến 150 triệu đô la, thu nhập (chỉ từ Dunkirk) đã trị giá từ 1,5 lên tới 2,5 đô la mỗi cổ phiếu USAP.

Lối tiếp cận Dhandho của Mac là mua các nhà máy thép bị bỏ hoang chỉ với vài đồng xu cho một đô la. Câu chuyện này gợi cho tôi nhớ về người hùng Lakshmi Mittal của chúng ta. Như đã thấy trong Chương 4 ("Mittal Dhandho"), Mittal trở thành một trong những người giàu nhất thế giới cũng với lối tiếp cận Dhandho thông qua thương vụ mua lại - tay không hoặc gần như tay không mà sở hữu chúng. Mac và Mittal hẳn phải có một số điểm chung trong nhóm gen di truyền của họ. Lối tiếp cận Dhandho của Mac đã cám dỗ tôi mua trữ cổ phiếu USAP. Với thương vụ mua lại Dunkirk, Universal Stainless có thể dễ dàng nâng thu nhập mỗi cổ phiếu khoảng 2,75 đô la đến 3,75 đô la trong vài năm. Một doanh nghiệp như vậy, ngay cả khi không có vốn thặng dư hiện hữu vẫn có thể đạt giá trị trên 30 đô la một cổ phiếu. Nếu họ nâng doanh thu của Dunkirk lên 150 triệu đô la và lợi nhuận phát triển theo quy mô, thu nhập mỗi cổ phiếu có thể lên tới 4 đô la và giá trị nội tại của công ty có thể đạt đến 40 đô la tới 50 đô la mỗi cổ

phiếu. Đây là dạng doanh nghiệp thành công trong việc mua lại tài sản gần như ở mức giá cho không. Họ được tài trợ một cách thận trọng và đội ngũ quản lý tuyệt vời. Ngoài ra, thép đặc biệt, không giống như thép cuộn thông thường, được định giá cao cấp và có số lượng nhà máy sản xuất hạn chế. Cuối cùng, với thương vụ mua lại Dunkirk, công ty có khả năng tiếp tục gia công sản lượng của hai nhà máy khác tại Dunkirk, và họ phân phối thành phẩm cho thị trường so với số lượng bán thành phẩm đáng kể từng cung cấp trước khi mua lại Dunkirk. Đây là tất cả những mặt tích cực.

Điểm tiêu cực ở chỗ đây vẫn là ngành thép. Ngành này có tính chu kỳ và tùy thuộc toàn bộ vào biến động luân chuyển giữa cung và cầu. Thêm vào đó, Dunkirk sẽ cần một lượng vốn để vận hành trở lại, và họ sẽ mất tiền cho đến khi nó đem lại doanh thu hàng năm đạt ít nhất 25 đến 30 triệu đô la. Thu nhập của USAP có khả năng sẽ giảm trong tương lai gần trước khi bắt đầu tăng.

Tóm lại, tôi cho rằng đây là khoản cược rất đáng đầu tư. Pabrai Funds đầu tư vào cổ phiếu Universal Stainless lần đầu vào tháng 4 năm 2002. Chúng tôi mua cổ phần ban đầu trong phạm vi từ 14 đến 15 đô la mỗi cổ phiếu với 10% tài sản được quản lý đặt vào mã USAP. Làm sao tôi có thể bỏ lỡ cú đánh chắc chắn thế này?

Một năm trôi qua. USAP đang giao dịch ở mức 5 đô la mỗi cổ phiếu - giảm hơn 60% từ giá mua của chúng tôi (Ôi trời!). Công ty thua lỗ khoảng 2 đến 3 triệu đô la hàng năm. Dunkirk là "lỗ đen" gây ra phần lớn các khoản thua lỗ. Nó chỉ tạo ra tiền mặt với tốc độ (run-rate) 20 triệu đô la một năm. Thị trường sản xuất điện năng và hàng không vũ trụ sụt giảm khiến các nhà máy khác

của USAP chỉ vừa đủ hòa vốn khi tình hình doanh thu giảm. Không tính Dunkirk, doanh thu hàng năm của công ty chỉ đạt 40 triệu đô la (run-rate) - giảm từ hơn 70 triệu đô la của một năm trước. Tôi phải làm gì đây? Mua thêm, bán hay giữ? Tiếng sư tử gầm đã vang lên rồi.

Vào lúc này, chúng ta đã vào sâu bên trong chakravyuh, kẻ thù có vẻ giành được thế thượng phong và sáp đến gần hòng kết liễu chúng ta. Để tồn tại (quan trọng hơn cả hát khúc khải hoàn), chúng ta phải giữ bình tĩnh và tuân theo thuật giải điểm cắt ngang của vòng vây chakravyuh.

Câu trả lời hiển nhiên là dựa trên thuật giải. Toàn bộ ngành thép đang chìm trong trạng thái ảm đạm. Đây không phải vấn đề riêng lẻ của USAP; mà là suy thoái toàn ngành.

Giá trị nội tại u ám vào thời điểm này khiến người ta khó lòng xác định. Với tính chất chu kỳ của doanh nghiệp, tỷ lệ cược sẽ thuận lợi hơn khi nhu cầu quay trở lại. Chưa đầy hai năm trôi qua, chúng ta phải chịu một khoản thua lỗ chưa thực hiện (unrealized loss) lớn và giá trị nội tại khó tính toán. Đây là những dấu hiệu kinh điển cho thấy bạn đang vướng chân vào một trận chiến đẫm máu ở tâm chakravyuh. Để sống sót, câu trả lời rõ ràng là không làm gì cả. Chỉ cần giữ. Như mẹ tôi luôn nói, "Thời gian là phương pháp chữa lành tốt nhất!"

Thêm một năm nữa trôi qua. Bấy giờ là tháng 4 năm 2004. Cổ phiếu đang giao dịch từ 10 đến 11 đô la một cổ phiếu. Dunkirk đang sinh lời với tỷ lệ chạy doanh thu 27 triệu đô la. Hoạt động kinh doanh còn lại đạt 60 triệu đô la - có lãi nhưng vẫn chưa trở lại mức cao như năm 2001. Doanh thu của toàn công ty (run-

rate) là 85 triệu đô la và công ty đã đưa ra định hướng doanh thu của quý tiếp theo dự kiến sẽ lên tới 29 triệu đô la (họ luôn hạ thấp kỳ vọng của mình). Điều này ngụ ý doanh thu có thể "chạy" (run-rate) đạt gần 120 triệu đô la. Đây là cải thiện quan trọng. Một phần trong sự tự tin đó bắt nguồn từ tăng trưởng đơn hàng chưa thực hiện (backlog). Một lần nữa câu hỏi đặt ra là tôi nên làm gì? Hai năm trôi qua, chúng tôi vẫn còn chìm dưới mặt nước. Giá trị nội tại trở nên sáng sủa hơn và con đường tăng trưởng của công ty cho thấy luận điểm ban đầu có thể diễn ra - dù thời gian chậm trễ kéo dài. Tôi ước tính giá trị nội tại có thể cao hơn 11 đô la trên mỗi cổ phiếu. Dường như thị trường không muốn trao thưởng cho USAP qua hình dung về một tương lai tươi sáng hơn của nó. Người ta cần thái độ "đợi mà xem".

Những vần mây che mờ USAP đã tan khuất. Tuy nhiên, chúng ta vẫn còn xem xét khoản lỗ chưa thực hiện. Tương lai USAP rộng mở. Tôi rất dè dặt trước tổn thất vốn vĩnh viễn. Quy tắc số một và quy tắc số hai của Buffett xứng đáng đặt ưu tiên phía trước và trung tâm trong mọi quyết định. Tôi chọn cách tiếp cận "chờ mà xem" và tiếp tục theo dõi thêm vài quý nữa. Chúng ta vẫn còn một năm cân nhắc trước khi đến thời hạn ba năm.

Đầu năm 2005, cổ phiếu USAP vượt trên 15 đô la một cổ phiếu. Cuối cùng, sau trận chiến khó nhọc kéo dài gần ba năm, chúng tôi đáp xuống vùng đất tích cực. Bây giờ ta có một số lựa chọn tuyệt vời:

- Bán và thu về khoản lợi nhuận nhỏ.
- Mua thêm.
- Không làm gì cả.

Vào tháng 1 năm 2005, doanh thu (run-rate) của USAP đạt khoảng 150 triệu đô la mỗi năm, và thu nhập ròng đạt khoảng 10,5 triệu đô la mỗi năm. Đơn hàng chưa thực hiện đạt khoảng 72 triệu đô la - mức cao nhất trong lịch sử công ty. Tất cả nhà máy đều chạy hết công suất. Họ thường xuyên tăng giá và đòi khách hàng phụ phí mà không gặp phải sự kháng cự nào. Nó vẫn có tiềm năng mở rộng để tăng doanh thu từ hai đến ba phần tư trong những năm tới. Luận điểm đầu tư ban đầu cuối cùng cũng diễn ra - sau gần ba năm dốc lực chiến đấu với chakravyuh.

Vào tháng 5 năm 2005, công ty đã quyết định chi 2,5 triệu đô la chi phí vốn để lắp đặt lò nung nóng chảy chân không thứ sáu. Tôi mơ hồ về ý niệm của cái lò đấy. Thứ tôi hiểu được từ Mac trong cuộc hội đàm là nó sẽ nâng EPS lên khoảng 0,5 đô la trên mỗi cổ phiếu hàng năm (wow!). Còn thời gian hoàn vốn cho chiếc lò thì dưới một năm. Hễ khi nào một doanh nghiệp chi 2,5 triệu đô la để mua tài sản, rồi thu về trên 3 triệu đô la từ khoản chi tiêu đó chỉ trong năm đầu tiên, thì bạn chẳng cần đến Excel để tính toán làm gì. Cách nâng cao giá trị nội tại này là tin mừng dành cho các cổ đông.

Mặc dù tất cả những tin tức tốt đẹp này được đưa vào cuộc hội đàm lẫn thông cáo báo chí, cổ phiếu của USAP vẫn dao động trong khoảng từ 10 đến 17 đô la mỗi cổ phiếu trong năm 2005. Không cần nói, Pabrai Funds đã mua thêm vị thế của USAP nhiều nhất có thể trong năm 2005, hễ khi nào giá suy yếu. Cuối năm 2005, chúng tôi chỉ sở hữu dưới 10% mã chứng khoán USAP. Bấy giờ chúng tôi đã chuẩn bị tinh thần thoát khỏi chakravyuh không một dấu tích, nhưng kẻ thù thì bị tiêu diệt khá nhiều.

Vào năm 2006, công ty thông báo sẽ bổ sung thêm một lò hồ quang chân không khác vào năm 2007. Theo quan điểm của tôi, nếu Mac có thể giữ cho lò nung đó hoạt động 24/7 trong 365 ngày, ông có thể mua nhiều lò như ông muốn. Giá trị nội tại trong năm 2007, ngay cả với tất cả các chu kỳ, bây giờ đã được an toàn hơn 35 đô la cho mỗi cổ phiếu. Quỹ Pabrai đã quyết định rút USAP ở bất kỳ giá trị nào trên 90% giá trị intrin-sic (31,50 đô la) nếu có một nơi khác tôi có thể triển khai số tiền thu được. Và với 100% giá trị nội tại, tôi đã sẵn sàng bán bất kể việc sử dụng số tiền thu được. Đó là một trận chiến dài và khó khăn.

Vào tháng 4 năm 2006, cổ phiếu chạm mốc 31,5 đô la lần đầu tiên và tôi bắt đầu dỡ bỏ phần lớn vị thế của mình. Vào tháng 5, cổ phiếu này đã vượt mức 35 đô la một cổ phiếu và chúng tôi bán mạnh nhiều nhất có thể nhưng không vượt quá 20% đến 30% khối lượng trung bình hàng ngày hoặc ảnh hưởng đến giá. Các nhà giao dịch của chúng tôi tại Smith Barney đã hoàn thành xuất sắc nhiệm vụ bán cổ phiếu mà không cần chúng tôi đụng tay vào. Khoảng giữa tháng 5, khi thị trường chứng khoán trên toàn thế giới sụt giảm mạnh, USAP giảm từ 36 đô la xuống còn 23 đô la một cổ phiếu. Khi cổ phiếu đã xuống dưới 31,5 đô la cho mỗi cổ phiếu, Pabrai Funds ngừng bán. Khi viết tới đây cũng là lúc chúng tôi đã bán đi 60% trữ lượng cổ phiếu USAP với lợi nhuận bình quân trên 100% và các cổ phiếu còn lại sẽ được bán khi giá tăng ít nhất bằng 90% giá trị nội tại thận trọng của USAP. Một số cổ phiếu USAP được nắm giữ đâu đó khoảng bốn năm và mang lại lợi suất hàng năm đạt khoảng 19%. Số còn lại thì chỉ giữ trong một năm và lợi suất hàng năm đạt khoảng 100%.

Nhìn chung, khoản đầu tư này không phải cú "home run", nhưng kết quả rất đáng được hoan nghênh, *(home run là cú đánh cho phép người đánh chạy quanh sân vận động trong trò chơi bóng chày để ghi điểm mà khỏi phải dừng lại – chú thích của người dịch).*

Tôi sẽ tiếp tục theo dõi doanh nghiệp hàng quý và tiến hành điều chỉnh giá trị nội tại khi cần nếu công ty có những phát triển đột phá. Khi tôi ngồi viết đoạn này vào ngày 19 tháng 6 năm 2006, USAP giao dịch ở mức giá 25,65 đô la mỗi cổ phiếu. Thị trường quan ngại về các yếu tố cơ bản yếu kém của những công ty thép. USAP không phải công ty thép điển hình. Tuy bị ảnh hưởng bởi xu hướng chung của toàn ngành, nhưng doanh nghiệp này tọa lạc ở miền đất "ngách". Những khách hàng trong ngành hàng không vũ trụ và công nghiệp năng lượng đang trải qua thời kì sáng sủa nhất từ trước đến nay. Triển vọng kinh doanh của USAP chưa bao giờ tốt hơn như thế. Đơn hàng chưa thực hiện của họ chưa bao giờ ồ ạt hơn. Chi phí nguyên vật liệu đầu vào thì giảm đáng kể trong nhiều tuần gần đây trong khi họ thông báo tăng giá nhiều mặt hàng có hiệu lực vào tháng 7 năm 2006. Cả hai lò nung chân không sẽ chạy hết công suất vào tháng 1 năm 2007. Hệ quả là thu nhập trên mỗi cổ phiếu tăng thêm 1 đô la. Nhìn chung, khi công ty báo cáo thu nhập kỷ lục trong những quý tới, tôi kỳ vọng cao rằng cổ phiếu sẽ tăng giá. Chờ đến lúc giá cổ phiếu đạt trên 90% so với giá trị nội tại, Quỹ Pabrai lại rục rịch bán ra.

Khi cổ phiếu ở mức giá 5 đô la vào năm 2003, toàn thể Pabrai Funds chỉ hy vọng hoà vốn sau hai đến ba năm hoặc có thể thoát ra với khoản lỗ nho nhỏ. Quy tắc "giữ kẻ thua cuộc trong ít nhất hai đến ba năm" đã ngăn hành động bán tháo vào thời

điểm bi quan đối với USAP lên ngút trời. Các quy tắc xuyên qua chakravyuh giúp biến USAP từ một khoản thua lỗ, không đúng lúc, xui rủi thành khoản đầu tư mang về lợi suất đáng tán thưởng

Sau ba năm, nếu khoản đầu tư vẫn còn chìm dưới đáy, hầu như nguyên nhân luôn là đánh giá sai giá trị nội tại hoặc các tác nhân định hướng giá trị thiết yếu của doanh nghiệp. Cũng có thể là do giá trị nội tại thực sự bị giảm theo thời gian. Đừng ngần ngại gánh chịu khoản lỗ thực (realized loss) sau ba năm. Mất mát đó là người thầy tốt nhất của bạn trong hành trình trở thành nhà đầu tư bản lĩnh hơn. Dù học gián tiếp từ sai lầm của người khác vẫn là cách tốt nhất, nhưng những bài học không bao giờ quên là chính vấp ngã của bản thân. Theo thời gian, học từ những sai lầm của bạn, bạn sẽ bắt đầu nhận thấy số lượng nghênh chiến chakravyuh bất thành giảm xuống.

## THOÁT KHỎI CHAKRAVYUH

Nếu đã xuyên qua các vòng vây cắt ngang thành công, thoát khỏi khối xoắn ốc rất đơn giản. Trong ba năm mua cổ phiếu, giá trị nội tại và giá cả có khả năng hội tụ lại với nhau và đem đến lợi nhuận hàng năm khấm khá. Hễ khoảng cách này thu hẹp còn dưới 10%, bạn cứ tự do bán vị thế và thoát ra. Bạn phải bán một khi giá thị trường vượt qua giá trị nội tại. Ngoại lệ duy nhất là thanh toán thuế. Nếu bạn đang tìm kiếm lợi nhuận ngắn hạn, bạn nên giữ cho đến khi đạt lợi nhuận dài hạn hoặc giá thị trường cao hơn giá trị nội tại để bù đắp khoản tiền thuế tăng thêm.

## CÓ BAO NHIÊU CHAKRAVYUH XẢY RA ĐỒNG THỜI?

Abhimanyu bị hạ gục khi dốc sức xuyên qua một chakravyuh duy nhất. Chúng ta nên tham gia bao nhiêu trận chiến trong cùng một lúc? Tuy Warren Buffett không áp dụng Công thức Kelly, ông thường nhấn mạnh những lợi ích từ sở hữu cổ phiếu tập trung:

*Nhiều người siêu giàu trên thế giới nhờ sở hữu một doanh nghiệp tuyệt vời duy nhất. Nếu bạn thấu hiểu doanh nghiệp, bạn không cần sở hữu nhiều.*

*- Warren Buffett*

Và vào năm 2003, ông tiếp tục:

*Cơ hội đầu tư thực sự nổi trội thì hiếm gặp nên khi nó vây quanh, bạn phải đầu tư ngay, và đặt một phần lớn tài sản của bạn vào đấy. Tôi đã từng chia sẻ rồi, bạn nên liên tưởng đầu tư như tấm thẻ đục lỗ chứa 20 lỗ. Bạn phải suy nghĩ thật kỹ trước mỗi quyết định, và trên thực tế 20 khoản đầu tư (trong cuộc đời) là con số nhiều hơn cần thiết để trở thành một nhà đầu tư tài năng.*

*- Warren Buffett*

Và như Charlie Munger quan sát:

*Ý tưởng này (về đầu tư giá trị tập trung) không phổ biến trong các vòng tròn học thuật. Các nhà quản lý đầu tư không cảm thấy sẽ kiếm đủ tiền nếu theo cách này. Nó quá xa lạ đối với họ.*

*- Charlie Munger*

Thông thường, hầu hết các nhà quản lý quỹ tương hỗ luôn công kích vài trận chiến mới hàng ngày - với hơn một trăm cuộc công phá đồng thời vào các chakravyuh. Không phải ngạc nhiên khi hơn 80% trong số họ liên tục bám đuôi chỉ số thị trường. Như Warren Buffett khẳng định:

*Billy Rose (diễn viên kịch Broadway) từng nói rằng nếu "hậu cung" của bạn có cả trăm cô, bạn sẽ không tài nào hiểu sâu được một ai cả. Bí quyết là hiểu rõ những gì bạn sở hữu chứ không phải sở hữu cho lắm.*

*- Warren Buffett*

Câu thần chú luôn là "cược ít, cược lớn, cược đậm" - đặt cược khi tỷ lệ cược nghiêng về lợi thế của bạn. Công thức Kelly là một hướng dẫn tuyệt vời để tìm ra số lượng cổ phiếu nên sở hữu. Đặt cược 25% số quỹ bạn có (quarter Kelly) cũng là một cách hay. Nếu có thể nắm giữ từ 5 đến 10 cổ phiếu khác nhau, bạn cần hiểu rõ danh mục của mình, bạn đang trên con đường đánh bại thị trường và tiêu diệt lần lượt từng chakravyuh một.

Abhimanyu phải đối mặt với một tình thế tiến thoái lưỡng nan. Là một chiến binh anh dũng, chàng trai không còn sự lựa chọn nào khác ngoài việc bước vòng vây chakravyuh đáng sợ phía trước. Vì không thể canh thời gian thâm nhập vào lúc nào mới là lợi thế của mình, cũng không có kế hoạch thoát hiểm, số phận bất hạnh của chàng đã bị phong ấn. Nhưng chúng ta được đãi ngộ vì có thể lọc ra một vài giữa hàng tá lựa chọn từ hơn 30.000 chakravyuh mã chứng khoán, trong cả một đời đầu tư kéo dài nhiều thập kỷ. Xâm nhập có chọn lọc vào chakravyuh tại những thời điểm khi mà lính gác đang say ngủ nhưng phải đảm bảo xuyên qua điểm cắt ngang thành công và giành phần thưởng (lợi nhuận) lớn. ●

# CHƯƠNG 16

# CÓ NÊN ĐẦU TƯ THEO CHỈ SỐ THỊ TRƯỜNG HAY KHÔNG?

NHIỀU NGHIÊN CỨU VÀ DỮ LIỆU THỰC NGHIỆM CHO THẤY chỉ số thị trường là chiến lược đầu tư tuyệt vời. Các nhà quản lý chủ động phải tốn chi phí ma sát rất lớn. Với tập hợp hàng trăm tỷ đô la nằm dưới sự quản lý, chúng là thị trường có sức ảnh hưởng. Một nửa trong tổng số vốn hóa thị trường của tất cả các cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường và một nửa làm tốt hơn - còn mức trung bình là thứ chỉ số thị trường đem lại. Nhưng đó là khi không tính đến chi phí ma sát. Một khi bạn gánh thêm chi phí ma sát, đa số (thường là trên 80%) nhà đầu tư các cổ phiếu này sẽ có kết quả tệ hơn chuẩn chỉ số thị trường. Các chỉ số đa dạng như S&P 500 hay Russell 2000 chắc chắn sẽ hoạt động hiệu quả hơn hầu hết các tay quản lý tiền chủ động trong dài hạn. Đó là quy luật đầu tư. Miễn anh tạo ra chi phí ma sát, phần lớn tài sản được quản lý theo hình thức giao dịch năng động sẽ kém hơn các giỏ chỉ số. Điều này sẽ luôn đúng. Mua theo chỉ số thị trường là lựa chọn hữu hiệu cho hầu hết các nhà đầu tư - đảm bảo kết quả đầu tư của họ sẽ tốt hơn so với hầu hết các nhà đầu tư ngang hàng. Nhưng chúng ta còn có thể làm tốt hơn nữa vì hai lý do:

1. Luôn có một bộ phận thiểu số các nhà đầu tư và nhà quản lý tiền thành công trong việc đánh bại thị trường trong dài hạn.

Đó là vì họ là những nhà đầu tư Dhandho hoặc số tiền được quản lý theo phong cách đầu tư Dhandho. Bạn nên nghiên cứu phương pháp của những nhà đầu tư này. Nếu bạn muốn đầu tư thụ động, bạn cần tìm những nhà quản lý thế này và đặt tài sản của mình vào tay họ. Hãy bắt đầu bằng cách xem xét quyết định đầu tư với gia đình các quỹ tương hỗ như Third Avenue, Longleaf, và Fairholme. Cả ba quỹ này đều có khả năng hoạt động hiệu quả hơn so với chỉ số thị trường trong dài hạn.

2. Có những bài học đúc kết từ cách chỉ số hoạt động. Kết hợp một số đặc điểm như của các chỉ số này vào trong danh mục của bạn có thể dẫn đến kết quả vượt trội so với chỉ số thị trường. Tôi là cực kì hâm mộ lớn David Swensen, nhà quản lý cho khoản tài trợ của Đại học Yale trị giá 15 tỷ đô la. Ông ở Yale trong hai thập kỷ và mang về lợi nhuận hàng năm đạt 16,1% suốt quãng thời gian đó (so với 12,3% của chỉ số S&P 500). Sử dụng lối tiếp cận không điển hình trong việc phân bổ tài sản, ông chuyển phần lớn tài sản trái phiếu của Yale 20 năm trước sang chủ yếu là vốn cổ phần tư nhân, vốn mạo hiểm, quỹ phòng hộ và các quỹ giá trị tập trung như Chieftain.

Ví dụ, Swenson quan sát thấy không có quá nhiều khác biệt về hiệu suất giữa quỹ trái phiếu hiệu quả nhất và kém hiệu quả nhất. Nhưng là một cách biệt khổng lồ về hiệu suất giữa vị trí đầu bảng và cuối bảng trong danh sách các quỹ đầu tư vào vốn cổ phần tư nhân và vốn mạo hiểm. Bạn sẽ không có nhiều lợi nhuận nếu tham gia vào quỹ trái phiếu hoạt động hiệu quả nhất, nhưng số tiền ấy sẽ được thổi phồng nhờ đầu tư vào các tay đầu tư mạo hiểm cừ khôi nhất như Kleiner Perkins hay Sequoia so với một số

công ty nằm ở cuối bảng. Ông tận dụng thương hiệu Yale để chen chân vào những quỹ hiệu quả nhất từ rất sớm và mang lại kết quả xuất sắc cho Yale.

Tôi thích đọc cuốn sách mới đây nhất của Swensen, *Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment (tạm dịch là Thành công không thông dụng: Cách tiếp cận cơ bản cho nhà đầu tư cá nhân).* Cuốn sách dành cho nhà đầu tư cá nhân, nhưng khiến tôi rất ngạc nhiên khi đọc luận điểm của Swensen: hãy đầu tư vào quỹ chỉ số. Ông cho rằng nhà đầu tư chủ động có thể mang lại thành tích đầu tư ngoạn mục, nhưng số lượng các nhà quản lý tuyệt vời thì nhỏ giọt. Nó không dành cho đầu tư đại chúng. Swensen đang nói làm như tôi nói, không phải như tôi làm. Tôi không hoàn toàn đồng ý với quan điểm của Swensen, nhưng chúng ta có thể cải thiện đáng kể những đề xuất của Swensen và làm tốt hơn rất nhiều.

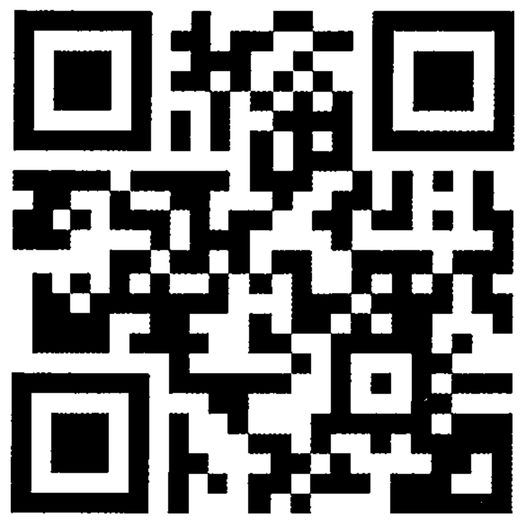
Một cuốn sách khác xuất bản một vài tháng sau cuốn sách của Swensen là *The Little Book That Beats the Market (Cuốn Sách Nhỏ Đánh Bại Mọi Thị Trường)* của Joel Greenblatt. Tôi khoái cuốn sách này vô cùng và nhiệt liệt khuyến nghị bạn đọc nó. Joel Greenblatt là một trong những nhà đầu tư giá trị xuất sắc nhất trong thời đại chúng ta. Ông đã hơn 40 tuổi và là một người khiêm tốn. Trong 20 năm qua, ông đã tạo ra lợi suất đạt 40% hàng năm. Đó là một con số đáng kinh ngạc. Trong 10 năm đầu, thành tích hàng năm của Greenblatt thậm chí còn trên cả 50% một năm.

Tạo ra lợi suất 50% một năm trong vòng 10 năm trong khi vận hành danh mục đầu tư chủ yếu không đụng đến đòn bẩy phải nói là vô cùng trầy trật. Mỗi một đô la đầu tư sẽ trở thành 57,66

đô la sau 10 năm - gấp hơn 56 lần khoản đầu tư ban đầu. Warren Buffett từng đề cập tại các cuộc họp thường niên của Berkshire Hathaway rằng trong thập kỷ đầu tư đầu tiên của mình (1950 đến 1960), ông tạo ra lợi suất hàng năm là 50%. Trong trường hợp của Buffett, ông chỉ quản lý vài nghìn đô la vào năm 1950 và vài triệu đô la vào năm 1960. Trong khi Greenblatt đã quản lý vài triệu đô 20 năm về trước để rồi tạo ra vài trăm triệu đô la 10 năm sau đó. Cả hai người đều chứng kiến thành tích hàng năm của họ giảm xuống khi khối tài sản nắm quyền quản lý phình lên. Tuy nhiên, cả hai đều hoàn toàn đánh bại thị trường. Greenblatt, với khối tài sản quản lý trị giá hơn một tỷ đô la tiếp tục đánh bại thị trường dễ dàng. Và đáng ngạc nhiên là Buffett quản lý khối tài sản gần 200 tỷ đô la vẫn tạo ra lợi suất 20% một năm hơn năm thập kỷ qua.

Buffett không đào sâu như Swensen trong đề xuất đầu tư theo chỉ số. Mà ông chỉ coi đó là lựa chọn tốt nhất cho nhà đầu tư không muốn thực hiện công việc nặng nhọc mà phân tích chứng khoán đòi hỏi. Nhưng ông cũng khẳng định rằng nhà đầu tư thông minh là người vận hành một danh mục giá trị có tính tập trung có khả năng làm tốt hơn so với đầu tư theo chỉ số dàn trải.

Greenblatt vạch ra các khuyến nghị thẳng thắn cho nhà đầu tư cá nhân trong cuốn sách này. Greenblatt dành ưu ái cho nhà đầu tư cá nhân thông qua cuốn sách và trang web miễn phí www.magicformulainvesting.com. Luận điểm của cuốn sách là mua doanh nghiệp tốt với giá rẻ sẽ có khả năng sinh lời cao hơn nhiều so với bất kỳ chỉ số thị trường dàn trải nào.



**Truy cập trang web Magic Formula:** https://www.magicformulainvesting.com/

Công thức kỳ diệu của Greenblatt hoạt động như sau: Tất cả các cổ phiếu đại chúng của Hoa Kỳ được sắp xếp theo thứ tự giảm dần dựa trên lợi nhuận trên vốn đầu tư (ROIC) chúng tạo ra. Trong hệ thống gồm 3.000 cổ phiếu này, một số cổ phiếu như Google có thể mang con số rất thấp (xếp hạng ở nhóm đầu) và một số công ty thép thuộc quyền sở hữu của bang có thể nằm ở phần cuối trong danh sách. Sau đó, ông tạo ra một danh sách khác, dựa trên tỷ lệ giá trên thu nhập (P/E). Cổ phiếu có P/E thấp nhất được xếp là 1, và cao nhất sẽ là 3.000. Rồi, ông cộng hai con số trên lại cho từng cổ phiếu. Các doanh nghiệp có kết quả thấp nhất sẽ vào nhóm cổ phiếu Công thức kỳ diệu. Công ty như Google có thể có được xếp hạng gần 1 cho lợi nhuận trên vốn đầu tư và gần 3.000 cho tỷ lệ P/E, tổng cộng nằm ở khoảng 3001. Do đó, công ty này không thể nằm trong Công thức kỳ diệu.

Trên trang web Magic Formula, bạn có thể nhập hai biến, những cổ phiếu có lượng vốn hóa thị trường tối thiểu mà bạn muốn theo dõi và số lượng của những cổ phiếu này - 25, 50 hoặc 100. Do đó, nếu bạn nhập vốn hóa thị trường tối thiểu là 1 triệu

đô la và 100 cổ phiếu, ngay lập tức trang web sẽ tạo danh sách 100 cổ phiếu có tổng điểm thấp nhất trên hai biến số. Greenblatt thực hiện một số điều chỉnh cho số tài sản thặng dư,... do đó, không còn là bãi chứa dữ liệu thô hoàn toàn nữa.

Greenblatt tiếp tục khuyến nghị nhà đầu tư nên xây dựng danh mục đầu tư gồm khoảng 25 đến 30 cổ phiếu theo Công thức kỳ diệu này. Ông khuyến khích nên mua từ năm đến bảy mã trong số đó cứ mỗi hai đến ba tháng. Sau khi một cổ phiếu nhất định được giữ trong một năm, người ta nên bán đi và thay bằng một cổ phiếu khác từ danh sách Công thức kỳ diệu được cập nhật. Backtesting của Greenblatt cho thấy các cổ phiếu Công thức kỳ diệu tạo ra lợi nhuận cao từ 20% đến 30% hàng năm. Nó đánh bại S&P 500 mà không cần phải suy nghĩ hoặc phân tích gì.

Nếu chúng ta lùi lại và suy nghĩ về nó, Công thức kỳ diệu là một dạng chỉ số hiệu quả. Nhưng nó là mẹ của tất cả các chỉ số thị trường - một chỉ số về hợp chất hữu cơ steroid. Tôi thích liên tưởng hình ảnh của nó như là chỉ số Dhandho vậy. Đặc tính của chỉ số là thay đổi thường xuyên hơn hẳn những chỉ số khác, nhưng đem lại cho nhà đầu tư hiệu suất cao hơn. Bạn mua vào 25 cổ phiếu dạng Công thức kỳ diệu và chúng cứ dao động trong năm cộng thêm yếu tố trung bình hóa chi phí đầu tư (dollar-cost averaging element). Và vì quyết định mua bán đối với mỗi cổ phiếu rất cứng nhắc và máy móc, sự kém thích nghi sẽ không có chỗ đứng, nỗi sợ hãi và tham lam của não bộ sẽ dẫn đến kết quả đầu tư vốn cổ phần của chúng ta rối bung lên mất.

Trong danh mục đầu tư của bản thân, Greenblatt sử dụng Công thức kỳ diệu làm điểm khởi đầu cho công việc nghiên cứu.

Ông vận hành một danh mục đầu tư có tính tập trung rất cao tại Gotham - thường là năm cổ phiếu chiếm trên 80% tài sản. Greenblatt cũng không phải nô lệ dưới chỉ thị một năm của Công thức kỳ diệu. Ông sử dụng Công thức kỳ diệu làm tấm lưới lọc rồi sau khi phân tích cẩn thận, ông mới quyết định mua cổ phiếu nào. Một khi mua, ông mua vào rất nhiều.

Greenblatt và Swensen đều đồng ý về khuyết điểm của quản lý tiền chủ động, và họ đề xuất phương án đầu tư theo chỉ số thị trường làm giải pháp thay thế. Với phương pháp của Greenblatt, lợi thế nằm ở chỗ nhà đầu tư mua vào cổ phiếu từ cùng một khối mà anh ta lựa chọn.

Tóm lại, chúng ta có thể mua chỉ số S&P 500 hoặc chỉ số Russell 2000 mà vẫn đạt thành tích cao hơn phần lớn các nhà quản lý tiền chủ động. Cách tiếp cận tốt hơn là mua các chỉ số này theo chiến thuật trung bình hóa chi phí (dollar cost-averaged). Một cách tiếp cận tốt hơn nữa gắn liền với Công thức kỳ diệu bằng phương pháp của Greenblatt mà không cần thích ứng hay thay đổi nào. Một cải tiến nhỏ là chỉ theo dõi các cổ phiếu có vốn hóa thị trường tối thiểu đạt 1 triệu đô la. Các cổ phiếu có vốn hóa thị trường nhỏ hơn thường không được theo dõi trên Phố Wall. Nhiều khả năng giá của chúng sẽ giảm đáng kể so với giá trị nội tại cơ sở. Người ta cũng nên tập trung nhiều hơn một chút vào những cổ phiếu thu nhập cao nhất (hay tỷ lệ P/E thấp nhất). Sự kết hợp các cổ phiếu có vốn hóa nhỏ và lợi nhuận cao trong nhóm này sẽ tốt hơn so với chọn mua một cách ngẫu nhiên.

Thường thì nhóm Công thức kỳ diệu có khoảng 250 cổ phiếu trên khắp phạm vi vốn hóa thị trường. Hai trăm năm mươi cổ

phiếu này bao gồm các cổ phiếu tốt và rẻ. So với Russell 2000 hay S&P 500, chọn một số ít trong danh sách này giống như việc bắt cá trong thùng. Cách tiếp cận danh mục đầu tư của bản thân Greenblatt là chỉ bắt năm con cá trong đó sau khi hết sạch nước. Vậy thì ông sẽ không bỏ lỡ con mồi ngon nào.

## MUA 1 ĐÔ LA VỚI GIÁ 50 XU - TƯỞNG KHÓ TÌM NHƯNG DỄ KIẾM!

Công thức kỳ diệu là mảnh đất màu mỡ để săn tìm những đồng đô la với giá năm mươi xu. Chúng ta có thể đơn giản hóa bằng cách chỉ phân tích cổ phiếu có trong danh sách Công thức kỳ diệu ngày này qua ngày khác, và trở nên giàu có theo thời gian. Tôi khuyến khích bạn làm theo phương pháp này. Nó đơn giản. Bạn đang bắt cá trong cái thùng nhỏ, và hiệu suất có thể cao hơn rất nhiều so với đầu tư vào chỉ số thị trường.

Tuy nhiên, đây là chín cái ao khác, nơi chúng ta có thể tìm thấy nhiều đô la với giá năm mươi xu hơn.

1. Trang web Câu lạc bộ các nhà đầu tư giá trị Value Investors' Club (VIC) mở công khai, và nó chứa hàng tá những tờ đô la có giá năm mươi xu. Bất kỳ ai cũng có thể xem những báo cáo này trên các cổ phiếu cả nhân tại www.valueinvestorsclub.com. Trang web này do Joel Greenblatt tạo ra. Khoảng 250 nhà đầu tư giá trị đáng tin cậy đăng lên hai đến bốn ý tưởng hay nhất của họ mỗi năm. Greenblatt sẽ trao giải thưởng 5.000 đô la cho ý tưởng hay nhất mỗi tuần. Ông bỏ ra 260.000 đô la (cộng với chi phí bảo trì) để trang web hoạt động và gần như không tạo ra đồng doanh thu nào. Greenblatt đã mô tả trang web này là "American Idol cho các

nhà quản lý quỹ phòng hộ". Ông sử dụng trang web để tìm những nhà quản lý tiền tiềm năng, đưa cho họ một khoản tiền để đầu tư. Lợi nhuận đem về cho ông là hàng triệu đô la một năm chỉ nhờ mỗi hoạt động này, và trang web tự cấp tiền hoạt động nhiều lần. Ngoài ra, ông sử dụng các ý tưởng trên trang web như một nguồn ý tưởng mới cho bản thân. Nhiều cổ phiếu trong Công thức kỳ diệu có bản báo cáo trên VIC, chúng có thể trợ giúp cho nghiên cứu của bạn. Nếu một nhà đầu tư chỉ phân tích các cổ phiếu có trong Công thức kỳ diệu và bản báo cáo trên VIC, thành tích của họ có khả năng mang lại lợi nhuận khá cao.

2. Đăng ký đọc Value Line (hoặc xem tại một thư viện). Hãy nghiên cứu "danh sách dưới cùng" của họ mỗi tuần, trong đó liệt kê những cổ phiếu bị mất giá trị nhiều nhất trong 13 tuần trước đó, những cổ phiếu giao dịch ở mức chiết khấu lớn nhất so với giá trị sổ sách, tỷ số P/E thấp nhất, tỷ suất cổ tức cao nhất,... Nó là một kho tàng tuyệt vời cho bạn thỏa sức đào sâu và khám phá.

3. Hãy đọc danh sách cổ phiếu có mức giá thấp nhất trong 52 tuần trên Sàn giao dịch chứng khoán New York (NYSE) hàng ngày. Danh sách này có đăng trên nhiều tờ báo, bao gồm Wall Street Journal, cũng như sẵn có trên Internet. Barron's xuất bản danh sách theo tuần các cổ phiếu chạm mức thấp nhất trong 52 tuần sau một tuần. Hầu hết là số cổ phiếu bạn chưa từng nghe đến. Bỏ qua chúng. Hãy chỉ bám vào những cái tên quen thuộc rồi sau đó tìm hiểu kỹ hơn cổ phiếu nào gợi lên mối quan tâm của bạn.

4. Đăng ký Outstanding Investor Digest (OID; www.oid.com) và Value Investor Insight (www.valueinvestorinsight.com).

Cả hai đều thực hiện các cuộc phỏng vấn chi tiết và tường thuật với một số nhà quản lý tiền giá trị nổi danh nhất Hoa Kỳ. Kênh này có thể cho bạn thêm một hoặc hai ý tưởng nữa để bổ sung vào phễu lọc của mình.

5. Bạn hãy đăng ký Portfolio Reports - cùng nhà xuất bản với OID. Ấn phẩm này liệt kê hoạt động mua gần đây của một số nhà quản lý tiền cừ khôi nhất ở Bắc Mỹ. Hoặc bạn có thể thu thập gần như cùng một dữ liệu trên Nasdaq.com. Nếu tôi biết Southeastern Asset Management (Longleaf Partners) sở hữu cổ phiếu Fairfax Financial (FFH), tôi có thể truy cập vào Nasdaq.com, nhập mã FFH và nhấp vào "Info Quotes". Kết quả trả về màn hình FFH. Nhấp vào "Holdings/ Insiders" và sau đó là "Total Number of Holders". Cuối cùng, nhấp vào "Southeastern Asset Management", bạn sẽ thấy tất cả số lượng họ sở hữu.

6. Một trang web miễn phí khác có thể thay thế phần nào Portfolio Reports là Guru Focus (www.gurufocus.com). Đây là một trang web miễn phí giúp theo dõi hoạt động mua và bán của các nhà đầu tư giá trị hàng đầu ở Bắc Mỹ. Quả là một nơi tuyệt vời để săn lùng kho báu.

7. Một ấn phẩm chị em của Value Investor Insight là Super Investor Insight. Nó cũng theo dõi hồ sơ 13-F của các siêu đầu tư trong thời đại chúng ta. Lại thêm một kênh theo dõi đáng giá khác.

8. Đăng ký ít nhất các ấn phẩm kinh doanh như Fortune, Forbes, Wall Street Journal, Barron's và BusinessWeek. Chúng chứa một lượng lớn nghiên cứu và trí tuệ trong từng trang, được trình bày dưới dạng dễ đọc với mức giá đáng tiền. Bạn càng đọc

nhiều về các công ty, con người, và ngành nghề trong những ấn phẩm này, bạn càng tăng khả năng phân tích chứng khoán. Nó mang lợi ích về lâu về dài. Phần thưởng ngắn hạn là, thỉnh thoảng ý tưởng đầu tư đến với bạn một cách xuất thần. Như ví dụ đã nêu, mối quan tâm của tôi đối với trái phiếu Level 3 là nhờ một bài viết trong tạp chí Barron's gợi ý.

9. Tham dự Hội nghị Đầu tư Giá trị tổ chức 6 tháng một lần (www.valueinvestingcongress.com). Nó được tổ chức ở thành phố New York và Hollywood. Giá vé của buổi hội nghị xứng đáng với số tiền bạn bỏ ra. Họ không chỉ dạy bạn trở thành người đi câu giỏi hơn, mà còn cung cấp một số nguồn cá với giá chỉ bằng một nửa.

Nếu nhà đầu tư quản lý danh mục từ 5 đến 10 cổ phiếu và giữ chúng trong một đến ba năm, thì anh ấy hoặc cô ấy cần nảy ra một đến hai ý tưởng đầu tư một lần sau vài tháng. Sự kết hợp của Công thức kỳ diệu, VIC, Value Line, OID, Value Investor Insight, Portfolio Reports, Super Investor Insight, Guru Focus, và các ấn phẩm kinh doanh khác nhau có thể giúp tờ đô la có giá năm mươi xu chảy vào lòng bạn. ●

# CHƯƠNG

# 17

# TRỌNG TÂM CỦA ARJUNA: NHỮNG BÀI HỌC TỪ VỊ CHIẾN BINH VĨ ĐẠI

ARJUNA LÀ MỘT TRONG NHỮNG NGƯỜI ANH HÙNG TRONG sử thi Mahabharata. Bạn có thể nhớ lại trong Chương 15, nhân vật này là cha của Abhimanyu.

Ông là chiến binh vĩ đại và là cung thủ tài ba nhất hành tinh. Các hoàng tử trẻ như Arjuna sẽ được gửi gắm cho vị đạo sư (guru) sâu trong rừng để nhận sự dưỡng dục. Họ rời gia đình khi còn là những đứa bé đến khi quay về đã trở thành những thủ lĩnh được trang bị kiến thức toàn diện và có năng lực. Vị đạo sư điển hình phải là người hội đủ phẩm chất của một nhà hiền triết dày dạn kinh nghiệm, một học giả, và một chiến binh được tôi rèn. Vị đạo sư của Arjuna là người xuất chúng nhất trong số các bậc tinh hoa - huyền thoại Dronacharya (phát âm là drone-ah-char-yuh).

Dronacharya là một chiến binh tài năng, và ông đã dạy cho các học trò hoàng thất của mình nghệ thuật bắn cung. Một ngày nọ, ông quyết định kiểm tra kỹ nghệ bắn cung của họ. Ông gắn một con cá gỗ sơn màu lên trên ngọn của một cây sào, rồi đặt vào tâm một hồ nước cạn. Ông bảo với các trò của mình rằng ông muốn họ nhìn vào cái bóng của con cá in trên mặt nước để bắn vào con mắt của con cá nằm trên cây sào.

Cậu học trò đầu tiên đứng dậy và bước vô vị trí. Dronacharya hỏi cậu nhìn thấy cái gì, thì cậu này trả lời nhìn thấy mặt đất, nước, cây sào và con cá. Dronacharya bảo người này chưa sẵn

sàng và yêu cầu cậu ngồi xuống. Sau đó ông yêu cầu học sinh tiếp theo tiến về phía trước. Khi cậu đã vào vị trí Dronacharya hỏi cậu nhìn thấy cái gì thì cậu này trả lời nhìn thấy nước, cây sào, và hình ảnh phản chiếu của con cá. Dronacharya bảo người đấy chưa sẵn sàng và yêu cầu cậu ngồi xuống. Ông yêu cầu các hoàng tử tiến lên từng người một, hỏi xem họ đã thấy gì rồi yêu cầu họ ngồi xuống. Cuối cùng, ông yêu cầu Arjuna tiến lên phía trước. Arjuna vào vị trí. Dronacharya hỏi cậu nhìn thấy cái gì, thì Arjuna trả lời rằng chỉ có thể nhìn thấy tâm của mắt con cá. Dronacharya yêu cầu cậu học trò bắn tên. Arjuna làm theo hướng dẫn và mũi tên của anh găm vào ngay giữa mắt con cá gỗ.

Sau khi chúc mừng Arjuna, Dronacharya bảo với các học sinh khác rằng họ đã thất bại ở bài kiểm tra trước và do đó chưa sẵn sàng để ngắm bắn mục tiêu. Bắn cung là bộ môn đòi hỏi phải dồn toàn bộ tập trung vào mục tiêu. Nếu cung thủ không thể cố định mục tiêu, thành công khó có thể nào nắm bắt được. Đó là bài học trong ngày của Dronacharya dành cho học trò của mình.

Vâng, đó quả là câu chuyện thú vị, nhưng đoạn truyện trích từ sử thi Mahabharata thì liên quan như thế nào đến nhà đầu tư Dhandho?

Ta hãy cùng lướt qua bối cảnh đầu tư trong một phút. Hiện có hơn một trăm nghìn công ty đại chúng giao dịch trên hàng tá sàn giao dịch trên toàn thế giới. Ngoài ra, ở bất kỳ thời điểm nào cũng có hàng trăm nghìn doanh nghiệp tư nhân trên toàn cầu cũng sẵn sàng cho các thương vụ mua hoặc bán. Thêm vào đó hàng chục nghìn nguồn thu nhập cố định từ chứng khoán, tiền tệ, hàng hóa, bất động sản, quyền chọn mua hoặc bán, quỹ tương

hỗ, quỹ phòng hộ, tín phiếu - danh sách kéo dài vô tận. Phạm vi và số lượng của các khoản đầu tư mục tiêu có sẵn dễ khiến nhà đầu tư thoái chí.

Nhà đầu tư Dhandho chỉ đầu tư vào các doanh nghiệp đơn giản, dễ hiểu. Chỉ riêng yêu cầu đó thôi đã có thể loại 99% các lựa chọn đầu tư. Bây giờ, giống như Arjuna, chúng ta chỉ phải nghiên cứu những doanh nghiệp đơn giản, dễ hiểu. Chúng ta phải giữ mình trong vòng tròn năng lực của bản thân, thậm chí không để tâm đến âm thanh nhiễu bên ngoài vòng tròn. Trong vòng tròn đó, hãy đọc những cuốn sách, ấn phẩm, báo cáo công ty, tạp chí ngành,... phù hợp. Biết đâu sẽ có ý tưởng về một doanh nghiệp nào đó nhảy chồm trước mặt bạn. Nếu như còn một ít thịt trên cục xương và bạn cảm thấy doanh nghiệp có thể bị định giá thấp so với giá trị nội tại của doanh nghiệp, thì đó là lúc biến nó thành mục tiêu. Vào thời điểm này, bạn cần trở nên siêu tập trung như Arjuna. Tất cả những gì bạn nhìn thấy là duy nhất doanh nghiệp này. Đóng mọi thứ khác lại. Không còn gì khác tồn tại trên đời nữa. Bóc tách và xem xét liệu đây có phải là cơ hội đầu tư hiếm có hay không. Hãy tự hỏi mình rằng doanh nghiệp đó phù hợp với cách mà nhà đầu tư Dhandho mua hay không. Hầu hết trường hợp sẽ không rẻ như bạn mong muốn hoặc có điều gì đó phiền lòng bạn khiến cho bạn lượt qua cơ hội này. Trong trường hợp đó, trở về dò quét trong vòng tròn thu hẹp lại của bạn. Một lần nữa, khi một ý tưởng nảy ra, hãy sống chết tập trung vào nó cho đến khi hoặc ý tưởng đó bị bác bỏ hoặc vượt qua tất thảy các bộ lọc Dhandho để bạn có thể tiến hành đầu tư.

Đừng phạm sai lầm nghiêm trọng vì việc phân tâm cho năm doanh nghiệp cùng một lúc. Hãy nghiên cứu tất cả thông tin có thể được về doanh nghiệp khi nó nảy ra xuất thần vì bất cứ lý do gì đi nữa. Và chỉ tập trung vào mình nó thôi. Cho tới khi bạn hoàn thành phân tích của mình, chỉ khi đó mới đi xem xét nới rộng vòng tròn năng lực.

Kết lại, tôi muốn chia sẻ một vài suy nghĩ cuối cùng. Cách tốt nhất để học là dạy lại cho người khác. Nhờ viết cuốn sách này mà tôi được trải nghiệm nhiều điều trong biển học. Tôi có thể sẽ không viết sách nếu những con người ở John Wiley & Sons không khuyến khích tôi. Tôi rất biết ơn cơ hội và trải nghiệm này.

Toàn bộ cuốn sách này tập trung hoàn toàn vào cách thức tối đa hóa tài sản của bạn. Người cha thân yêu của tôi qua đời vào năm 1997. Ông ấy luôn nói rằng chúng ta đến với thế giới này trần truồng và cũng trần truồng rời bỏ thế giới. Không ai có thể mang theo thứ gì dù là mã pin đi nữa. Ông nói rằng chúng ta cần phải lấp đầy khoảng trống giữa sinh và tử. Để làm được điều đó, tôi muốn thêm vào một ý rằng cuộc sống tập trung hoàn toàn vào việc tối đa hóa tài sản hay tiện nghi cho bản thân và gia đình là một cách sống tiệm cận mức tối ưu thôi.

Abraham George đến từ Kerala, Ấn Độ, và tôi tự hào gọi anh ấy là bạn. Anh đến Hoa Kỳ vài thập kỷ trước và trở thành một doanh nhân thành đạt - với khối tài sản vài triệu đô la nhờ bán lại doanh nghiệp của mình một vài năm trước đây. Ông chọn cho đi phần lớn số tiền vào Quỹ George (www.tgfworld.org), và quỹ đã thực hiện một số dự án tầm cỡ ở Ấn Độ, giúp đỡ những người cùng cực nhất trong số hộ nghèo. Gần đây, một người nghèo khổ

nhờ quỹ của anh thì được giúp đỡ, mới hỏi anh rằng "Tại sao lại giúp tôi?" George gạt đi câu hỏi và nói, "Tôi thích anh. Đó là lý do đấy." Người đàn ông vẫn tiếp tục hỏi, "Tại sao anh giúp tất cả chúng tôi?" George có thể thấy rằng người đàn ông đó muốn có câu trả lời thực sự. Anh đành trả lời thực tình, rằng "Giúp đỡ anh khiến tôi hạnh phúc." Tôi không thể tin được thứ hạnh phúc George cảm nhận từ những nỗ lực như vậy lại thỏa mãn hơn nhiều so với việc sở hữu một đội chuyên cơ Gulfstreams hay những ngôi nhà nguy nga trên khắp thế giới. Tôi hy vọng bạn sẽ tìm được niềm hạnh phúc tương tự như Abraham George và vô số con người khác đã tìm thấy.

Kahlil Gibran có một số quan điểm tuyệt vời về cuộc sống khi chia sẻ trong cuốn sách nhỏ nhắn của mình The Prophet (Ngôn sứ). Không có một câu từ hoặc trang sách nào bị dùng thừa trong cuốn sách tuyệt vời đó. Sống theo các tiêu chuẩn cao của Gibran thật sự rất khó, nhưng chỉ cần nhận thức được điều đó, chúng có thể khiến chúng ta trở thành những con người tốt hơn. Tôi thấy rung cảm trước những dòng chữ này:

*Các bạn cho đi những vật mình sở hữu thì chỉ là cho đi rất ít. Khi cho đi bản thân các bạn mới thật sự cho. Trong tất cả những thứ mà bạn đang chiếm hữu thì chỉ có những vật bạn nắm giữ và bảo vệ nó một cách sợ hãi thì có thể bạn sẽ cần chúng trong tương lai?... Có những kẻ cho đi một số ít trong vô số những thứ họ đang có – và họ cho đi chỉ để được công nhận và lòng ham muốn thầm kín ấy biến cái họ đem đi cho trở thành của độc.*

*Có những người cho đi và họ biết không có sự đau đớn khi cho đi, họ cũng không tìm kiếm niềm vui, hoặc cũng không cho đi với*

*mong muốn được quan tâm hay tìm kiếm đức hạnh... Qua bàn tay họ Thượng Đế đã lên tiếng, và từ phía sau đôi mắt họ, Thượng Đế mỉm cười nơi trần thế.*

*Bạn thường nói, "Tôi sẽ cho nhưng chỉ cho những người xứng đáng"... Chắc chắn kẻ xứng đáng nhận những ngày và những đêm của mình thì xứng đáng với mọi thứ khác đến từ bạn. Và kẻ xứng đáng uống nước biển lớn cuộc đời cũng xứng đáng được rót đầy ly từ con suối nhỏ nhoi của các bạn.*

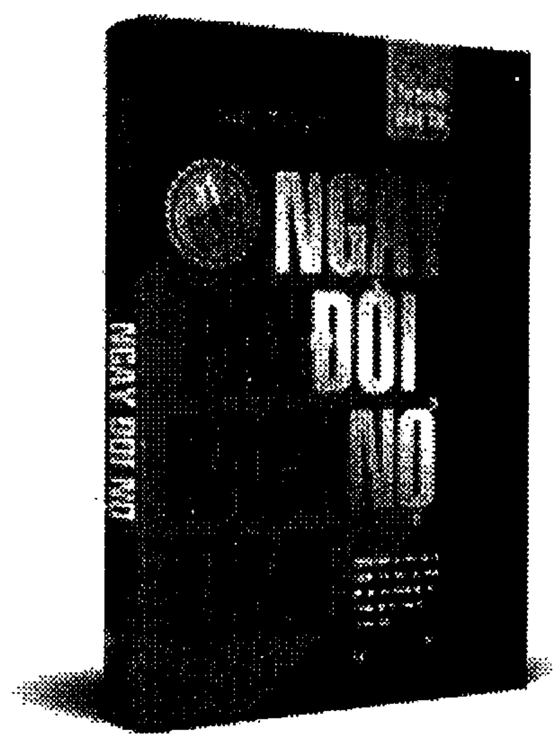
*Trước tiên các bạn hãy thấy rằng bản thân mình xứng đáng là người cho, và là khí cụ của việc cho. Nhưng thật ra, chính cuộc đời cho cuộc đời - trong khi các bạn, kẻ xem mình là người cho, chỉ là người làm chứng.*

*- Kahlil Gibran*

Tôi chân thành mong bạn có thể tận dụng triệt để các kỹ thuật Dhandho nhằm tối đa hóa tài sản của bạn. Nhưng tôi cũng hy vọng rằng, trước khi cơ thể của bạn mục rữa, mong bạn sử dụng thời gian và một phần số tiền Dhandho gửi tặng lại thế giới để nó có thể trở thành một nơi tốt đẹp hơn một chút so với những gì bạn đã được thấy. Chúng ta không thể thay đổi thế giới, nhưng chúng ta có thể cải thiện thế giới này cho một người, mười người, một trăm người, và thậm chí có thể vài nghìn người. ●

# HAPPY LIVE TRÂN TRỌNG GIỚI THIỆU TỦ SÁCH ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ

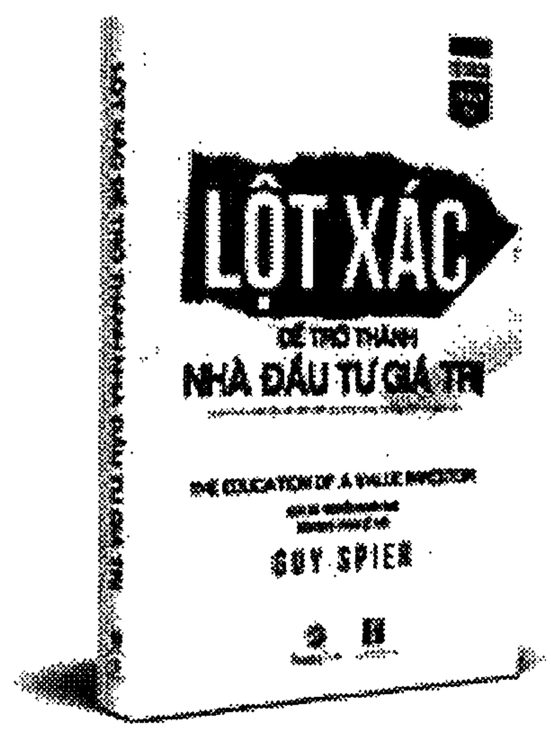
*Nếu mục tiêu cuộc đời bạn là làm giàu, đầu tư giá trị là một phương pháp khó có phương pháp nào đánh bại được.*
*- NĐT Guy Spier -*




**Ngày Đòi Nợ (Pay Back Time) – Phil Town**

• ***Đọc thử và đặt sách:*** *http://bit.ly/ngay-doi-no-tiki*

Phil Town đã học hỏi tư duy của hai NĐT huyền thoại Warren Buffett và Charlie Munger, và chuyển tải nó bằng những ngôn ngữ đơn giản, dễ hiểu, lồng ghép những ví dụ thực tế giúp cho người đọc tiếp cận với những kiến thức về đầu tư chứng khoán một cách dễ dàng. Cuốn sách sẽ hướng dẫn bạn từ cách thức lựa chọn, đánh giá cổ phiếu, cho đến xây dựng cho mình một danh mục các cổ phiếu sẽ mua, xác định giá cả – giá trị của cổ phiếu, mức giá mua – bán nào là hợp lý, làm thế nào để chọn được một doanh nghiệp tốt, những nguyên tắc khi mua cổ phiếu, những tiêu chí, bí mật của lãi kép... và cứ thực hành như vậy cho tới khi bạn trở nên giàu có.

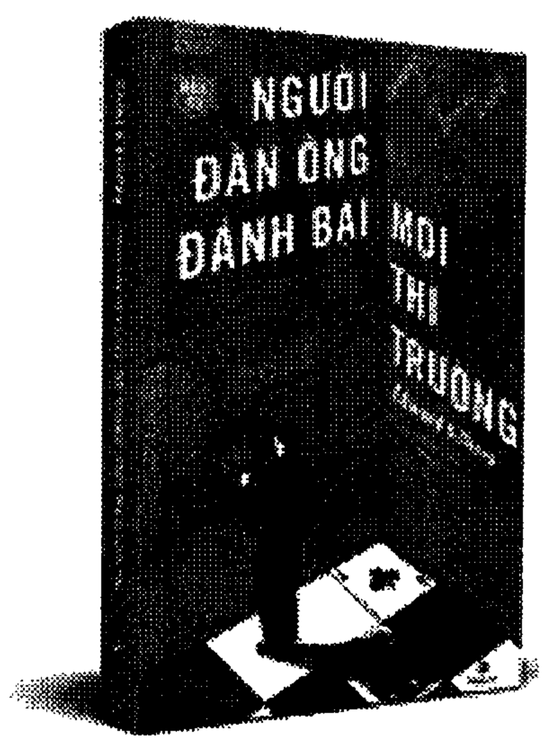



**Lột Xác Để Trở Thành Nhà Đầu Tư Giá Trị – Guy Spier**

• ***Đọc thử và đặt sách:*** *http://bit.ly/lot-xac-de-tro-thanh-nha-dau-tu-gia-tri-tiki*

Câu chuyện về hành trình lột xác thực sự của Guy Spier từ một tay "mafia" cò mồi tại một quỹ đầu tư chuyên kinh doanh các cổ phiếu "rác" tới việc trở thành một nhà đầu tư giá trị chân chính được soi sáng bởi trí tuệ của Warren Buffet và Charlie Munger.

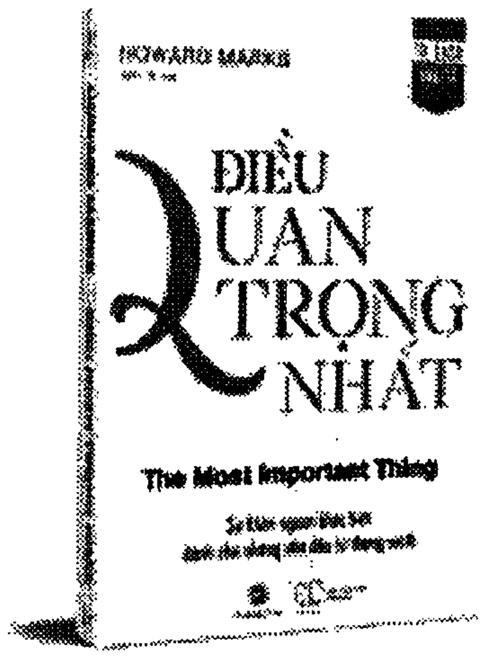
Một cuốn sách giá trị tới từng chữ và ở từng ý tưởng. Một cuốn sách cực kỳ thẳng thắn đưa người đọc vào các góc tối nhất của Phố Wall. Đồng thời cũng là một bản hướng dẫn thực tế và thông minh giúp bạn trở thành một nhà đầu tư thành công. Những bài học mà bạn chỉ cần học được một vài trong số này thôi, bạn sẽ không còn sự lựa chọn nào khác ngoài việc trở nên giàu có – và có thể là cực kỳ giàu có.




**Người Đàn Ông Đánh Bại Mọi Thị Trường: từ sòng bạc Las Vegas tới phố Wall – Edward Thorp**

• ***Đọc thử và đặt sách:*** *http://bit.ly/tiki-nguoi-dan-ong-danh-bai-moi-thi-truong*

Cuốn hồi ký nói về con đường xây dựng tư duy để trở thành một trong những nhà đầu tư vĩ đại nhất thế giới của Edward Thorp. Tư duy thông thái, kiến thức lỗi lạc gắn liền với thực tế của Thorp đã được hệ thống và trình bày lại trong sách có thể giúp cho những nhà đầu tư trên thị trường tài chính vững vàng đi qua "giông bão" vào những thời khắc khó khăn nhất. Đồng thời, kiến thức này sẽ giúp chúng ta phát hiện ra sự gian lận tiềm ẩn, sự lọc lừa của thị trường tài chính để có thể tránh xa, từ đó bảo vệ thành quả và những đồng "tiền mồ hôi xương máu" của mình.




**Điều Quan Trọng Nhất – Howard Marks**

• Đọc thử và đặt sách: http://bit.ly/dieu-quan-trong-nhat-tiki

Đây là cuốn sách mà huyền thoại đầu tư Warren Buffett khuyên tất cả các nhà đầu tư trên thế giới nên đọc.

Howard Marks sẽ đem đến cho bạn những nguyên tắc bất biến để kiểm nghiệm lại những giả định đầu tư, ngăn ngừa những thứ nguy hiểm chết người trong đầu tư như: việc quá tự tin, nghe theo đám đông khi đầu tư, sự nguy hiểm của việc không biết mình, không biết cũng như không xác định được vị thế và chỗ đứng của mình trong một chu kì kinh tế.

**NHÀ XUẤT BẢN VĂN HÓA - VĂN NGHỆ TP.HCM**

Hochiminh City Culture and Arts Publishing House
88-90 Ký Con, P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. HCM
ĐT: (08) 38216009 - Fax: (08) 39142890
Email: nxbvhvn@nxbvanhoavannghe.org.vn
nxbvanhoavannghe@yahoo.com.vn
Website và bán hàng trực tuyến: www.nxbvanhoavannghe.org.vn
Cửa hàng sách: 310 Trần Hưng Đạo, Quận 1, TP. HCM
Gian hàng 03 Đường sách TP.HCM,
đường Nguyễn Văn Bình, Quận 1, TP.HCM

**NGHỆ THUẬT ĐẦU TƯ DHANDHO**

TÁC GIẢ: MOHNISH PABRAI
DỊCH GIẢ: ĐẶNG THỊ ĐAN VY
BIÊN DỊCH: PHẠM LÊ THÁI

Chịu trách nhiệm xuất bản
Giám đốc, Tổng biên tập:
Đinh Thị Phương Thảo

Biên tập: Nguyễn Thị Kim Phước
Sửa bản in: Bảo Bảo
Trình bày: Khánh Hùng
Bìa: Khánh Hùng

LIÊN KẾT XUẤT BẢN
**CÔNG TY TNHH HAPPY LIVE**
Địa chỉ: Số 1 đường số 12, Khu dân cư Nam Long,
Phường Tân Thuận Đông, Quận 7, TP. HCM
Website: www.happy.live

In 1000 bản, khổ 13 cm x 19 cm tại Xí nghiệp in Fahasa
Địa chỉ: số 774 đường Trường Chinh, P.15, Quận Tân Bình, TP.HCM
Số đăng ký KHXB: 953-2019/CXBIPH/5-45/VNTPHCM
Quyết định xuất bản số: 289-QĐ/NXBVHVN
Ngày 05 tháng 06 năm 2019
Mã ISBN: 978-604-68-5509-5
In xong nộp lưu chiểu quý IV năm 2019.