

J. DENNIS JEAN-JACQUES

5 điểm mấu chốt

cho

ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN



NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG - XÃ HỘI

NĂM ĐIỂM MẪU CHỐT CHO ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

MỤC LỤC

	Lời cảm ơn	9
	<i>Gới thiệu: Những vấn đề về giá trị</i>	13
Chương 1	Tư duy của một nhà đầu tư giá trị	23
	Tầm quan trọng của đầu tư giá trị	25
	Bảy niềm tin cơ bản	34
	Năm yếu tố chính của khung giá trị	42
	Xem xét tổng hợp mọi khía cạnh: Nhìn lại các việc ở Hãng Varian Associates	46
Chương 2	Đánh giá doanh nghiệp và ngành kinh doanh	55
	Việc mua doanh nghiệp khác với việc đầu cơ cổ phiếu	55
	Hiểu biết về doanh nghiệp	59
	Ba cách tiếp cận để phân tích một doanh nghiệp	70
	Chất lượng kinh doanh báo động đỏ	81
	Đánh giá việc quản lý	83
	Đánh giá một doanh nghiệp: Herman Miller, Inc.	84
Chương 3	Đánh giá giá và giá trị	91
	Xác định giá là việc hiểu giá trị	92
	Đánh giá giá trị: Các công cụ để xem xét	94
	Đánh giá Herman Miller	120

Chương 4	Xác định yếu tố xúc tác và hiệu quả	127
	Định nghĩa yếu tố xúc tác	127
	Các yếu tố xúc tác tiềm năng	130
	Bộ máy quản lý làm tăng giá trị tại tập đoàn Thermo Electron	150
Chương 5	Qui tắc “Biên độ an toàn”	157
	Biên độ an toàn là gì?	157
	Lập luận về số lượng và chất lượng	160
	Rủi ro và những sự không chắc chắn	170
	Tập đoàn Maytag: Tìm ra cấp độ an toàn	174
Chương 6	Đánh giá cơ hội đầu tư	187
	Đầu tư giá trị và chơi Golf	187
	Phát hiện ra cơ hội	189
	Áp dụng 5 bí quyết của giá trị để phù hợp với cơ hội	191
	Các công ty có tính chu kì	205
	Cơ hội đầu tư ghép	216
	Tránh các cạm bẫy về giá trị	216
Chương 7	Mua đúng giá và trở thành chủ sở hữu	219
	Quyền sở hữu sẽ trở thành một trạng thái khi tiến hành theo dõi đầu tư của bạn	231
	Mua và giữ cổ phiếu, nhưng sẽ không giữ mãi mãi	247
Chương 8	Tạo ý tưởng giá trị và xây dựng một danh mục đầu tư độc lập	251
	Tạo ra ý tưởng đầu tư giá trị nhận từng viên đá	251
	Xây dựng danh mục vốn đầu tư của bạn	262

Phụ lục A: Các công cụ tiếp cận kinh doanh	269
Phụ lục B: Các phân tích Phố Wall	
Lời khuyên của nhà phân tích	273
Phụ lục C: Những nhược điểm chủ yếu của chỉ tiêu	
“Lãi trước thuế, lãi vay, các khoản	
giảm trừ và khấu hao” (EBITDA)	285
Phụ lục D: Kế hoạch của nhà quản lý tái cơ cấu công ty	301
Phụ lục E: Chi tiết các mẫu của SEC	309



LỜI CẢM ƠN

TÔI RẤT MAY MẮN đã được làm việc với những nhà đầu tư thành công nhất và xuất sắc nhất, chưa kể các thành viên tuyệt vời của Fidelity Investments và Mutual Series Fund. Những cá nhân này đã chứng minh mức độ cam kết, tập trung và niềm say mê cần có trong công việc hàng ngày để trở thành một nhà đầu tư giá thành công. Xin cảm ơn các đồng nghiệp cũ cũng như những người bạn hiện tại đang làm việc trong lĩnh vực đầu tư của tôi. Chắc các bạn biết rõ các bạn là ai rồi. Tôi cũng muốn cảm ơn vợ tôi, Bridgette, vì sự ủng hộ to lớn dành cho tôi trong suốt dự án này, và các con gái TAJ và CRJ, đã dành thời gian cho bố viết vào cuối tuần. Tôi xin đặc biệt cảm ơn cô con gái bé nhỏ nhất của tôi (chỉ mới 5 tháng tuổi khi dự án bắt đầu) đã ngủ ngoan hầu như suốt các đêm. Xin cảm ơn Stephen Issacs và các nhân viên tại McGraw-Hill đã biến cuốn sách này thành hiện thực. Cuối cùng, tôi xin đặc biệt cảm ơn Myra A. Thomas đã giúp đỡ tôi trong dự án này.

J.Dennis Jean - Jacques



Giới thiệu:

NHỮNG VẤN ĐỀ VỀ GIÁ TRỊ

TÔI ĐÃ MUA CÁC PHẦN CỦA CÁC DOANH NGHIỆP VÀ thay mặt các nhà đầu tư bán những phần này cho người khác với giá cao hơn. Tôi không "quản lý" một danh sách đầu tư chứng khoán. Tôi là một nhà đầu tư. Tôi thà sở hữu cổ phần của 8 công ty hơn là có 80 cổ phiếu. Trong khi điều này là quan trọng, thì đánh bại Chỉ số S&P 500 hay Chỉ số Dow Jones không phải là mục đích chính của cuốn sách này. Mục đích chính là làm sao để đạt được một lợi nhuận mong đợi và liên tục.

Bất luận hoạt động của thị trường nói chung, tôi tìm kiếm lợi nhuận thỏa đáng qua thời gian, trên một lượng rủi ro tôi phải gánh chịu. Cách tốt nhất để đạt được lợi nhuận ở mức chấp nhận được là mua các công ty tại thời điểm có mức chiết khấu hợp lý. Lối suy nghĩ này có thể hơi lạ, nhưng nó rất phổ biến trong cộng đồng đầu tư giá trị.

Đầu tư giá trị là sự cân bằng giữa giá và giá trị. Bạn trả một giá cụ thể với mong đợi đạt được một giá trị nhất định nào đó. Trong những năm qua, những gì được trả cho một cổ phiếu là không phù hợp, và giá trị mà bạn nhận được, đến lượt nó, bị

đánh giá quá cao, cho dù nó được đo theo những cách không theo quy ước, chẳng hạn như trên cơ sở “cách nhìn”. Chừng nào giá cổ phiếu tiếp tục tăng thì không có vấn đề gì. Thế giới đã thay đổi, sự thành công lớn của những năm 1990 đã qua đi. Chiến lược đầu tư giá trị mua với giá cao và bán với giá cao hơn không còn là tiêu chuẩn. Cách ứng xử có lý đã được thiết lập. Ngày nay giá là quan trọng và giá trị là vấn đề quan trọng hơn bất cứ lúc nào khác.

BÀI HỌC TRƯỚC ĐÂY

Là một nhà phân tích thuộc Công ty Quản lý và Nghiên cứu Fidelity, tôi nhớ đã đến thăm khoảng 30 công ty mỗi năm. Tôi đã gặp gỡ các nhà quản lý đứng đầu và các thành viên khác của bộ phận quản lý cấp cao của mỗi công ty. Tôi dành nhiều thời gian để hỏi và phân tích câu trả lời của họ. Trong mỗi chuyến thăm công ty, tôi thường tham quan thiết bị sản xuất, nhà kho cũng như khảo sát về nhà cung cấp, khách hàng chính và thậm chí cả đối thủ của họ. Một số người gọi việc này là sự cần cù “đá bánh xe”.

Sau đó tôi hiểu, giống như những gì đang làm bây giờ, là chúng tôi không đầu tư vào thị trường chứng khoán. Thay vào đó, chúng tôi đầu tư vào những gì hình thành nên một công ty - ý tưởng, sản phẩm và quản trị với việc đặt ra các mục tiêu kinh doanh cụ thể trong đầu. Đằng sau biểu tượng của một cổ phiếu hay một dấu hiệu là một CEO (Giám đốc điều hành), người sẽ phá bỏ hay tạo ra giá trị cho các cổ đông của mình.

SỰ THÀNH CÔNG CỦA CÁC NHÀ ĐẦU TƯ CÁ NHÂN

Không gì có thể thay thế được việc nhìn thấy tận mắt những tài sản có giá trị của một công ty và được gặp gỡ với

những người ra quyết định. Đây là lợi thế mà một người quản lý tiền chuyên nghiệp giống như những người xuất thân từ gia đình có quỹ đầu tư giá trị lớn như Fidelity, Franklin Templeton và Janus có được so với các cá nhân khác.

Trong khi một nhà đầu tư riêng lẻ không có được sự xa xỉ là tiếp cận với khối lượng tiền bạc lớn nhất của một tập toàn, những chuyển thăm riêng trang thiết bị của một công ty hay tham gia vào hội thảo của nhà phân tích Phố Wall, có ba yếu tố giúp các cá nhân cạnh tranh hiệu quả hơn để giành được những cơ hội đầu tư bao gồm:

1. *Công nghệ, truyền thông và sự bùng nổ của Internet;*
2. *Nguyên tắc thông báo công bằng;*
3. *Tăng cường tính minh bạch trong hoạt động kế toán của các công ty.*

Công nghệ thông tin có tại gia đình giúp đội ngũ quản lý tiếp cận gần hơn với các nhà đầu tư. Ngày nay các cá nhân có thể có được tài liệu đánh giá của Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ ngay sau khi các công ty lưu tài liệu. Với việc gửi thư điện tử hàng quý cho các cổ đông, dự báo qua mạng về các hội nghị báo cáo lợi nhuận có sự góp mặt của các nhà phân tích, với các trang web về tài chính được chọn lọc, các cá nhân có thể có được những thông tin tương tự như các chuyên gia. Kết quả là, bản chất cạnh tranh của công việc đầu tư đã chuyển từ những người có nguồn thông tin tốt nhất tới những người giỏi nhất về phân tích những thông tin sẵn có.

Hơn nữa, sự phổ biến của những chương trình như CNBC, Bloomberg News Television và CNNfn đã giúp các nhà đầu tư cá nhân hiểu tính cách của những người quản lý. Truyền hình đã đưa người xem đến với những hội nghị của các nhà phân tích và các cuộc họp thường niên của cổ đông công ty. Những chương trình này cũng giúp các cá nhân đầu tư hiểu được khái niệm kinh doanh cơ bản và thuật ngữ của thị trường chứng khoán nói chung, vì các nhà phân tích và những nhà quản lý tiền hàng đầu xuất hiện và chia sẻ suy nghĩ của họ với người xem.

Nguyên tắc thông tin công bằng (Regulation FD) là một nỗ lực của Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC) để kiểm soát những dòng thông tin được một công ty lựa chọn rồi cấp cho một số nhà đầu tư nhất định. Theo SEC, nguyên tắc công bằng thông tin "nhằm kiểm soát những thông tin không được công bố rộng rãi, nhưng người phát hành lại cung cấp cho các nhà phân tích và các nhà đầu tư. Nguyên tắc FD yêu cầu khi một người ban hành tiết lộ thông tin thì thông tin đó cũng sẽ được công bố đến công chúng"⁽¹⁾. Điều này nghe có vẻ hiển nhiên nhưng nhiều người tin rằng quy định như vậy là cần thiết để giúp các nhà đầu tư cá nhân thu được chất lượng và nguồn thông tin lớn tương tự như những nhà đầu tư thuộc các tổ chức.

Kết hợp với Internet, nguyên tắc FD có thể ảnh hưởng lớn tới khoảng cách thông tin giữa các tổ chức và cá nhân. Hầu hết các thông tin được phổ biến qua hồ sơ của SEC, truyền hình mạng và báo chí.

Các nhà quản lý cao cấp ngày càng trở nên minh bạch hơn trong công việc kế toán và báo cáo tài chính của công ty mà họ quản lý. Không còn những "con số không rõ ràng". Ví dụ, cộng đồng các nhà đầu tư chung bị ảnh hưởng vì sự sụp đổ của Enron. Việc chuyển nhượng của hãng này đã ảnh hưởng đến hệ thống tài chính về nhiều mặt. Có lẽ ảnh hưởng lớn nhất là việc Enron giúp các nhà lập pháp hướng sự kiểm soát vào chất lượng tiền lãi và các hoạt động kế toán đầy nghi vấn bởi các tập đoàn của Mỹ. Trong khi một số kỹ thuật kế toán và việc áp dụng chúng có thể là mới đối với thị trường, còn sự tư lợi thì chẳng có gì mới. Trong lịch sử của thế giới tư bản, cạnh tranh lợi ích cá nhân lớn hơn quyền ủy thác chắc chắn là một vấn đề phổ biến.

Bên cạnh việc sử dụng phương pháp kế toán thông thường, như trong trường hợp của hãng Enron và các tập đoàn lớn hơn khác, lợi nhuận của tập đoàn cũng được thể hiện ở

(1) Unger, L., US, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch, "Nghiên cứu đặc biệt: Xem xét lại nguyên tắc FD", tháng 12 năm 2001, trang 2.

những dạng khác. Một danh sách dài đội hình các nhà quản lý của các tập đoàn - từ những người đang đưa ra quyết định khi họ biết rõ rằng các quyết định đó chả có lợi gì cho các cổ đông, cho đến những ban giám đốc đang sắp đặt một cơ chế không khuyến khích việc đấu thầu tự nguyện có thể giúp các cổ đông làm giàu. Một khi mà thực tế này còn chưa thay đổi, thì yếu tố động lực tư lợi cá nhân còn có thể khiến một số nhóm quản lý đi theo con đường tìm kiếm lợi nhuận bất chính từ các cổ đông của công ty mình.

Sự sụp đổ và phá sản của một số tập đoàn mà chúng ta đã thấy nhắc nhở kịp thời các nhà đầu tư, kiểm toán, các nhà phân tích xem xét kỹ hơn việc các công ty báo cáo thu nhập đến cổ đông như thế nào. Trong quá trình này, một số người đã tìm ra điều mà một số nhà đầu tư đã biết từ lâu - các nhóm quản lý báo cáo dữ liệu tài chính của công ty một cách không phù hợp với tình hình kinh tế thật của công việc kinh doanh của họ.

Do có sự lo lắng về các báo cáo kế toán nói trên, cho nên các nhà đầu tư đang xem xét lại vấn đề là các công ty đã báo cáo các số liệu tài chính của công ty họ ra sao. Trong khi nhiều công ty cho rằng thái độ hoài nghi về báo cáo của các tập đoàn là không cần thiết thì hậu quả của Enron có ảnh hưởng tích cực và lâu dài trong cộng đồng đầu tư. Cuối cùng thì các công ty cũng sẽ cẩn thận hơn về số liệu báo cáo. Họ cũng sẽ nhạy cảm về tính đầy đủ, rõ ràng và lượng thông tin cung cấp cho các nhà đầu tư. Tính rõ ràng tăng lên sẽ mang lại lợi ích cho các cổ đông khi họ cố gắng đánh giá triển vọng đầu tư. Cuốn sách này sẽ giúp bạn tận dụng tối đa các báo cáo tài chính tốt hơn với tính minh bạch cao hơn.

CÁC QUỸ TƯƠNG HỖ: NƠI CỦA NHỮNG TƯ TƯỞNG VỀ GIÁ TRỊ

Mutual Series Fund Inc. là công ty quản lý một số quỹ

tương hỗ, toàn bộ những quỹ này dựa trên phương pháp tuân thủ nguyên tắc và do giá trị chi phối, được khởi xướng bởi người sáng lập tập đoàn, Max Heine, và sau đó được Michael Price phổ biến rộng rãi. Phương pháp giá trị về cơ bản cũng giống như việc mua tài sản có giá trị một đô la với giá 60 xu.

Các nhà đầu tư tại Mutual Series sử dụng phương pháp phân tích đối với mỗi quyết định được đưa ra. Là một nhóm các nhà phân tích và quản lý danh mục đầu tư, chúng tôi xem xét nhiều kiểu cơ hội khác nhau bao gồm những cơ hội lớn và nhỏ. Những kiểu cơ hội thông thường nhất bao gồm:

- Những cơ hội giá trị thuần túy như xác định những công ty bị đánh giá thấp hay những công ty hoạt động theo chu kỳ được quản lý tốt nằm ở đáy chu kỳ.

- Những cơ hội bị chi phối bởi các sự kiện như việc tái cơ cấu doanh nghiệp và chuyển nhượng doanh nghiệp.

- Phá sản, sáp nhập hay thu tóm.

Trong mỗi lĩnh vực, chúng tôi đã cố gắng tìm ra giá trị thực của một doanh nghiệp và các yếu tố xúc tác tiềm năng có khả năng cao nhất để tăng giá trị cổ đông.

Trước khi về hưu, Michael Price là một nhà quản lý danh mục đầu tư duy nhất của những quỹ này cho tới khi các bộ phận có chức năng đưa ra quyết định của doanh nghiệp được tổ chức lại bao gồm phương pháp làm việc theo nhóm. Dưới Price, có 7 nhà quản lý hàng đầu và gần một chục nhà phân tích. Chúng tôi ngồi trong một phòng có diện tích bằng một phần tư diện tích sân bóng đá. Ở giữa phòng có một cái bàn họp lớn hình chữ T. Price ngồi ở đỉnh chữ T và toàn bộ các nhà quản lý của ông ngồi ở hai bên. Tất cả các nhà phân tích, trong đó có tôi ngồi ở những chiếc bàn riêng đối diện với Price.

Khi Price quyết định chỉ giữ chức chủ tịch của những quỹ này và giảm dần công tác quản lý hàng ngày đối với các quỹ, hai người quản lý cao nhất của ông là Peter Langerman và Robert Friedman sẽ đảm nhận trách nhiệm của ông. Sau đó David Winters giữ chức vụ này. Ba người này và các cấp dưới

của Price bao gồm David Marcus, Larry Sondike, Ray Garea và Jeff Altman đã có ảnh hưởng lớn đến phương pháp đánh giá đầu tư của tôi.

CÁC NHÀ ĐẦU TƯ KHÔNG CHUYÊN NHƯNG RẤT NĂNG ĐỘNG

Năm bí quyết để đầu tư giá trị (*The Five Keys to Value Investing*) dựa trên các phương pháp được áp dụng bởi một số nhà quản lý đầu tư chuyên nghiệp hướng tới giá trị từ nhiều công ty khác nhau. Nó được viết với quan điểm của một nhà đầu tư hàng ngày cho các nhà đầu tư không chuyên, năng động đầu tư vào thị trường đại chúng cho chính họ.

Làm thế nào để biết bạn là một nhà đầu tư không chuyên nhưng năng động? Những cá nhân này có các đặc điểm sau: Họ tự đánh giá các cơ hội đầu tư. Họ tự tin và độc lập nhưng ít biết về cách đưa ra quyết định đầu tư. Họ nghe lời khuyên của rất nhiều người trên thị trường, nhưng họ không làm theo ai, vì họ tin tưởng vào nghiên cứu của chính họ để trả lời câu hỏi của họ. Họ có thể là giáo viên phổ thông, bác sĩ, người làm nội trợ hoặc họ tham gia vào một câu lạc bộ đầu tư. Những nhà đầu tư không chuyên năng động là những người bình thường. Nếu điều này phù hợp với bạn thì xin mời bạn hãy tiếp tục đọc.

VỀ QUYỂN SÁCH NÀY

The Five Keys to Value Investing (Năm bí quyết để đầu tư giá trị) là một cuốn sách rất thực tế. Do đó, các lý thuyết mới về danh mục đầu tư và những chủ đề đầu tư lớn không phải là vấn đề mà cuốn sách này tập trung. Các nhà đầu tư đầu tư một ý tưởng vào các công ty tại một thời điểm - phương pháp đi từ đáy lên. Kết quả của những hoạt động này thường là sự tích lũy một số lượng có hạn các khoản đầu tư cần phải được giám sát

thường xuyên. Cuốn sách này tập trung vào việc thu thập và áp dụng đúng các công cụ chuyên môn để đưa ra những quyết định đầu tư tốt nhất và hợp lý nhất.

Phương pháp và các công cụ được đưa ra trong quyển sách này và được sử dụng bởi các nhà đầu tư vốn không hoàn hảo và cũng không mới. Thực ra chúng đã lỗi thời - rất lỗi thời. Các nhà đầu tư không muốn phát minh lại bánh xe đó và cũng không phát minh kỹ thuật đánh giá mới. Thay vào đó, các nhà đầu tư lắp ráp rất nhiều công cụ và kỹ thuật đã đứng vững trước sự thử thách của thời gian. Phương pháp đánh giá và phân tích kinh doanh đã được chứng minh là mạnh mẽ trên nhiều điều kiện thị trường khác nhau được bàn bạc cụ thể tại đây.

Như được phác thảo trong cuốn sách này, việc có một thái độ tư duy đúng đắn đối với đầu tư là một trong những tài sản quan trọng nhất cho bất kỳ nhà đầu tư nào. Cách tốt nhất để giải thích đầu tư là so sánh nó với một cuộc chơi gôn; để đi vào một số khái niệm quan trọng mà nếu không có so sánh này sẽ rất khó giải thích. Một số điểm giống nhau giữa chơi gôn và đầu tư trong thị trường là rõ ràng nhưng có một số điểm ít giống nhau hơn.

Có lẽ điểm giống nhau lớn nhất liên quan đến tính nguyên tắc, tư duy bắt buộc phải có cho cả hai. Bạn luôn phải hướng tới mục tiêu trong phương pháp cơ bản của mình thậm chí khi cả thế giới đang cá cược chống lại bạn. Trong đầu tư, điều này đòi hỏi sự chấp nhận rằng có thể bạn sẽ có vài quý kém hiệu quả hoặc thậm chí cả một năm kém hiệu quả trong kinh doanh trong khi vẫn không làm ảnh hưởng đến nguyên lý cơ bản trong triết lý đầu tư của bạn. Tương tự, một người chơi gôn tốt không bỏ phương pháp hoàn toàn của họ đối với trò chơi và những vấn đề cơ bản sau một vài vòng đua tồi chỉ đơn giản là thử một phương pháp mới chưa được thử nghiệm. Bạn cũng không nên đi theo con đường này trong đầu tư giá trị của bạn.

Để bắt đầu chuyển đi với tư cách là một nhà đầu tư, có rất ít đòi hỏi đặt ra. Việc bạn đã từng chơi gôn một lần trong đời

sẽ là một kinh nghiệm tốt nhưng không cần thiết. Điều cần thiết là một cuộc chơi trung thành, chăm chỉ, có trình độ toán học và trình độ đọc của một học sinh lớp tám.

Các nhà đầu tư giá trị đánh giá và mua các doanh nghiệp. Điều này đòi hỏi phải có các dụng cụ nhất định giúp một người phân tích và mổ xẻ "giá trị" của một doanh nghiệp. Nơi tốt nhất để chuẩn bị là hồ sơ SEC của công ty. Có một số đoạn trích từ tài liệu SEC trong cuốn sách này. Đọc hồ sơ là việc rất quan trọng đối với quá trình đầu tư. Trong khi các nhà đầu tư chuyên nghiệp mất rất nhiều thời gian để đến thăm quan các công ty, các nhà đầu tư cá nhân có xu hướng dành hầu hết thời gian của họ vào các nguồn thông tin gốc, như hồ sơ SEC. Tại Mutual Series, việc đọc các hồ sơ khác nhau là trọng tâm nỗ lực của chúng tôi.

BẠN CÓ THỂ MONG ĐỢI ĐIỀU GÌ

Chương đầu cung cấp thông tin nền cho toàn bộ cuốn sách. Nếu đây là một cuốn sách viết về gôn, những tín đồ mới của môn gôn có thể thu được kiến thức đào tạo cần thiết để hiểu những khái niệm trí tuệ của trò chơi này, để học về các câu lạc bộ khác nhau, thể mạnh và điểm yếu của họ. Tương tự, chương này đưa ra khung tư duy của một nhà đầu tư. Nó tập trung vào nguyên tắc cảm nhận và giới thiệu với bạn cơ cấu Năm Yếu tố Chính của khung Giá trị, trong khi đó còn cung cấp cho bạn kiến thức nền tổng thể và triết lý đầu tư giá trị. Được bàn bạc chi tiết hơn ở phần sau, Năm Yếu tố Chính bao gồm đánh giá doanh nghiệp, giá trị và giá cả, ngoài việc xác định yếu tố xúc tác và lễ xác định về sự an toàn.

Cuốn sách tiếp tục mô tả công cụ khác nhau để giúp bạn hiểu một cơ hội đầu tư nhất định liệu có phải là một công ty tốt để sở hữu hay không. Mục đích là tạo ra sự phán quyết của bạn, xác định xem bạn sẽ sử dụng công cụ nào để đánh giá công ty này.

Một khi bạn đã quyết định cơ hội đầu tư mà bạn đang xem xét là một doanh nghiệp tốt, *The Five Keys to Value Investing* (Năm bí quyết để đầu tư giá trị) khám phá sự cân bằng giữa giá và giá trị. Cuốn sách này giúp bạn quyết định giá cổ phiếu hiện tại dựa trên cái gì và công ty thực sự có giá trị là bao nhiêu. Sau đó nó rút ngắn khoảng cách giữa giá và giá trị. Những yếu tố xúc tác cũng được bàn bạc, đưa ra cho bạn đọc những cách nhận biết và đo hiệu quả của các sự kiện (các sự kiện tiềm năng) có thể thúc đẩy sự quan tâm tới giá cổ phiếu.

Bước cuối cùng được bàn bạc là phần mô tả những công cụ phù hợp được sử dụng để quyết định mức độ an toàn của nhà đầu tư cá nhân đối với chứng khoán. Cơ cấu Năm yếu tố chính của khung giá trị ủng hộ quan điểm cho rằng một khi nhà đầu tư giá trị đã nhận ra yếu tố xúc tác cần thiết để cổ phiếu có thể có giá trị tốt, biên độ phân tích an toàn (đây là một thuật ngữ nổi tiếng của Benjamin Graham) là bắt buộc trong trường hợp các yếu tố xúc tác đã được nhận thấy bị trì hoãn hay được chứng tỏ là không hiệu quả để làm tăng giá trị cổ phiếu. Đây rõ ràng là viễn cảnh suy thoái của nhà đầu tư. Biên độ phân tích an toàn được nhiều nhà đầu tư cho là phần quan trọng nhất của toàn bộ quá trình đầu tư.

Năm bí quyết để đầu tư giá trị nhấn mạnh rằng một khi bạn có công cụ đúng và biết rõ về nguyên tắc cảm nhận cần thiết, không có phẩm chất nào quan trọng hơn khả năng đánh giá đầy đủ cơ hội đầu tư cụ thể. Cuốn sách này giúp bạn đánh giá kiểu đầu tư có lẽ bạn sẽ phải đối mặt và đưa ra những ví dụ về công cụ mà các nhà đầu tư giá trị độc lập khác đã sử dụng trong trường hợp tương tự.

Giống như gôn, trước tiên bạn phải quan sát người khác chơi (hoặc "thực hành") với những công cụ này trong các tình huống tương tự cho đến khi bạn có cảm nhận của riêng mình cái nào là tốt nhất cho bạn. Hai nhà đầu tư giá trị có thể cùng xem xét một công ty và sử dụng những công cụ khác nhau khi quyết định giá trị của nó và cũng có thể đưa ra kết luận giống

nhau. Tương tự như vậy hai người chơi gôn có thể cách chốt 100 yards với cùng điểm bóng dừng và sử dụng các gậy chơi gôn khác nhau để tạo ra kết quả tương tự. Cuối ngày bạn cần phải cảm thấy thoải mái với những công cụ bạn biết sử dụng tốt nhất. Cuốn sách này sẽ cung cấp cho bạn nhiều công cụ và nó sẽ giúp bạn hiểu mỗi công cụ được sử dụng như thế nào và bạn có thể lựa chọn nắm vững mỗi công cụ đó.

Sau khi có những công cụ hợp lý và nhận biết tình huống chính xác, bạn có thể lựa chọn cách tiến hành. Việc hành động hay "mua đúng" và khả năng của bạn với tư cách là người sở hữu doanh nghiệp khi mua cổ phiếu có vai trò quan trọng đối với thành công trong đầu tư. Đây là lĩnh vực mà hầu hết các sách về đầu tư ít quan tâm nhưng là người mua cổ phiếu của các doanh nghiệp, nhiều nhà đầu tư dành nhiều thời gian của họ nhất vào vấn đề này, cố gắng trở thành người sở hữu cổ phiếu doanh nghiệp tốt hơn. Nhà đầu tư giá trị biết rằng công việc thực sự chỉ bắt đầu sau khi bạn mua các cổ phiếu.

Năm bí quyết để đầu tư giá trị kết luận bằng cách đưa ra một số đề xuất về cách tạo ra những ý tưởng đầu tư giá trị của riêng bạn bằng cách tập trung vào những phương pháp cụ thể. Nó đề cập tới việc xây dựng danh mục đầu tư giá trị độc lập của riêng bạn bao gồm một số trong những ý tưởng tốt nhất của bạn. Tóm lại, bạn sẽ đạt được bốn kỹ năng sau đây giúp bạn trở nên giàu có khi là một nhà đầu tư.

1. *Bạn sẽ có một khung đánh giá cụ thể giúp bạn đưa ra các quyết định đầu tư.*

2. *Bạn sẽ biết cách tìm sự cân bằng giữa giá và giá trị và cách "mua đúng".*

3. *Bạn sẽ biết cách nhận biết những sự kiện có thể đẩy giá cổ phiếu.*

4. *Bạn sẽ có thể tự tạo những mục tiêu đầu tư của chính mình và tự xây dựng danh sách đầu tư của bạn.*

Với những điều này, bạn hãy cầm máy tính và phát bóng!



CHƯƠNG 1

TƯ DUY CỦA MỘT NHÀ ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ

"Bạn phải tìm kiếm giá trị. Đó là tất cả những gì chúng tôi làm" ⁽¹⁾

Michael F.Price

VÀO MỘT NGÀY YÊN TĨNH MÙA THU NĂM 1998, một lần nữa tôi bị áp lực. Michael một tay tỳ vào thành ghế và một tay cầm báo cáo hàng năm. Nhà đầu tư huyền thoại này đã được tạp chí *Fortune Magazine* gọi với cái tên là SOB quý giá nhất của Phố Wall. Ông đang đứng trước mặt tôi. Ông luôn đặt ra cho tôi những câu hỏi rất thẳng thắn. Ông nói nhanh "Dennis này, đây có phải là một công việc kinh doanh tốt không?"

Tôi trả lời "Phải" sau khi nhận thấy ông đang đề cập đến một báo cáo hàng năm mà tôi đã đặt trên bàn ông sáng sớm nay.

Sau khi dừng lại để suy nghĩ, tôi nói tiếp "Công ty này có thị phần lớn trong những ngành mà nó cạnh tranh. Trong khi một trong ba thị phần kinh doanh mà công ty sở hữu mang tính chu kỳ cao với lãi suất rất thấp thì khả năng thu lợi nhuận của hai ngành kinh doanh còn lại rất cao và sẽ tăng trưởng. Ban

(1) The Dallas Morning News, "Tâm sự của Michael", ngày 15 tháng 12 năm 1996.

quản lý của họ rất xuất sắc, và tôi biết từ những báo cáo tài chính gần đây, sự phát triển tài chính của họ cũng đáp ứng được mong đợi của các cổ đông."

Michael hỏi: "Giá trị của nó là gì?"

"Cổ phiếu của một công ty đang được bán trên thị trường theo sự đánh giá của thị trường giữa các cá nhân vào thời điểm có chiết khấu lớn. Có thể chúng ta sẽ có cơ hội mua cổ phiếu của công ty này với giá 33\$ một cổ phiếu nhưng nó sẽ đáng giá ít nhất là từ 50\$ đến 60\$ dựa trên đánh giá tổng hợp của tôi. Tôi nghĩ chúng ta có thể bán với mức giá này trong vòng một năm tới."

"Hãy nói tiếp đi..."

"Gần đây công ty này đã công bố nó sẽ chia ra thành ba công ty độc lập. Tôi tin rằng việc chia tách này sẽ là một yếu tố xúc tác có tính thuyết phục để đẩy giá trị cổ phiếu lên cao. Dựa trên tính toán của tôi chúng ta sẽ mua được cổ phiếu của công việc kinh doanh có tính chu kỳ của công ty này với giá dưới 30\$ một chút".

Ông hỏi tiếp "Thế còn bảng cân đối kế toán của họ thì sao?"

Tôi đáp "Rất trong sạch. Công ty này có rất nhiều tiền mặt trên bảng cân đối kế toán, hầu như không có nợ. Với điều kiện kinh tế, thị phần, thế mạnh của thương hiệu và vị thế tài chính tôi tin rằng giá cổ phiếu dưới 30\$ thể hiện mức độ an toàn".

Cuộc đối thoại đột ngột kết thúc. Michael Price bước đi. Vài tuần sau, chúng tôi mua số lượng cổ phiếu nhiều nhất có thể của Varian Associates với mức giá mong đợi. Đánh giá của chúng tôi về công việc kinh doanh và giá trị của họ đã mang lại những kết quả tốt đẹp. Không đầy 18 tháng sau, chúng tôi đã chứng kiến cổ phiếu của mỗi bộ phận của công ty này sau khi chia tách, lúc đầu đã được giao dịch bằng và sau đó vượt giá trị thực.

Không cần phải nói cũng biết kết quả của các cuộc đối thoại này khác nhau với mỗi đợt đầu tư khác nhau. Tuy nhiên, cuộc đối thoại cho thấy sự ảnh hưởng lẫn nhau rất điển hình giữa các nhà đầu tư tại nhiều doanh nghiệp đầu tư.

BẢN CHẤT CỦA ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ

Đầu tư giá trị không phải là một kỹ thuật mà là một triết lý. Đó là một lối sống. Trong thực tế các nhà đầu tư giá trị tiếp cận những việc họ làm bên trong và bên ngoài thế giới tài chính theo cùng một cách - đưa ra những tiêu chí nhất định để quyết định trong khi vẫn luôn thể hiện nguyên tắc cảm nhận. Các nhà tư duy kiên nhẫn này sử dụng mọi nguồn lực có thể để đưa ra đánh giá nhưng họ không bám theo một nguồn lực nào. Họ tự làm công việc của mình. Các nhà đầu tư giá trị tin tưởng vào khả năng, tài năng và triết lý của họ. Kiểu đầu tư là một phần mở rộng tính cách không chịu khuất phục của họ.

Mục tiêu của một nhà đầu tư giá trị tương đối đơn giản: mua các doanh nghiệp làm ăn tốt với giá ngoại lệ để thu được lợi nhuận sau thuế thỏa đáng trong thời gian dài. Mô hình trí tuệ như sau:

Kinh doanh Tốt + Giá Tốt = Lãi suất Đủ trong Thời gian dài

Sau khi nhà đầu tư giá trị nghiên cứu về một công ty và đánh giá giá trị của công ty này, họ sẽ quyết định giá có thể chấp nhận để mua công ty đó. Hầu hết các nhà đầu tư giá trị thành công đều có một cơ cấu và cách tiếp cận chứng khoán. Michael Price nói " Đó là những điều thật đơn giản. Nó không phải là một môn khoa học tiên tiến. Chính Phố Wall làm nó phức tạp hơn. Những gì mà Max Heine và Warren Buffett làm là tập trung vào mua các công ty khi giá giảm mạnh..."⁽²⁾ Price giải thích.

Bí quyết đầu tư giá trị dựa trên những quy tắc đơn giản như

(2) *The Dallas Morning News*. "Tâm sự của Michael Price", ngày 15 tháng 12 năm 1996.

mua công ty với giá thấp là dễ hiểu. Họ đã làm việc cho nhiều nhà đầu tư giá trị, chẳng hạn các nhà đầu tư bị chi phối bởi các yếu tố xúc tác như Michael Price của Mutual Series và Joel Greenblatt của Gotham Capital hay người sở hữu bằng sáng chế như Warren Buffett thuộc Berkshire Hathaway và John Rogers của Ariel Capital Management. Những phương pháp này được trình bày tốt qua tài liệu và thật ngạc nhiên chúng không hề phức tạp. Tuy nhiên, thực hiện chúng không hề đơn giản. Sự cân bằng giữa nghệ thuật đầu tư giá trị, đánh giá một nhóm quản lý hay nhận biết một doanh nghiệp tốt và môn khoa học về đầu tư giá trị, dựa trên giá trị của công ty có thể trở nên khó khăn với một số người.

Thật khó khăn vì có rất nhiều định nghĩa về một doanh nghiệp làm ăn tốt; có rất nhiều cách các nhà đầu tư giá trị có thể quyết định nếu họ đang có được giá tốt cho một công ty. Thậm chí trong số các nhà đầu tư giá trị, bạn sẽ tìm được sự khác biệt trong quan niệm về mối quan hệ giữa giá và giá trị của doanh nghiệp. Mục tiêu là đảm bảo rằng định nghĩa của bạn về "doanh nghiệp làm ăn tốt" phù hợp với định nghĩa giá "tốt" của bạn.

Giá phải trả chỉ có ý nghĩa nếu nó liên quan đến giá trị của doanh nghiệp. Giá trị thực là đích; giá và thời gian giúp các nhà đầu tư giá trị xác định liệu việc tham gia vào công việc đó có đáng giá đối với họ hay không. Phần thưởng họ thu được sẽ bù đắp cho những rủi ro mà họ phải chịu. Trong môi trường thị trường hoạt động tốt, giá và giá trị là cân bằng nhau, vì cái này chỉ ra mức độ của cái kia. Chúng không thể bị tách rời.

CHÚNG TA ĐỀU LÀ NHỮNG NHÀ PHÂN TÍCH

Về bản chất các nhà đầu tư giá trị vẫn và sẽ luôn là những nhà phân tích đầu tư. Cho dù có là thành viên của các câu lạc bộ đầu tư, bác sĩ, các nhà quản lý quỹ chuyên nghiệp, thì họ đều nhận thấy rằng đầu tư giá trị đòi hỏi công việc độc lập, tư duy phân tích và luôn bền bỉ làm việc.

Trong khi nhiều nhà đầu tư giá trị có nhiều phương pháp và tiêu chuẩn đầu tư, ba đặc điểm sau đây ràng buộc họ với nhau: 1) họ theo nguyên tắc cảm nhận, 2) họ có cơ cấu đưa ra các quyết định kinh doanh vững vàng, và 3) họ áp dụng nghiên cứu gốc và tư duy độc lập.

Các nhà đầu tư giá trị cũng nhận thấy đầu tư giá trị là một chuyến đi, đôi khi qua những địa hình rất mấp mô. Nhưng việc ra quyết định phải là quá trình kiên nhẫn đòi hỏi sự không khuất phục và sự cam kết. Hầu như các nhà đầu tư giá trị đều được trang bị tốt để tham gia chuyến đi đó.

Trong một ấn phẩm gần đây của Benjamin Graham *Nhà đầu tư giá trị Thông minh*, Warren Buffett đã nói về quan điểm này "Để đầu tư thành công cả cuộc đời không cần có chỉ số IQ cao, kiến thức khác thường về kinh doanh hay về thông tin nội bộ. Điều cần thiết là mô hình tri thức tốt để đưa ra quyết định và khả năng giữ cho cảm xúc không ăn mòn cái mô hình đó."⁽³⁾

Chương 1 bắt đầu với phần thảo luận về chủ đề nguyên tắc cảm nhận. Chương này cũng so sánh đầu tư với đầu cơ, đặt ra niềm tin cơ bản của một nhà đầu tư giá trị. Sau đó chương này giới thiệu với bạn Năm Bí Quyết - cơ cấu đưa ra quyết định của một nhà đầu tư giá trị. Chương 1 kết thúc với việc lại đưa ra ví dụ về Varian Associates áp dụng mô hình này. Xuyên suốt cuốn sách, phân tích đều lấy những nguồn thông tin gốc đặc biệt là hồ sơ của Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Hoa Kỳ (SEC). Mục tiêu là trình bày sự liên kết giữa hồ sơ của SEC và nghiên cứu độc lập.

SỰ CẦN THIẾT ĐỐI VỚI NGUYÊN TẮC XÚC CẢM

Việc có được nguyên tắc xúc cảm là một tài sản quan trọng cho bất kỳ nhà đầu tư giá trị nào đặc biệt là cho những người hướng tới giá trị. Ngay cả khi các nhà đầu tư biết được suy nghĩ

(3) Graham, B. *Nhà đầu tư giá trị Thông minh*; tựa đề được viết bởi Warren Buffett (New York: Harper&Row, 1973, trang vii).

tận đáy lòng của Michael Price hay Warren Buffett, họ vẫn có thể thất bại thảm hại trên thị trường nếu cảm xúc điều khiển hầu hết hành động của họ. Điều khiển những cảm xúc tự phát và không để cho chúng ảnh hưởng đến việc đưa ra quyết định là điều tôi muốn trình bày trong nguyên tắc xúc cảm.

Nguyên tắc xúc cảm là sức mạnh lớn nhất của một nhà đầu tư giá trị. Nó là nền tảng để xây dựng tất cả các thứ khác. Các nhà đầu tư giá trị có tính nguyên tắc cảm nhận cao sẽ có lợi thế lớn, cạnh tranh hiệu quả hơn trên thị trường.

Cảm xúc bao gồm cảm giác lo sợ, giận dữ, tham lam v.v. Nguyên tắc chính là việc đào tạo bản thân hành động theo một nhóm quy tắc nhất định.

Các nhà đầu tư giá trị là những cá nhân, do đó họ là những người không hoàn hảo. Là con người, chúng ta không phải là máy móc phân tích dữ liệu, đưa ra quyết định mua và bán một cách xa rời thực tế. Con người có cảm xúc, bị chi phối bởi nỗi sợ, sự tham lam và bản chất con bạc. Có ba đặc điểm của các nhà đầu tư giá trị thiếu kỷ luật cảm xúc:

1. Chúng ta thường tin những gì chúng ta muốn tin và không quan tâm đến sự thật.

2. Thiếu can đảm, thiếu lòng tin vào công việc của mình.

3. Chúng ta thường có định hướng quá ngắn hạn.

Việc tin tưởng vào những gì chúng ta cần phải tin do chối bỏ bản thân và quá tự tin, là đặc điểm của nhiều nhà đầu tư. Quá tự tin có thể trở nên nguy hiểm cho bất kỳ nhà đầu tư giá trị nào vì nó thường làm cho một nhà đầu tư giá trị có lối suy nghĩ vô lý. Một ảnh hưởng không rõ ràng lắm là nó làm cho nhà đầu tư giá trị bỏ qua sự thật quan trọng trong phân tích tình hình.

Dần dần, cảm xúc có thể lấn át khi các nhà đầu tư này mua bán những khoản đầu tư kém nhằm bù lại thua lỗ, giữ thể diện hay tệ hơn trông chờ vào may mắn khi thị trường tăng giá.

Internet làm gia tăng nguy cơ của tính quá tự tin vì ai đó đã gọi nó là "ảo tưởng kiến thức" - xu hướng mà những người đưa

ra quyết định tin rằng kỹ năng đầu tư của họ phát triển tốt chỉ đơn giản bằng cách thu thập thêm nhiều thông tin. Được truy cập nhiều thông tin của một công ty nhất định, một nhà đầu tư giá trị quá tự tin chỉ quan tâm đến kết quả, bất chấp là nó vô lý như thế nào - đặc biệt là nếu thông tin đó xuất phát từ những trang Web nghi vấn. Đây là nguy cơ cho tất cả chúng ta nếu chúng ta thiếu đào tạo cần thiết để sàng lọc lượng thông tin lớn và giải thích chúng một cách đầy đủ. Có nhiều nhà đầu tư giá trị tin tưởng vào những chat room trên Internet, những tờ báo, quảng cáo trên Web và các nghiên cứu khác.⁽⁴⁾

Chúng ta còn có thể bị cảm xúc điều khiển. Có nhiều nhà đầu tư giá trị buôn bán cổ phiếu dựa trên cái mà người ta gọi là "tâm lý thị trường" và cảm xúc riêng của họ vào ngày hôm đó. Nếu cảm xúc tốt họ sẽ mua, nếu không tốt họ sẽ bán. Thường thì cảm xúc của cá nhân chúng ta và cảm xúc của thị trường bị trộn lẫn. Nhiều nhà đầu tư giá trị sẽ thường xuyên mua và bán cổ phiếu mà không quan tâm đến giá trị cổ phiếu của công ty mà họ đang giao dịch.

Không có gì là sai đối với các nhà đầu tư chuyên nghiệp khi giao dịch cổ phiếu - nếu đó là tất cả những gì họ làm. Trong thực tế có những nhà đầu tư giá trị nổi tiếng và rất được tôn trọng, họ đã thu được lợi nhuận lớn bằng cách nắm được kỹ năng buôn bán chứng khoán. Vấn đề bắt đầu nảy sinh khi một người trộn kiểu buôn bán này với đầu tư giá trị dựa trên giá trị, hay với việc mua doanh nghiệp - có một số người đã nói về hiện tượng này là "đầu tư giá trị theo phong trào".

Với những người mua cổ phiếu doanh nghiệp dài hạn hơn, buôn bán là một thú tiêu khiển. Lãi sau thuế và lãi giao dịch thường đền bù cho mối lo lắng của nhà đầu tư. Thiếu số liệu thống kê bằng máy về giao dịch hàng ngày, nhà đầu tư thiếu những tín hiệu quan trọng về sự sụt giảm về tài sản của một

(4) Nofsinger, J. *Tâm lý Đầu tư giá trị* (New Jersey: Prentice Hall, 2002, trang 14-15).

khoản đầu tư lớn hơn và có ý nghĩa hơn. Điều này không chỉ xảy ra đối với các nhà đầu tư cá nhân, mà cả với các nhà đầu tư chuyên nghiệp.

Nhiều nhà đầu tư còn thiếu niềm tin để hỗ trợ kết luận cho công việc của họ. Họ thường yếu về cơ bản và thiếu can đảm; họ thiếu tự tin trong phân tích nghiên cứu. Kết quả là họ dựa vào những yếu tố khác để đưa ra kết luận. Họ luôn có những quan điểm trái ngược. Điều này thường xảy ra khi một nhà đầu tư mua cổ phiếu của một công ty - người mua có quan điểm khác người bán. Vì thiếu hiểu biết về sự cần thiết của nghiên cứu cơ bản hay vì khả năng phân tích dữ liệu có hạn, một số nhà đầu tư không có sự lựa chọn nào khác ngoài việc đầu tư theo vòng xoáy của thị trường, và điều này gây ra hiệu ứng hùa theo nhau.

Các nhà đầu tư - kể cả những người quan tâm tới giá trị - thường đầu tư theo bầy đàn. Họ xem CNBC hay nghe Warren Buffett đang mua bất động sản. Thế rồi, như mọi người có thể dự đoán, các nhà đầu tư này cũng sẽ tham gia vì họ sợ không theo kịp người khác.

Nghe dư luận không có gì là sai. Tuy nhiên, việc hùa theo nhau có thể là một quyết định cảm xúc chứ không phải là phán xét dựa trên lý lẽ của mục tiêu. Các nhà đầu tư có cảm giác rằng dư luận sẽ không bao giờ sai.

Tập trung vào đầu tư ngắn hạn: Các nhà đầu tư thiếu nguyên tắc xúc cảm thường có xu hướng đầu tư ngắn hạn. Họ cần lợi nhuận ngay bây giờ. Họ không nhận ra rằng đầu tư là một cuộc chơi kiên nhẫn. Cũng giống như chơi bạc, họ bán vì lợi nhuận ngắn hạn, đây là một hành động nuôi dưỡng những phản hồi cảm xúc mạnh mẽ⁽⁵⁾. Các nhà đầu tư ngắn hạn không quan tâm tới việc nhóm quản lý của một công ty sẽ làm gì trong sáu tháng tiếp theo hay vị trí trên thị trường của một công ty sẽ tăng lên trong năm tới. Thay vào đó, những người được gọi là

(5) Nofsinger, J. *Tâm lý Đầu tư giá trị* (New Jersey: Prentice Hall, 2002, trang 72).

các nhà đầu tư này quan tâm tới cổ phiếu sẽ diễn biến thế nào trong phút tiếp theo, trong giờ tiếp theo hay trong ngày tiếp theo. Kiến thức cơ bản không điều khiển được quyết định của họ. Kết quả là nhiều nhà đầu tư ngắn hạn tin vào sơ đồ cổ phiếu để giúp họ đưa ra quyết định mua và bán, nhưng điều đó cũng gây ra hoài nghi.

Có nhiều lý do tại sao những cá nhân hoàn toàn dựa vào biểu đồ để đưa ra quyết định đầu tư có thể thu được ít lợi nhuận đầu tư. Trước tiên, họ có xu hướng mua cổ phiếu của những công ty sau khi cổ phiếu đó đã tăng giá - mua cao và bán cao. Điều này đặt việc mua vào rủi ro hơn. Hơn nữa, tín hiệu mua và bán trở nên ít hữu ích hơn vì có nhiều cá nhân xem cùng thông tin. Quyết định thực sự gây ra hiệu quả ngược lại cho nhà đầu tư vì tín hiệu mua nào cũng tạo ra tín hiệu bán. Những người cố gắng thuyết phục cộng đồng các nhà phân tích kỹ thuật hiểu rằng khi giá cổ phiếu đó cao dựa trên tín hiệu kỹ thuật, thì cổ phiếu sẽ lên giá một cách giả tạo. Phân tích cơ bản dựa trên thông tin gốc và việc làm hợp lý chứ không phải là suy nghĩ của tập thể.

Nhiều người đang chạy đua để trở thành các nhà đầu tư theo cảm xúc. Peter Lynch, cựu quản lý tiền tệ và phó chủ tịch của Fidelity Investments, cho rằng các nhà đầu tư liên tục trải qua ba trạng thái cảm xúc: lo lắng, hài lòng và đầu hàng. Ông giải thích một nhà đầu tư thông thường lo lắng sau khi thị trường sụt giảm và khi nền kinh tế có vẻ dao động, điều này ngăn cản nhà đầu tư này mua các cổ phiếu tốt với giá tốt. Theo logic này, sau khi nhà đầu tư đó mua với giá cao hơn, anh ta thường cảm thấy hài lòng khi cổ phiếu tiếp tục lên giá. Đây chính là thời điểm để kiểm tra lại những nguyên tắc cơ bản của công ty. Tuy nhiên kiểu nhà đầu tư này để cho thị trường tự hoạt động. Và cuối cùng khi giá cổ phiếu giảm mạnh xuống dưới giá mua, nhà đầu tư đầu hàng và chấp nhận bán cổ phiếu.⁽⁶⁾

(6) Lynch, P. One Up One Wall Street (New York: Penguin Books, 1989, trang 70).

Thậm chí những nhà đầu tư lâu dài cũng có cảm xúc tương tự cho tới khi giá cổ phiếu sụt giảm mạnh trong một đợt kế tiếp. Gần như không có nhà đầu tư dài hạn nếu họ không chịu được tổn thương và không có khả năng phớt lờ cơn khủng hoảng của thị trường. Con số các nhà đầu tư dài hạn thật sự ít hơn chúng ta nghĩ vì nguyên tắc xúc cảm thường có rất ít tại Phố Wall.

ĐẠT ĐƯỢC NGUYÊN TẮC CẢM NHẬN

Để nhận biết một người có nguyên tắc cảm nhận cao là tương đối đơn giản. Nhiều nhà đầu tư đã viết về đặc điểm này. Peter Lynch chỉ ra rằng những phẩm chất này bao gồm tính kiên nhẫn, tự tin, nhạy cảm, chịu đựng, suy nghĩ thoáng, tính vô tư, bền bỉ, khiêm tốn, linh hoạt và sẵn sàng làm nghiên cứu độc lập mà không có thông tin đầy đủ hay hoàn hảo, và khả năng phớt lờ hoảng loạn hay sự phấn khích của thị trường⁽⁷⁾. Mục tiêu đầu tư là không quan tâm đến những cảm xúc hay sự bất ổn của thị trường bằng cách kiểm soát những kết quả ngắn hạn. "Mâu thuẫn giữa mong muốn và ý chí xuất hiện bởi vì người ta bị ảnh hưởng bởi những lo lắng có lý và bởi nhiều yếu tố cảm xúc ngắn hạn hơn."⁽⁸⁾

Phần lớn các nhà đầu tư, bao gồm cả các nhà đầu tư theo xu hướng giá trị có những lúc có tâm lý rất hồ hởi. Bộ não của chúng ta không tách rời môi trường và cảm xúc. Bộ não thường đưa ra giả định dựa trên cảm xúc để nhanh chóng đi tới một quyết định phân tích. Biết rõ về thất bại giúp nhà đầu tư tránh mắc lỗi. Có rất nhiều cách chúng ta có thể xây dựng trên nguyên tắc cảm nhận để đầu tư thành công. Thật ra một người không cần phải có những phẩm

(7) Lynch, P. *One Up One Wall Street* (New York: Penguin Books, 1989, trang 69).

(8) Nofsinger, J. *Tâm lý Đầu tư* (New Jersey: Prentice Hall, 2002, trang 81).

chất tốt nhất để thành công trong lĩnh vực của mình. Việc bạn mua quyển sách này xác nhận rằng bạn đã có phẩm chất quan trọng nhất: đó là sự nhận biết rằng một cơ cấu theo nguyên tắc là rất quan trọng đối với bất kỳ một chiến lược đầu tư tốt nào.

Có một số phương pháp nhà đầu tư sử dụng để kiểm soát cảm xúc. Nhà đầu tư huyền thoại Benjamin Graham sử dụng thông số kiểm soát chặt chẽ để bán và mua chứng khoán. Những tiêu chuẩn này bao gồm việc mua các công ty với giá hiện tại không quá 15 lần thu nhập bình quân trong 3 năm gần đây, với tài sản hiện tại ít nhất bằng hai lần số nợ, và với số liệu thanh toán trong vòng ít nhất 20 năm qua. Là người ủng hộ phương pháp này, nhưng Warren Buffett thì có nguyên tắc lựa chọn có phần dễ dàng hơn. Ông tìm kiếm các công ty có thông tin dễ tìm hiểu. Đây là những công việc kinh doanh có khả năng cạnh tranh lớn trong vòng 10 đến 20 năm tới, với giá trị thực của công ty tăng lên với tỷ lệ mãi nguyên. Trái lại Michael Price muốn mua những công ty có bảng cân đối kế toán trong sạch.

Các thông số đầu tư hỗ trợ họ. Tuy nhiên, có thể chúng không hỗ trợ bạn. Đầu tư là môn thể thao cá nhân với kết quả cá nhân. Việc này rất giống với môn gôn. Bạn phải tiếp cận cơ hội đầu tư hay một cú đánh gôn theo cách nhất định; bạn cần có các công cụ và một phương pháp sử dụng chúng được xác định. Phương pháp và công cụ bạn sử dụng phải phù hợp với nhau. Để thành công trong cả hai trò chơi này, bạn phải nắm vững những yếu tố cơ bản. Thật khó trở thành một người chơi gôn trên mức trung bình nếu bạn đánh tốt mà lại có một chiếc gậy gôn tồi. Cũng tương tự một nhà đầu tư giá trị có phán đoán kinh doanh tốt nhưng thiếu những yếu tố cơ bản để đánh giá cơ hội kinh doanh thì khó có thể liên tục đạt thành công. Việc đánh giá kinh doanh tốt phải phù hợp với những yếu tố cơ bản. Biết cân bằng giữa tính cứng rắn và linh hoạt về kỹ thuật và cấu trúc là yếu tố quan trọng để đạt được nguyên tắc cảm nhận. Có

cấu trúc đã được thiết lập, các nhà đầu tư giá trị có thể tránh bị ảnh hưởng bởi ý kiến của nhiều người khác trên thị trường và cảm xúc của chính họ trong ngày.

BẢY NIỀM TIN CƠ BẢN

Niềm tin 1: Thế giới sẽ không tận thế cho dù thị trường chứng khoán phản ứng ra sao. Cảm xúc của một nhà đầu tư có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu nhiều hơn đến những yếu tố khác về ngắn hạn và trung hạn. Tuy nhiên, về dài hạn thì những yếu tố cơ bản luôn chiếm ưu thế. Trong lịch sử chế độ tư bản Mỹ, thị trường đã sống sót và hưng thịnh sau các đợt khủng hoảng. Kể từ Thế Chiến thứ II, có nhiều đợt suy thoái và sụt giảm kinh tế và thị trường đã đều hồi phục sau mỗi cơn khủng hoảng theo đúng thời điểm. Lịch sử cho thấy rằng phần lớn suy thoái kinh tế là bình thường và sẽ mang tính ngắn hạn khi có sự can thiệp của chính phủ.

Ngày 1 tháng 10 năm 2001, sự bất ổn của các nhà đầu tư lên đến đỉnh điểm theo sau sự kiện "11 tháng 9". Peter Lynch đã phát biểu dự đoán của ông về thị trường rối loạn tại nước Mỹ: "Tuy tôi đã tham gia lĩnh vực này hơn 30 năm và đã nhìn thấy nhiều giai đoạn khó khăn- khủng hoảng thị trường vào năm 1987 (trong một ngày chỉ số Dow sụt giảm 23%) và 5 lần suy thoái - tôi vẫn không biết câu trả lời là vì sao. Tôi chưa bao giờ có câu trả lời. Không ai có thể dự đoán một cách chắc chắn rằng 1000 điểm tiếp theo sẽ ra sao. Sự biến động của thị trường, tuy không bao giờ làm chúng ta dễ chịu, là điều bình thường. Nhưng chúng ta không được mất tập trung vào việc tại sao chúng ta đầu tư vào thị trường chứng khoán. Khi chúng ta đầu tư vào thị trường này là chúng ta đang mua các công ty". Lynch nói tiếp, những sự kiện làm ảnh hưởng xấu đến thị trường sẽ có ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp và toàn bộ thị trường, "nhưng về lâu dài, tôi tin rằng lợi nhuận của

doanh nghiệp sẽ cao hơn trong 10 năm tới và sẽ cao hơn hẳn trong 20 năm nữa. Và thị trường cũng sẽ phát triển theo đó."⁽⁹⁾

Dựa trên dữ liệu trong bảng 1.1, theo số liệu thống kê của 15 trong số 18 vụ suy thoái kinh tế, chỉ mất ba tháng để thị trường chứng khoán quay trở lại tăng trưởng dương từ thua lỗ rất lớn.

Niềm tin 2: Các nhà đầu tư luôn bị nỗi sợ hãi và tính tham lam điều khiển, thị trường nói chung và thị trường chứng khoán sẽ phản ứng với điều này. Tính biến động này đơn giản là chi phí của hoạt động kinh doanh. Như tôi đã đề cập ở phần đầu chương này, hai phản ứng cảm xúc thông thường nhất đối với thị trường chứng khoán là nỗi sợ hãi và tính tham lam. Nỗi sợ làm cổ phiếu thấp hơn giá trị thực và tính tham lam đẩy cổ phiếu lên cao hơn giá trị thực. Các nhà đầu tư luôn sợ hãi rằng họ sẽ mất hết tiền và cổ phiếu sẽ đi đến số không làm cho nhiều người phải bán cổ phiếu trong cơn hoảng loạn, thanh lý các khoản đầu tư của họ tại nơi nắm giữ phiếu và các quỹ tương hỗ. Nhiều người bán hết các quỹ này và các nhà đầu tư chuyên nghiệp, đặc biệt là các nhà quản lý tiền, phải bán cổ phiếu của các công ty thấp hơn so với giá trị thật, đẩy giá cổ phiếu thậm chí xuống thấp hơn nhiều. Đó là một chu kỳ đầy khắc nghiệt. Chu kỳ kinh tế bình thường hay sự sụt giảm mạnh mẽ thị trường cổ phiếu đẩy chu kỳ này hoạt động.

Tính tham lam có hậu quả trái chiều. Các nhà đầu tư đưa ra giá cổ phiếu hay từ chối bán chứng khoán với giá cao hơn giá trị thực của nó mong có thêm được càng nhiều lợi nhuận càng tốt. Sự lạc quan và nỗi sợ lại là những điều người mua không hề thích. Vì vậy nhà đầu tư thường lo sợ khi thị trường trở nên tham lam, và họ trở nên tham lam khi thị trường lo sợ. Nguyên tắc của nhà đầu tư giá trị kiểm soát xu hướng của ai đó hoặc quá sợ hoặc quá tham lam.

(9) Lynch, P. quảng cáo của *Tạp chí Wall Street*. "Phản kế tiếp là gì? Dự đoán của Peter Lynch", ngày 1 tháng 10 năm 2001, trang A5.

Bảng 1.1: Khủng hoảng thị trường của Chỉ số Công nghiệp Dow Jones**Khủng hoảng, Suy thoái DJIA và Hoạt động sau đó**

Sự kiện	Thời gian	% Lãi, Lỗ/Ngày	22	63	126
Thị trường đóng cửa- Thế chiến I	22/07/1914 – 24/12/1914	-10.2	10.0	6.6	21.2
Đức xâm lược Pháp	09/05/1940 – 22/06/1940	-17.1	-0.5	8.4	7.0
Trần Châu Cảng	06/12/1941 – 10/12/1941	-6.5	3.8	-2.9	-9.6
Chiến tranh Triều Tiên	23/06/1950 – 13/07/1950	-12.0	9.1	15.3	19.2
Tổng Thống Mỹ, Eisenhower bị nhồi máu cơ tim	23/09/1955 – 26/09/1955	-6.5	0.0	6.6	11.7
Liên Xô phóng thành công vệ tinh nhân tạo đầu tiên "Sputnik"	03/10/1957 – 22/10/1957	-9.9	5.5	6.7	7.2
Ám sát JFK	21/11/1963 – 22/11/1963	-2.9	7.2	12.4	15.1
Ám sát Martin Luther King	03/04/1968 – 05/04/1968	-0.4	5.3	6.4	9.3
Mỹ ném bom Campuchia	29/04/1970 – 26/05/1970	-14.4	9.9	20.3	20.7
Lệnh cấm vận Dầu khí vào Ả rập	16/10/1973 – 05/12/1973	-18.5	9.3	10.2	7.2
Nixon từ chức	07/08/1974 – 29/08/1974	-17.6	-7.9	-5.7	12.5
Khủng hoảng Bạc	13/02/1980 – 27/03/1980	-15.9	6.7	16.2	25.8
Mỹ xâm lược Grenada	24/10/1983 – 07/11/1983	-2.7	3.9	-2.8	-3.2
Khủng hoảng tài chính năm 87	02/10/1987 – 19/10/1987	-34.2	11.5	11.4	15.0
Iraq xâm lược Kuwait	02/08/1990 – 23/08/1990	-13.3	0.1	2.3	16.3
Trung tâm Thương mại Thế giới bị đánh bom	25/02/1993 – 27/02/1993	-0.3	2.4	5.1	8.5
Khủng hoảng thị trường chứng khoán châu Á	07/10/1993 – 27/10/1997	-12.4	8.8	10.5	25.0
Khủng bố TT Thương mại Thế giới và lầu Năm góc	10/09/2001 – 21/09/2001	-14.3	13.4	21.2	N/A

Ngày thứ 22, 63 và 126 thị trường thay đổi được trình bày trong cột các ngày sau sự kiện.

Ngày đầu tiên trong ngày xảy ra sự kiện thể hiện sự khởi điểm của phản ứng thị trường hay ngày giao dịch trước sự kiện.

Dữ liệu năm 1914 - vào năm 1916 một danh sách cổ phiếu mới cho DJIA bị giảm giá và được tính lại vào mở phiên giao dịch ngày 12 tháng 12 năm 1914.

Phân tích NDR cho nghiên cứu này đã điều chỉnh chỉ số DJIA tới mức trước ngày 12 tháng 12 năm 1914 để thể hiện loạt ngày chính xác và phù hợp. Nguồn: The Dow Jones Averages 1885-1990 do Phyllis S.Pierce biên tập.

Ngày = Ngày Giao dịch

© 2001 Ned Davis Research, Inc. Bản quyền được bảo hộ.

Niềm tin 3: Lạm phát là kẻ thù thật sự duy nhất. Cố gắng dự đoán các biến số kinh tế và xu hướng thị trường hay của nền kinh tế là một sự lãng phí thời gian - tập trung vào các doanh nghiệp, giá trị của họ và hãy nhớ Niềm tin 1. Lạm phát là sự tăng giá toàn bộ hàng hoá tiêu dùng và dịch vụ. Chính quyền liên bang tính toán lạm phát bằng cách so sánh một nhóm giá tiêu dùng hiện tại với giá trong một giai đoạn lịch sử để đánh giá sự thay đổi. Nếu giá hiện tại tăng lên, các nhà đầu tư sẽ yêu cầu lãi từ đầu tư cao hơn để bù lại sự giảm sút trong sức mua đầu tư. Cục Dự trữ Liên bang thường can thiệp vào việc này. Vào thời gian lạm phát, Cục Dự trữ Liên bang sẽ tăng chiết khấu làm cho tỷ lệ lãi suất tăng lên. Với tỷ lệ cao hơn, tiền sẽ trở nên đắt đỏ và nhu cầu về tiền sẽ giảm. Với lượng tiền giảm đi trong quá trình mua hàng hoá dịch vụ, thì nhu cầu về hàng hoá dịch vụ sẽ thấp đi và sẽ làm cho giá sản phẩm giảm xuống. Đối với các công ty, lạm phát thể hiện chi phí vay tiền cao hơn. Tỷ lệ lãi suất và tỷ lệ thất nghiệp bị ảnh hưởng bởi những mong đợi về lạm phát.

Lạm phát có ảnh hưởng lớn đối với các nhà đầu tư và người ta gần như không làm gì để chống đỡ. Buffett nói "Sổ học làm cho chúng ta dễ hiểu rằng lạm phát là một loại thuế xấu hơn bất kỳ loại thuế nào mà luật pháp đề ra. Lạm phát có khả năng kỳ diệu là tiêu thụ vốn." Buffett cảnh báo "Nếu bạn nghĩ bạn có thể mua bán chứng khoán theo cách có thể giảm thuế lạm phát thì tôi sẽ là nhà môi giới chứng khoán chứ không muốn là đối tác."⁽¹⁰⁾

Đừng lãng phí thời gian. Việc phán đoán chính xác các biến động kinh tế, như tỷ lệ lãi suất hay xu thế của thị trường chứng khoán sẽ mang lại lợi nhuận cho nhà đầu tư. Nhưng điều này là không thể và sẽ không bao giờ là có thể.

Vì vậy các nhà đầu tư chứng khoán không quan tâm đến việc đuổi hình bắt bóng - họ tập trung vào những gì tồn tại.

(10) Lowe, J. Warren Buffett Speaks (New York: John Wiley & Sons, 1997, trang 87).

Niềm tin 4 : Khó tìm những ý tưởng tốt, nhưng luôn có những ý tưởng tốt ở đâu đó, thậm chí ở những thị trường đầu cơ giá hạ. "Thị trường chứng khoán" là cách dùng từ không đúng. Đúng hơn là có một thị trường của cổ phiếu. Bất kể nhà đầu tư cá nhân nào đều có thể làm tốt mà không cần quan tâm đến thị trường nói chung. Nhà đầu tư chứng khoán có kỷ luật nhất nhận biết và mua cổ phiếu của các hãng kinh doanh tốt nhất có thể với giá tốt nhất. Nhiều nhà đầu tư chứng khoán tin rằng người ta tìm thấy ý tưởng tốt nhất tại những thị trường đang sụt giảm khi các công ty lớn đang có giá hấp dẫn bởi vì thị trường thường hướng về tương lai và thường giảm giá trong điều kiện kinh tế hiện tại. Các nhà đầu tư thận trọng biết rằng thị trường đang suy giảm là phần tự nhiên của vòng quay kinh tế và thị trường, và sự thật rằng mỗi thị trường đang suy giảm phải kết thúc sau một khoảng thời gian nhất định nào đó đã mang lại cơ sở cho niềm tin này.

Vì vậy cho dù thị trường suy giảm mang tính tạm thời, và các công ty có giá hấp dẫn hơn khi thị trường suy giảm, một nhà đầu tư chỉ có thể đi tới quyết định nếu có cơ hội đầu tư tốt hoặc nếu đó không phải là những cơ hội tốt nhất. Trong thực tế, thời điểm mua lại các công ty có giá trị nhất về dài hạn là thời điểm khi thị trường sụt giảm.

Niềm tin 5: Mục đích chính của một công ty giao dịch đại chúng là chuyển toàn bộ nguồn lực có sẵn của công ty đó sang giá trị cổ đông. Là cổ đông, bạn phải chắc chắn làm cho điều này xảy ra. Các công ty không chỉ lo lắng, họ là những tổ chức chuyển đổi nguồn lực - chuyển đổi toàn bộ các nguồn lực hiện có của công ty sang giá trị của cổ đông. Nếu việc chuyển đổi không diễn ra thì các công ty này nên đóng cửa hoặc trở thành công ty tư nhân. Thông thường, cần tiến hành một sự kiện hay một loạt sự kiện để làm cho việc chuyển đổi nguồn lực tạo ra sự giàu có trở thành hiện thực. Những sự kiện này được gọi là các nghiêng. Những sự kiện này có thể là việc tung ra một sản phẩm mới hoặc chia tách một công ty.

Những công ty làm ăn tốt nhất là những công ty có ban quản trị hiệu quả nhất trong việc chuyển đổi các nguồn lực của công ty sang thành sự giàu có của cổ đông. Các nguồn lực của công ty bao gồm con người, vốn, nhãn hiệu, tài sản, nhà xưởng và thiết bị v.v... Tài sản của cổ đông sẽ tăng lên bằng cách chuyển đổi các nguồn lực này sang giá trị của cổ đông. Và lợi nhuận thực sẽ tăng lên trong cổ phần của cổ đông. Dòng tiền mặt tự do sẽ được tái đầu tư hợp lý, hoặc cổ tức sẽ được chia cho các cổ đông nếu ban quản trị không thể chuyển đổi hợp lý luồng tiền mặt sang việc tạo ra sự giàu có cho cổ đông. Ban quản trị có vai trò rất quan trọng.

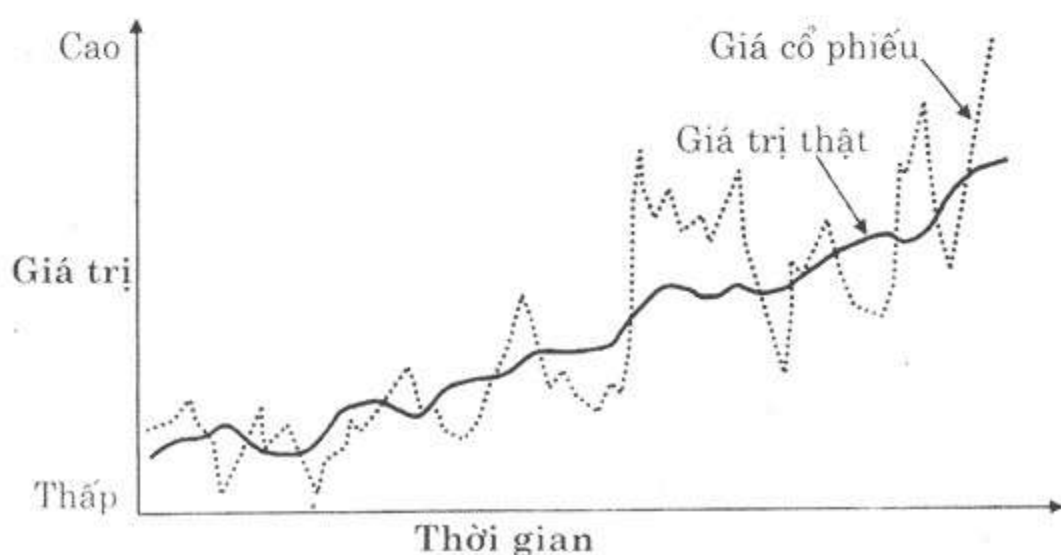
Niềm tin 6: Chín mươi phần trăm thành công trong đầu tư là mua đúng. Bán với giá tốt nhất không phải là điều dễ dàng. Kết quả là các nhà đầu tư chứng khoán thường mua sớm và bán sớm. Thị trường thường đi theo quy luật nhất quán của nó làm cho các nhà đầu tư chứng khoán có cơ hội để mua đúng bằng cách trả giá rất thấp; điều này có liên quan đến giá trị họ mong đợi sẽ thu được mà không phải chịu rủi ro quá lớn. Để mua đúng, một người phải có sẵn một nguyên tắc để biết chính xác khi nào mua và khi nào bán. Như những gì đã quan sát được: "Mỗi phút lại có thêm một gã khờ - anh ta thực sự mua khoản đầu tư của bạn với giá cao hơn giá bạn đã mua. Giá chỉ có ý nghĩa khi một ai đó sẵn sàng trả giá cao hơn. Không có lý do gì để giải thích điều này, chỉ có thể là tâm lý đám đông. Nhà đầu tư khôn ngoan phải là người biết bắn súng - tham gia ngay từ đầu."⁽¹¹⁾

Nếu bạn có kế hoạch mua, bạn nên mua sớm hơn là mua muộn. Mua sớm giúp nhà đầu tư có thể dùng phương pháp bình quân chi phí đôla. *Bình quân chi phí đôla* là mua nhiều hơn cổ phiếu của một công ty nào đó khi giá cổ phiếu được giao dịch thấp trên thị trường. Giả sử những yếu tố và lý do cơ bản để mua

(11) Malkiel, B. *A Random Walk Down Wall Street* - Dạo quanh Phố Wall (New York: W.W.Norton & Co., 1990, trang 31)

công ty này ngay từ đầu vẫn chưa thay đổi, bình quân chi phí đô la có thể là một công cụ có tác động rất mạnh mẽ. Đối với nhà đầu tư có thông tin tốt, nó thúc đẩy lợi nhuận bằng cách giảm chi phí trung bình trên mỗi cổ phiếu. Nó cho phép nhà đầu tư mua đúng bằng cách mua cổ phiếu với giá hấp dẫn hơn.

Niềm tin 7: Sự không ổn định không phải là rủi ro; đó là cơ hội. Rủi ro thật sự là sự thay đổi ngược chiều và lâu dài trong giá trị thật của công ty. Không hề có quan hệ giữa sự không ổn định của cổ phiếu với rủi ro. Nhà đầu tư giá trị không quan tâm đến biến đổi hàng ngày của thị trường. Giá trị thực và hợp lý của một doanh nghiệp không dao động thường xuyên như giá cổ phiếu. Benjamin Graham được công chúng quan tâm khi nói rằng thị trường ở đó để phục vụ bạn, không phải để hướng dẫn bạn ra quyết định. Vì vậy những biến động thị trường chỉ mang lại cho nhà đầu tư cơ hội để mua và bán với giá nhất định. Giá cổ phiếu biến động quanh giá trị. Nhà đầu tư giá trị tập trung vào xu thế giá trị thực của công ty. Rủi ro thực sự là rủi ro đối với luồng tiền mặt và các điều kiện kinh tế yếu kém của công ty. Rủi ro thực sự cũng phụ thuộc vào giá phải trả cho doanh nghiệp và được quyết định bởi chênh lệch giữa giá phải trả và giá trị thực.



Hình 1.2 Giá trị thực và giá cổ phiếu

Hình trên mô tả mối quan hệ giữa giá cổ phiếu - với giá trị thực của một công ty được quản lý và có chất lượng tốt. Các đường biểu diễn trong biểu đồ mô tả giá trị thực của một công ty và giá cổ phiếu của nó. Chúng ta có thể hiểu được ba vấn đề chính từ minh họa này. Trước tiên giá cổ phiếu dao động quanh giá trị thực của công ty. Nhằm dự đoán tương lai, những người tham gia vào thị trường phản ứng với những biến động khác nhau. Những biến động này bao gồm thông tin tài chính, dữ liệu ngành, điều kiện kinh tế nói chung và quyết định về danh mục đầu tư của các nhà quản lý quỹ tương hỗ và hành động của các cổ đông lớn của những công ty được quan tâm. Phản ứng với những biến động này gây ra tính dao động trong thị trường chứng khoán nhưng giá trị thực của công ty thì không hề dao động.

Vấn đề thứ hai chúng ta có thể hiểu được là sự tập trung. Các nhà đầu tư có nhiều thông tin mong đợi việc dao động này xảy ra với mọi cổ phiếu hợp thành vốn doanh nghiệp. Điều mà các nhà đầu tư giá trị tìm kiếm và tập trung là giá trị thực của công ty bằng cách đặt câu hỏi "Liệu những điều kiện cơ bản của công ty có thay đổi không?". Bằng cách đó, nhà đầu tư có thể tận dụng được hoàn cảnh khi giá cổ phiếu chỉ ra rằng thị trường đang quá lạc quan hoặc quá bi quan về công ty.

Vấn đề thứ ba mà sơ đồ đề cập đến đó là thời gian. Mỗi công ty và mỗi ngành kinh doanh đều khác nhau khi bị dao động. Ví dụ như các công ty công nghệ có cổ phiếu dễ dao động hơn các công ty sản xuất rất nhiều. Kết quả là nhà đầu tư mua cổ phiếu của một công ty công nghệ dưới giá trị thực có thể mong đợi chấm dứt đầu tư sớm hơn vì độ dao động trong ngành công nghệ cao hơn. Vậy điều quan trọng là mua cổ phiếu dưới giá trị thực của công ty, điều này thường rất khó thực hiện đối với ngành công nghệ, chúng ta sẽ bàn đến lý do dẫn đến điều này trong phần sau của cuốn sách. Thông thường các nhà đầu tư bị tách ra trong vấn đề sở hữu các công ty công nghệ. Warren Buffett không tham gia. Michael Price là người

cơ hội hơn và ông thú nhận rằng " ông sẽ không đầu tư vào công nghệ cho đến khi cổ phiếu của họ đảo lộn ... thanh toán ít hơn số tiền mặt thực cho mỗi cổ phiếu."⁽¹²⁾ Điều này cũng nhấn mạnh sự cần thiết phải mua đúng. Vấn đề ở đây là thị trường thường không chỉ chỉ ra khi nào nhà đầu tư mua vào mà còn cho biết khi nào nhà đầu tư nên bán ra.

NĂM YẾU TỐ CHÍNH CỦA KHUNG GIÁ TRỊ

Khi tham gia vào đầu tư, Warren Buffett đã chỉ rõ tiêu chí đầu tư của ông trong một ấn phẩm xuất bản năm 1998 "Suy nghĩ của Nhà đầu tư Xuất sắc". Buffett nói rằng " Tiêu chuẩn của chúng tôi về chọn cổ phiếu cũng là những tiêu chuẩn chúng tôi chọn một doanh nghiệp.

Trước tiên chúng tôi tìm một doanh nghiệp mà chúng tôi có thể hiểu rõ - hiểu về sản phẩm của nó, tính cạnh tranh, và những gì có thể dẫn đến sai sót. Sau khi chúng tôi phát hiện ra doanh nghiệp đó, chúng tôi cố gắng tính toán liệu công việc kinh doanh của nó có nghĩa là lợi nhuận trong 5, 10 hay 15 năm tới là tốt, tốt hơn, hay kém hoặc kém hơn. Chúng tôi cố gắng đánh giá nguồn lợi nhuận của nó trong tương lai. Sau đó quyết định liệu chúng tôi có hợp tác được với những người cũng cảm thấy thoải mái khi cùng đầu tư vào doanh nghiệp đó. Và cuối cùng chúng tôi quyết định giá phù hợp để mua doanh nghiệp thông qua những yếu tố chúng tôi đã chứng kiến đến thời điểm đó"⁽¹³⁾.

Một phóng viên cũng đã hỏi Michael Price về nội dung tương tự là nhà đầu tư nên tìm kiếm gì khi xem xét nên mua cổ

(12) *Suy nghĩ của Nhà đầu tư Xuất sắc*; "Michael Price thuộc Quỹ Mutual Series", ngày 31 tháng 12 năm 1996.

(13) *Suy nghĩ của Nhà đầu tư Xuất sắc*, "Warren Buffett và Charlie Munger thuộc Berkshire Hathaway", ngày 24 tháng 9 năm 1998.

phiếu của một công ty. Price trả lời "Đầu tiên, công ty đó bán với giá chiết khấu giá trị tài sản. Vấn đề thứ hai là ban quản trị sở hữu những cổ phiếu đó. Càng nhiều người sở hữu càng tốt. Yếu tố thứ ba là bảng cân đối trong sạch - có ít nợ - để có ít rủi ro hơn về tài chính. Mua cổ phiếu với vốn đầu tư nhỏ sẽ không mang lại kết quả. Nếu làm được ba việc này, bạn đã đầu tư đúng".⁽¹⁴⁾ Phóng viên này tiếp tục hỏi Price thêm rằng liệu phương pháp của ông có giống của Warren Buffett. Price trả lời "Không. Dự định thì giống nhau nhưng Buffett khác. Ông ấy có thể xác định các hoạt động kinh doanh có độc quyền kinh doanh. Chúng tôi không giỏi về điều đó. Chúng tôi tìm kiếm giá trị."⁽¹⁵⁾

Nhà đầu tư giá trị tìm kiếm giá trị. Họ xác định, đánh giá và mua cổ phiếu của các công ty như thể họ mua toàn bộ công ty chứ không phải chỉ mua cổ phiếu. Trong khi phương pháp này đang được chứng minh là rất hiệu quả trong nhiều năm qua thì có rất ít nhà đầu tư có thể thực hiện được nó. Thách thức vẫn luôn và sẽ tiếp tục nằm ở khâu thực hiện. Để thực hiện phương pháp này đòi hỏi sự tập trung, tính kiên trì và nguyên tắc cảm nhận ở mức độ cao. Với giá cổ phiếu và thị trường luôn biến đổi, các nhà phân tích Phố Wall thường xuyên nâng và hạ giá cổ phiếu, chuyên gia thị trường dự đoán xu hướng cổ phiếu trong thời gian kế tiếp, duy trì phương pháp này là một thách thức thường xuyên xảy ra. Với những lộn xộn này, nhà đầu tư giá trị phải duy trì nguyên tắc mua với lý trí mạnh.

Các nhà đầu tư giá trị thích mua cổ phiếu của những công ty mà họ tin rằng có chiết khấu lớn so với giá trị thực để có thể sinh lợi nhuận trong vòng hai hoặc ba năm tới. Cho dù những công ty có giá trị thấp thường không được các nhà đầu tư quan

(14) Báo Tin Buổi sáng Dallas. Michael Price Chia sẻ Suy nghĩ, ngày 15 tháng 12 năm 1996.

(15) Báo Tin Buổi sáng Dallas. Michael Price Chia sẻ Suy nghĩ, ngày 15 tháng 12 năm 1996.

tâm, phương pháp đầu tư này đòi hỏi phải có phân tích chi tiết cơ bản về công việc kinh doanh và tài chính của công ty để đánh giá rủi ro, lợi nhuận của mỗi khoản đầu tư tiềm năng.

Cấu trúc xem xét cơ hội đầu tư của một nhà đầu tư giá trị được tóm tắt qua năm câu hỏi sau:

1. Đây có phải là những công ty tốt do những người tài giỏi lãnh đạo?

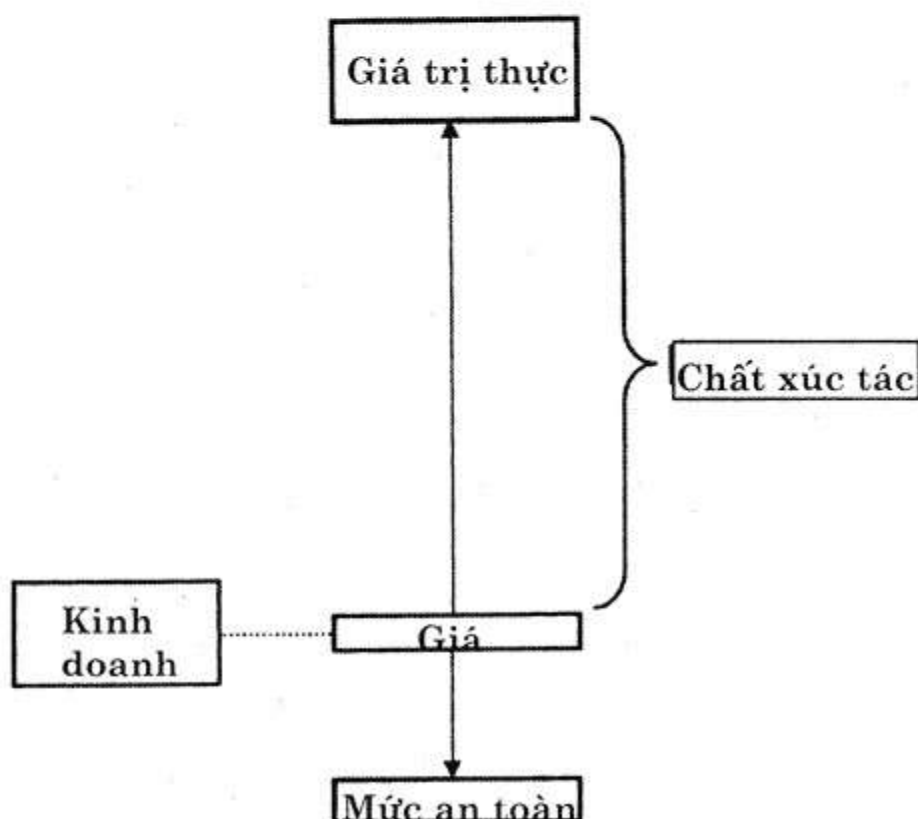
2. Giá trị của công ty này là bao nhiêu?

3. Giá cổ phiếu của công ty này hấp dẫn như thế nào và tôi nên trả bao nhiêu tiền?

4. Yếu tố xúc tác hiệu quả nhất có tính thực tế như thế nào?

5. Biên độ an toàn của tôi tại giá mua như thế nào?

Những tiêu chuẩn này - còn được gọi là "Năm Yếu tố Chính" là tổng hợp kinh nghiệm của các nhà đầu tư giá trị thành công và nổi tiếng.



Hình 1.3. Năm Yếu tố Chính của khung Giá trị

Chương hai trong năm chương sẽ đi vào chi tiết của mỗi yếu tố trong năm yếu tố này bằng cách định nghĩa từng yếu tố và giải thích cách sử dụng chúng. Trước tiên trong đánh giá doanh nghiệp, nhà đầu tư giá trị tập trung vào một nhóm doanh nghiệp liên quan và các vấn đề của ngành ảnh hưởng đến giá trị của doanh nghiệp. Nó bao gồm các chỉ tiêu như chất lượng của thu nhập trên mỗi cổ phiếu, các dòng sản phẩm, quy mô thị trường, ban quản trị, độ cạnh tranh trong ngành.

Yếu tố thứ hai là các nhà đầu tư giá trị thực hiện đánh giá giá trị thực giúp họ thiết lập một khoảng giá cho giá thực của công ty dựa trên các đơn vị đo như luồng tiền mặt, chia tách, số tiền lấy ra và/hoặc giá trị tài sản. Đánh giá giá trị giúp đưa ra giá đích đúng với giá trị thực và chỉ ra cơ hội lên giá trên mức giá hiện tại của thị trường cổ phiếu.

Yếu tố thứ ba là việc đánh giá giá cho phép hiểu rõ về giá mà thị trường chúng khoán đánh giá công ty gần đây. Trong phân tích này, nhà đầu tư quan tâm đến một số yếu tố bằng cách trả lời câu hỏi: Tại sao công ty lại có thể chịu được giá trị thấp như hiện tại? Ví dụ một công ty có đánh giá hấp dẫn ngay từ lúc đầu tiếp xúc có thể là công ty không mấy hấp dẫn sau khi đã có đánh giá đầy đủ về chiến lược kế toán hay vị trí cạnh tranh so với các đối thủ khác. Giá cổ phiếu của công ty này có thể rẻ vì lý do tồn tại lâu dài. Đánh giá về giá có thể đưa ra giá hợp lý để mua công ty đó.

Điều thứ tư là nhận biết yếu tố xúc tác và tính hiệu quả sẽ thu hẹp khoảng cách giữa giá giao bán hiện tại với giá mà các nhà đầu tư giá trị đánh giá dựa trên giá đánh giá khởi điểm của họ. Vấn đề quan trọng ở đây là đảm bảo rằng yếu tố xúc tác được xác định để tạo ra giá trị trong công ty là rất dễ xảy ra. Tuy nhiên, không phải chất xúc tác nào cũng giống nhau, chúng khác nhau về tính hiệu quả. Vì vậy mức độ hiệu quả là quan trọng. Những chất xúc tác hiệu quả tiềm năng có thể bao gồm tách công ty, bán cổ phần của công ty, ban quản trị mới hoặc những chất xúc tác nội bộ liên tục xảy ra như văn hóa công ty.

Trong trường hợp chất xúc tác không hiệu quả, thì đánh giá biên độ an toàn của nhà đầu tư trước khi mua trở thành vấn đề nghiêm trọng hơn. Việc mua cổ phiếu có biên độ an toàn về cơ bản là việc sở hữu cổ phiếu có giá thấp đến mức giá mua đó được hỗ trợ bởi kinh tế, giá trị tài sản, tiền mặt v.v dựa trên bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp. Nếu giá cổ phiếu của một công ty được giao dịch dưới biên độ an toàn này trong thời gian dài, chúng ta có thể tin rằng công ty đó sẽ được bán cho người mua chiến lược, sẽ được giải thể hay thanh lý v.v.. để nhận biết giá trị thực của nó -nhằm sở hữu những cổ phiếu một cách an toàn hơn.

XEM XÉT TỔNG HỢP MỌI KHÍA CẠNH: NHÌN LẠI CÁC VIỆC Ở HÃNG VARIAN ASSOCIATES

Trong mẫu biểu 8-K của công ty thực hiện vào ngày 21 tháng 8 năm 1998, Varian Associates công bố một kế hoạch chi tiết sắp xếp lại các doanh nghiệp chủ chốt trong ngành y tế, thiết bị bán dẫn và công cụ, chia ra làm ba công ty riêng biệt. Theo kế hoạch này, Varian sẽ tìm kiếm sự chuyển nhượng miễn thuế cho cổ đông của hai trong số ba doanh nghiệp này. Tôi đã ghi chép lại những gì Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ SEC mô tả mỗi phân đoạn kinh doanh:⁽¹⁶⁾

Công việc kinh doanh của Hệ thống Y tế Varian được tổ chức xung quanh hai dòng sản phẩm chính - thiết bị tia xạ ung thư để điều trị ung thư và ống X-quang để chuẩn đoán nhiều bệnh khác nhau. Với các nhà máy tại California, Utah, Illinois, Nam Carolina cộng với các trung tâm sản phẩm ở Anh, Pháp, Thụy Sĩ và Phần Lan năm 1997 là \$472 triệu. Có hơn 3500

(16) Varian Associates 8-K ngày 21 tháng 8 năm 1998 tới Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ.

hệ thống dịch vụ, doanh nghiệp này được xếp hạng là doanh nghiệp lớn nhất thế giới về các thiết bị chữa trị bằng tia X và cũng là nhà cung cấp hàng đầu các ống tia X sử dụng vào mục đích làm thiết bị gốc và thiết bị thay thế.

Công việc kinh doanh thiết bị của Varian (được biết đến là tập đoàn Varian) là nhà sản xuất lớn các thiết bị phân tích và nghiên cứu cho ứng dụng công nghiệp và khoa học. Công ty này còn có dòng sản phẩm bơm chân không và thiết bị phát hiện rò rỉ cũng như trung tâm sản xuất bảng mạch điện tử. Các doanh nghiệp này đã có lợi nhuận gộp lại vào năm 1997 là \$527 triệu, họ có nhà máy ở Arizona, California, Colorado và Massachusetts, cùng với các nhà máy ở Úc, Italia và Hà Lan.

Công ty thiết bị bán dẫn Varian sản xuất và cung cấp dịch vụ cho các hệ thống cấy iôn, đây là bước quan trọng trong quy trình sản xuất chip. Có các đơn vị sản xuất Nghiên cứu và Phát triển tại Massachusetts, Nhật Bản và Hàn Quốc, tổng lợi nhuận của công ty vào năm 1997 là \$424 triệu. Công ty là nhà cung cấp lớn nhất thế giới về hệ thống cấy iôn với hơn 2500 hệ thống được chuyển tới các nhà sản xuất chip trên toàn thế giới.

Tài liệu này còn cho biết "kết quả hoạt động của công ty còn bị ảnh hưởng lớn bởi các yếu tố trong một lĩnh vực riêng lẻ, ví dụ như sự vi phạm của ngành kinh doanh bán dẫn có hoạt động suy giảm và làm cho giá cổ phiếu tăng lên 50% hoặc thậm chí hơn ở dưới mức cao trong lịch sử của nó."⁽¹⁷⁾

Theo thông tin tôi thu thập được từ những trang Web có liên quan đến ngành kinh doanh này, doanh nghiệp nào của Varian cũng đều đi đầu trong thị trường của ngành. Công việc kinh doanh về các hệ thống y tế của họ là nhà cung cấp hàng đầu các hệ thống chữa ung thư. Bộ phận thiết bị của họ là

(17) Varian Associates 8-K được lưu vào ngày 21 tháng 8, 1998 tại Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ.

nhà cung cấp hàng đầu các thiết bị phân tích và nghiên cứu phục vụ cho phân tích hóa học, và bộ phận thiết bị bán dẫn của họ là nhà sản xuất hàng đầu thế giới về một loại máy sản xuất bán dẫn.

Vào ngày công bố chuyển nhượng công ty, giá cổ phiếu của công ty này tăng 19% từ 36\$ lên tới 43\$ mỗi cổ phiếu. Tôi cũng không nản vì mình đã bỏ qua cơ hội mua cổ phiếu lớn. Tôi biết rằng phải mất một năm thì luật miễn thuế mới được áp dụng và họ mới hoàn thành việc sắp xếp lại tổ chức. Trong giai đoạn gián đoạn dài này, kinh nghiệm chỉ bảo tôi rằng thị trường đôi khi cũng có thái độ vô lý. Tôi sẽ mua cổ phiếu của công ty này khi biên độ an toàn ở mức cao hơn. Tôi không bao giờ chạy theo cổ phiếu.

Tôi đã thu thập những thông tin gần nhất về Varian thông qua Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ để nghiên cứu về giá trị của doanh nghiệp này. Khu vực Thông tin và Phân tích của Ban quản lý (MD&A) cung cấp cho tôi những thông tin bổ ích. Đặc biệt, nó làm tăng hiểu biết của tôi đằng sau những con số của Varian. Nó cho tôi hiểu tại sao họ lại trở thành những gì họ đã trở thành và họ có khả năng phát triển như thế nào.

Bộ phận MD&A là bộ phận cung cấp thông tin có giá trị nhất mà nhà đầu tư cần đọc. Nhà đầu tư có thể tìm thấy thông tin này trên các báo cáo thường niên của công ty và trên 10-Ks. Sau khi tìm hiểu thông tin gần đây nhất của công ty với SEC, Value Line và các trang Web của công ty cùng với các đối thủ cạnh tranh của họ, tôi đưa ra cách đánh giá về công ty của riêng mình bằng việc sử dụng năm yếu tố đánh giá.

Tôi thích doanh nghiệp này cũng như ban quản trị của họ ... Sau khi xem xét kỹ hơn lợi nhuận của công ty so với các đối thủ của họ, lợi nhuận thông thường và luồng tiền mặt, trước tiên tôi thấy Varian đang có hoạt động kinh doanh tốt được điều hành bởi một đội ngũ các nhà quản lý xuất sắc. Bên cạnh đó, tôi thấy mỗi bộ phận trong ba bộ phận kinh doanh có

triển vọng tăng trưởng lớn. Ví dụ các hệ thống y tế có thể đem lại lợi nhuận cao từ khách hàng là những người cao tuổi. Bộ phận thiết bị được dự đoán sẽ tăng trưởng vì có lợi nhuận tăng dựa trên lãi xuất tăng và nguồn quỹ đầu tư cho nghiên cứu gen và bộ phận bán dẫn cũng sẽ tăng trưởng trở lại khi xét đến bản chất chu kỳ của ngành kinh doanh này.

Cho đến thời điểm đó, tôi vẫn thích các doanh nghiệp này và lưu ý trong báo cáo tài chính gần đây nhất rằng chủ tịch của Varian Associates đã sở hữu trên 2% công ty. Điều này cho thấy sự quan tâm của ban lãnh đạo trong việc tạo ra giá trị cổ đông cũng tương tự như sự quan tâm của các cổ đông đối với các khoản đầu tư cá nhân của họ trong doanh nghiệp.

Theo ước tính của tôi mỗi cổ phiếu của công ty có trị giá ít nhất là \$55... Tôi đã phân tích công ty bằng cách sử dụng ba ma trận: tổng hợp, giá trị lịch sử và dựa trên cơ sở giao dịch (ví dụ một người mua công ty sẽ trả bao nhiêu tiền để mua). Tôi đã sử dụng ba bội số khi tính tổng lợi nhuận ba bộ phận: giá trị của doanh nghiệp với lợi nhuận trước thuế và khấu hao tài sản; giá trị doanh nghiệp với luồng tiền mặt và giá với lợi nhuận. Tôi sử dụng ba phép tính giá trị này và nhìn lại lịch sử để hiểu được rằng thị trường sẵn sàng đánh giá công ty này. Để có được giá trị giao dịch của hợp đồng, tôi dựa vào ghi chú về các hợp đồng được công bố trong các thị trường khác nhau mà tôi giữ. Tôi đánh giá giá trị của công ty dựa trên tỉ lệ giá trị doanh nghiệp trên dòng tiền mặt, cũng như tỉ lệ giá trị doanh nghiệp trên lợi nhuận. Quyển sách này khuyên các nhà đầu tư giá trị luôn lưu giữ những thông tin như vậy. Và tôi đã tìm ra những con số có giá trị: \$56 trên một cổ phiếu dựa trên phân tích tổng hợp, \$52 trên giá trị lịch sử và \$58 trên cơ sở giao dịch, đây là giá một người mua tiềm năng sẽ sẵn sàng trả để mua cổ phiếu của doanh nghiệp này. Tôi tổng kết lại và đưa ra con số \$55 trên một cổ phiếu.

Những giá trị này không làm nên những thay đổi tiêu cực

hay tích cực trong môi trường kinh tế. Mục tiêu của tôi là thu được giá trị hợp lý cho doanh nghiệp này dựa trên những thông tin có sẵn vào mùa thu năm 1998.

Tôi muốn sở hữu cổ phiếu của công ty với giá thấp hơn giá trị thực là 40 phần trăm ... Về mặt giá cả thì phép đại số cơ bản chỉ ra rằng nếu tôi muốn mua với giá chiết khấu 40 phần trăm trở lên mà tôi cho là giá trị thực cho công ty vào thời điểm đó thì 33\$ là giá tốt nhất. Còn có lý do khác giải thích tại sao mua cổ phiếu của Varian với giá trên 30\$ là giá tốt: giá đó sẽ mang lại mức độ an toàn lớn. Tôi ước tính mức độ an toàn cho tôi mua cổ phiếu của Varian là 29\$ một cổ phiếu. Giá trị này dựa trên cái mà tôi cho là chi phí thay thế của Varian cho việc cấp quyền kinh doanh và mức độ giá trị hợp lý mà ban quản lý công ty sẽ mua để chuyển thành công ty riêng. Trong phép tính này, tôi tính 5,5 lần giá trị của công ty trên dòng tiền mặt trước thuế dựa trên những hợp đồng tương tự mà tôi xem trong lĩnh vực thiết bị y tế và công cụ phân tích. Xem xét vị trí trên thị trường, thế mạnh bảng cân đối kế toán và triển vọng của Varian, tôi có lý khi nói rằng giá tôi ước tính sẽ là giá hấp dẫn để thanh toán cho doanh nghiệp này. Giá trị này đã tạo ra giá trị cổ phần là 860\$ và chia con số đó cho số cổ phiếu chúng ta sẽ có giá cổ phiếu là 29\$. Chương ba trình bày kỹ hơn về cách sử dụng công cụ đánh giá này.

Cộng thêm vào đánh giá đó, phân tích chỉ ra rằng mua cổ phiếu của công ty với giá trên 30\$ chỉ tương đương giá trị của hai bộ phận, điều đó có nghĩa là toàn bộ bộ phận thiết bị bán dẫn sẽ không mất một đồng chi phí nào.

Đây là nơi nghệ thuật gặp gỡ khoa học. Tôi đã có thể đợi để mua Varian với giá 29\$ trên một cổ phiếu - đây là một giá trị lý tưởng. Nhưng dự đoán của tôi về giá trị của công ty dựa trên các ma trận mà tôi đã sử dụng chỉ ra rằng giá cổ phiếu 29\$ sẽ là kết quả của một cơ hội không tin nổi từ cơ cấu lại thị

trường về tài sản của một hãng, với tình huống này đòi hỏi phải đánh giá lại doanh nghiệp.

Chia nhỏ công ty là cách tốt nhất tạo ra giá trị cổ đông ... Tại điểm này trong phân tích của tôi, tôi thích công ty này và thấy thoải mái với giá cổ phiếu là \$33 dựa trên mức độ an toàn và chiết khấu trên giá trị thực. Câu hỏi cuối cùng là "Làm thế nào để có được giá trị thực?". Yếu tố xúc tác chia tách công ty chắc chắn sẽ có. Tôi cần có một mức thoải mái về sức mạnh của nó. Vì không phải tất cả các chất xúc tác đều được tạo ra như nhau.

Lý do nhóm quản lý đưa ra về việc tách công ty vào những tháng tiếp theo khẳng định đánh giá của tôi là cơ hội mở khóa giá trị mà nhóm quản lý khai thác. Tôi thường coi thông tin này là tiêu chuẩn cho các cơ hội tách công ty khác. Ban giám đốc của Varian phê duyệt việc tách công ty và nhấn mạnh sáu lý do chính trong tài liệu 8-K của công ty gửi tới Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ.⁽¹⁸⁾

Lý do chia tách Varian Associates Ban quản lý tập trung vào: ba bộ phận kinh doanh của Varian Associates có chu kỳ và công việc kinh doanh khác nhau, phục vụ các thị trường khác nhau và có cơ sở khách hàng khác nhau, đối mặt với các lực lượng cạnh tranh khác nhau và phải được quản lý với các mục tiêu và chiến lược ngắn hạn và dài hạn khác nhau.⁽¹⁹⁾ Varian Associates tin rằng việc chia tách các bộ phận kinh doanh thành ba công ty lớn, mỗi công ty có ban quản trị và ban

(18) Lý do tách công ty này được lấy ra từ tài liệu 8-K của Varian Associates vào ngày 8 tháng 3 năm 1999 tới Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ.

(19) Varian Associates được xếp hạng là Varian trong tài liệu 8-K của Varian Associates vào ngày 8 tháng 3 năm 1999 tới Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch Mỹ.

giám đốc riêng là cần thiết để giải quyết các vấn đề về quản lý hiện tại và trong tương lai, những vấn đề này nảy sinh từ việc điều hành hoạt động của các bộ phận kinh doanh khác nhau trong một công ty.

Việc chia tách này sẽ cho phép ban quản trị của mỗi bộ phận đó quản lý ngành kinh doanh đó và áp dụng các chính sách và chiến lược chỉ liên quan đến nhu cầu và mục tiêu của ngành kinh doanh đó. Một kết quả khác của việc chia tách này là nhóm quản lý của mỗi bộ phận kinh doanh có thể đốc toàn lực để quản lý ngành kinh doanh đó.

Cấu trúc Vốn: Varian Associates tin rằng việc chia tách này sẽ giúp mỗi công ty tổ chức cấu trúc vốn và phân bổ nguồn lực để hỗ trợ các nhu cầu và mục tiêu khác nhau của ngành kinh doanh. Có thể ngừng chương trình mua lại cổ phiếu, chấm dứt chia cổ phần và giải phóng tiền để tạo cơ hội tăng trưởng cho các hệ thống Varian và Y tế Varian, cho phép bộ phận Thiết bị Bán dẫn Varian dự trữ tiền mặt để sử dụng khi ngành kinh doanh này suy thoái.⁽²⁰⁾ Việc vay vốn phải phù hợp với các nhu cầu cụ thể của nhiều đơn vị kinh doanh khác nhau. Mỗi doanh nghiệp có thể phân bổ nguồn lực mà không xem xét nhu cầu của các ngành kinh doanh khác.

Thu hút và Giữ chân Nhân viên Chủ chốt: Ban quản trị của Varian Associates tin rằng khả năng thu hút và giữ nhân viên chủ chốt là yếu tố cơ bản để thúc đẩy ngành công nghệ, cần thiết để duy trì vị trí đứng đầu trong lĩnh vực kinh doanh này. Đặc biệt theo cấu trúc tập đoàn cũ, Varian Associates không đưa ra được bồi thường vốn cổ phiếu liên quan đến hoạt động của mỗi bộ phận kinh doanh riêng biệt. Việc tách công ty làm cho mỗi công ty có thể thiết lập chương trình đền bù mang tính tập trung, dựa trên vốn cổ phiếu, cho phép mỗi bộ

(20) Bộ phận Kinh doanh Thiết bị của Varian được xếp hạng là "IB" và Các hệ thống Y tế của Varian được xếp hạng là "VMS" và bộ phận Thiết bị Bán dẫn của Varian được xếp là "VSEA".

phận kinh doanh của công ty này có cơ hội thu hút các nhà quản lý giỏi hơn và giữ chân những cán bộ chủ chốt.

Các hoạt động Thu tóm: Công ty Varian Associates tin rằng tăng trưởng thông qua mua công ty là một yếu tố quan trọng cho thành công của Varian và Hệ thống Y tế Varian trong tương lai. Thu tóm công ty và tăng trưởng sẽ có tài chính riêng thông qua bảo hiểm vốn cổ phiếu. Họ hy vọng rằng tách công ty sẽ tăng tính sẵn có của vốn và giảm chi phí tăng vốn cổ phiếu. Ban quản trị của Varian Associates tin rằng mỗi công ty sẽ có tiền tệ hấp dẫn hơn và có cổ phần để mua các công ty khác.

Sự hiểu biết của Nhà đầu tư: Các nhà đầu tư vốn vay và vốn cổ phần cùng với các nhà phân tích chứng khoán cần có khả năng đánh giá hoạt động tài chính tốt hơn của mỗi công ty và những chiến lược của họ bằng cách tăng khả năng mỗi bộ phận kinh doanh sẽ đạt được danh tiếng trên thị trường. Cổ phần của mỗi công ty trong ba công ty có sức hấp dẫn các nhà đầu tư với các mục tiêu đầu tư và sai số rủi ro và sẽ cho phép nhà đầu tư tiềm năng tập trung vào đầu tư và những lĩnh vực mà họ quan tâm nhất.

Tiết kiệm Chi phí: Mỗi công ty cần phải sắp xếp hợp lý hơn cấu trúc tổ chức của họ sau khi tách. Theo đó chi phí về hành chính và tổ chức của mỗi công ty sẽ giảm hơn mức tổng cộng của Varian Associates trước khi tách.

Varian Associates và cấu trúc Năm Yếu tố Chính:

- **Kinh doanh:** Là công ty xuất sắc với vị trí mạnh trên thị trường và đội ngũ quản lý với triển vọng lớn.
- **Giá trị:** Giá cổ phiếu thực là 55\$ một cổ phiếu
- **Giá cổ phiếu:** 33\$, giá mua với chiết khấu 40% giá trị thực.
- **Yếu tố xúc tác:** Tách công ty.
- **Biên độ an toàn:** Mức dưới là 12% và mức trên là 67%, mua cả một bộ phận kinh doanh mà không mất đồng nào.



CHƯƠNG 2

ĐÁNH GIÁ DOANH NGHIỆP VÀ NGÀNH KINH DOANH

"Chúng tôi cố gắng tìm các công ty có nguồn thu nhập ổn định, các công ty dễ dự đoán, các công ty trong các ngành kinh doanh có thể dự đoán được và chúng tôi tin rằng những công ty như thế có thể tạo ra lợi nhuận cao và ổn định trong tương lai".⁽¹⁾

John W. Rogers, Jr.

VIỆC MUA DOANH NGHIỆP KHÁC VỚI VIỆC ĐẦU CƠ CỔ PHIẾU

Các nhà đầu tư giá trị mua doanh nghiệp chứ không mua cổ phiếu. Để làm điều này một cách hiệu quả, các nhà đầu tư phải sử dụng một nguyên tắc tư duy để đưa ra quyết định. Gắn chặt với phân tích có phê phán về công ty, nhà đầu tư thành

(1) Trung thành, M., 101 Bài học Đầu tư từ Các thiên tài Phố Wall (Franklin Lakes: Career Press, 1999, trang 41).

công nhất áp dụng nguyên tắc cảm nhận vào thái độ đầu tư của họ. Cuốn sách này giới thiệu với các nhà đầu tư một cấu trúc có tên là Năm Yếu tố của Giá trị, giới thiệu suy xét kỹ lưỡng và kiên trì liên quan đến đầu tư giá trị. Đây là nguyên tắc dựa trên những lời khuyên của Michael Price, Warren Buffett và các nhà đầu tư được tôn trọng khác. Chúng ta có thể dễ dàng chia năm yếu tố này thành: đánh giá doanh nghiệp, giá bán, giá trị, xác định yếu tố xúc tác, và biên độ an toàn.

Chương này tập trung vào cấp độ thứ nhất: đánh giá doanh nghiệp. Ở đây chúng ta trả lời câu hỏi thật đơn giản nhưng rất quan trọng: Đây có phải là doanh nghiệp kinh doanh tốt không?

Việc mua một doanh nghiệp chính là một khoản đầu tư; còn giao dịch cổ phiếu là không phải. Sự khác nhau này rất rõ ràng. Các nhà đầu tư giá trị tin rằng với tư cách là các cổ đông, họ là người chủ sở hữu doanh nghiệp với quyền và các đặc quyền. Những người đầu cơ chứng khoán dường như tin rằng cổ phiếu của các công ty là những mẫu giấy được mua đi bán lại giữa những người tham gia vào thị trường này, không đếm xỉa gì đến tài sản có liên quan đến chứng khoán đó.

Các nhà đầu tư vào doanh nghiệp đưa ra quyết định đầu tư dựa trên kinh tế doanh nghiệp, giá mà họ sẽ mua phải tương xứng với giá trị mà họ sẽ nhận được. Các nhà đầu cơ đưa ra quyết định trên cơ sở dự đoán của họ về thái độ của những người khác - mua nếu mọi người có thái độ tích cực và bán nếu ngược lại. Thật ngạc nhiên, một số người tham gia chuyên nghiệp vào thị trường chứng khoán dự đoán xu hướng giá có thể giao dịch chứng khoán tương đối tốt. Tuy nhiên đối với hầu hết chúng ta, trò chơi tâm lý đó nằm ngoài khả năng của chúng ta.

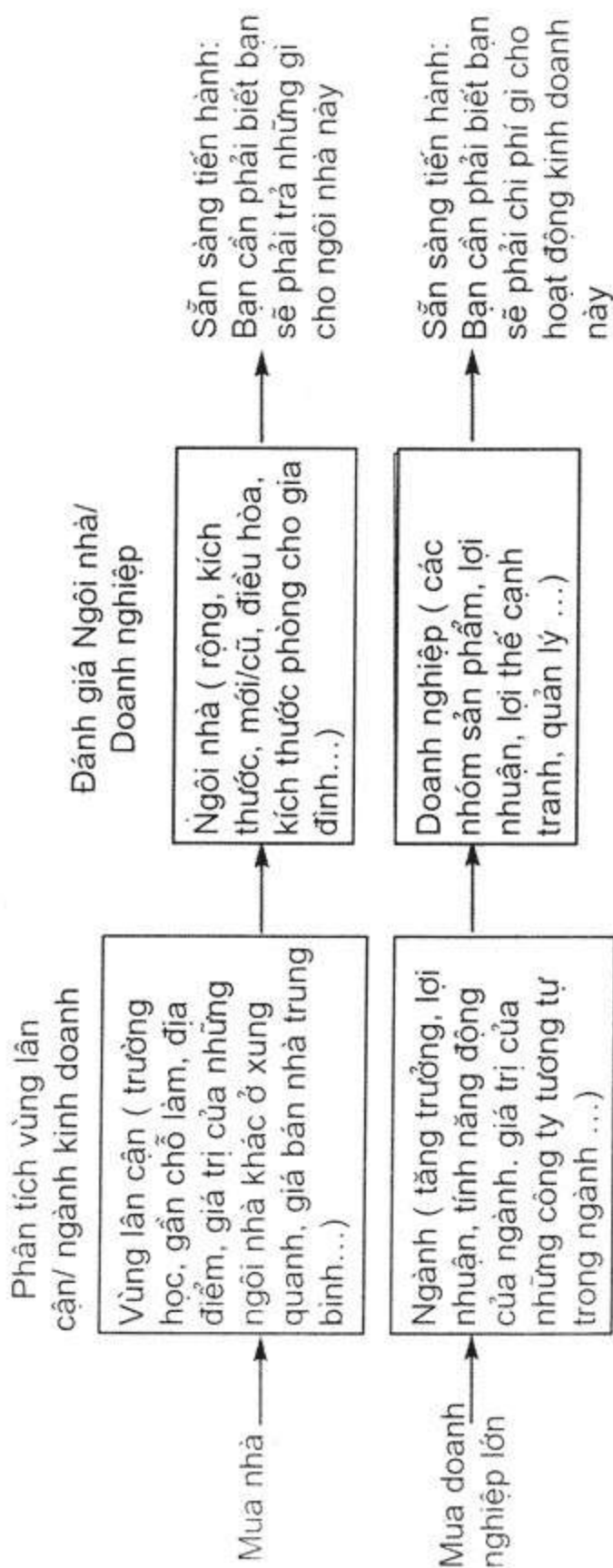
Đối với một nhà đầu tư giá trị, mua một doanh nghiệp bán cổ phiếu trên sàn không khác với việc mua một công ty tư nhân hay mua nhà. Họ nghĩ rằng các quy trình cũng tương tự như nhau. Những cá nhân thích mua nhà không quan tâm đến việc buôn bán tài sản. Hầu hết mọi người mua nhà và giữ hoặc bán

sau năm, bảy năm. Những người sở hữu này đã dành rất nhiều thời gian vào việc nghiên cứu triển vọng trong các tờ báo, trên Internet và làm theo lời khuyên của các chuyên gia bất động sản. Công việc chuẩn bị được tiến hành rất kỹ lưỡng. Các nhà đầu tư giá trị dài hạn tin rằng sự cẩn thận này cũng cần thiết đối với việc đầu tư hay mua bất kỳ thứ gì trên thị trường.

Hình 2.1 Việc mua doanh nghiệp khác với mua cổ phiếu

<i>Những yếu tố để mua một Doanh nghiệp</i>	<i>Những yếu tố kinh doanh Cổ phiếu</i>
Lợi nhuận và luồng tiền mặt	Tâm lý thị trường
Quản lý	Xu hướng kỹ thuật của biểu đồ
Sản phẩm và thị trường	Độ nhạy cảm của nhà đầu tư
Ưu thế cạnh tranh	Các chỉ số trung bình dao động
Giá trị thực	Những chỉ số nói lên mặt mạnh tương đối
Biên độ an toàn	Động thái về giá
Yếu tố xúc tác	Chủ đề đầu tư

Hình 2.2 Mua cổ phiếu và mua nhà



HIỂU BIẾT VỀ DOANH NGHIỆP

Có ba yếu tố mà nhà đầu tư giá trị cần hiểu rõ khi họ muốn tìm hiểu một doanh nghiệp: họ biết tìm nguồn thông tin tốt nhất ở đâu để có đánh giá đúng, họ biết phương pháp khai thác dựa trên doanh nghiệp họ đang đánh giá, họ có công cụ để đào sâu tài liệu của SEC và các báo cáo tài chính của doanh nghiệp để giảm thiểu rủi ro. Phụ lục A cung cấp danh sách công cụ bạn có thể sử dụng.

Không có ngoại lệ, hiểu rõ và biết cách đọc các báo cáo tài chính từ tài liệu của SEC hoàn toàn quan trọng đối với bất kỳ nhà đầu tư nào. Michael Price chỉ ra rằng "Cho dù bạn có là học trò của Ben Graham một nhà đầu tư giá trị, hay một nhà đầu tư thành công hay đang trên đà phát triển, bạn có thể đồng ý rằng giá cổ phiếu phải liên quan đến tài chính của công ty". Price nói tiếp "hiểu rõ cách đọc các dữ liệu tài chính cơ bản giúp nhà đầu tư tập trung và theo đó có thể tránh sai lầm đắt giá ..."⁽²⁾

Có một số sách mang tính học thuật được viết rất chi tiết về cách phân tích các báo cáo tài chính. Cuốn *Giải mã Báo cáo Tài chính* (The Interpretation of Financial Statements) của Benjamin Graham là cuốn sách kinh điển. Phần thảo luận sau đây cho biết tổng quan về báo cáo tài chính. Nhấn mạnh của phần thảo luận là việc sử dụng những báo cáo này.

THU ĐƯỢC KẾT QUẢ CAO NHẤT TỪ BÁO CÁO THƯỜNG NIÊN VÀ MẪU 10-K

Báo cáo thường niên được biên soạn vì một số lợi ích khác nhau của độc giả bao gồm nhà đầu tư, người cho vay và khách hàng v.v. Nhà đầu tư có thể lấy báo cáo thường niên của một công ty thông qua trang web của công ty đó. Có một số phần trong báo cáo thường niên:

(2) Graham, B. *Giải mã Báo cáo Tài chính*, do Michael Price giới thiệu (New York: HarperBusiness, 1998.)

1. *Phần trình bày bằng hình ảnh*
2. *Thư gửi các cổ đông*
3. *Phần Thảo luận và Phân tích của Ban quản trị (MD&A)*
4. *Báo cáo tài chính*
5. *Chú thích cuối trang*
6. *Những thông tin khác*

Phần quan trọng nhất của báo cáo thường niên là phần Thảo luận và Phân tích của Ban quản trị (MD&A). Trong phần này, nói một cách đơn giản, bộ phận quản lý thảo luận và phân tích hoạt động của công ty. SEC bắt buộc MD&A và vì vậy đòi hỏi thông tin không được sai sót. Mục đích bắt buộc MD&A là đưa ra thông tin trung thực về ba lĩnh vực:

1. *Kết quả hoạt động của công ty*
2. *Vị thế tài chính của công ty*
3. *Điều kiện và những yếu tố không chắc chắn trong quá khứ và tương lai có thể ảnh hưởng tới doanh nghiệp về vật chất*

Phần trình bày bằng hình ảnh của bản báo cáo thường niên bao gồm những lĩnh vực quan trọng mà công ty muốn nhấn mạnh. Phần này thường bao gồm thông tin về hoạt động của công ty, tình hình tài chính và sản phẩm. Thư gửi các cổ đông thường được viết bởi bộ phận lãnh đạo cao nhất. Đây là phần mà các nhà lãnh đạo được phép đưa ra những thông tin lạc quan nhất về tương lai. Để làm được điều đó, nhóm quản lý thường đưa ra thông tin không rõ ràng về doanh nghiệp. Phần báo cáo tài chính bao gồm thông tin về thu nhập trong lịch sử, luồng tiền mặt, bảng cân đối kế toán. Phần chú thích cuối trang hỗ trợ những thông tin này. Phần chú thích cuối trang thường bao gồm những thông tin rất quan trọng và cũng bao gồm nhiều thông tin như báo cáo tài chính. Phần chú thích này thường bao gồm những thông tin như phương pháp kế toán, các khoản cam kết, nợ dài hạn và ngày đến hạn của những khoản nợ giống nhau, hàng tồn kho và những thông tin quan trọng khác. Trong thực tế, chú thích thường là phần các nhà quản lý tránh phản hồi.

Báo cáo tài chính tổng kết mỗi giao dịch hoặc những thay đổi quan trọng dưới dạng số liệu. Thông thường giao dịch giống nhau có thể được báo cáo bởi nhiều phương pháp khác nhau giữa các công ty khác nhau vì không có phương pháp nào là tiêu chuẩn, bắt buộc các công ty phải tiết lộ loại phương pháp các giao dịch vật chất họ đang sử dụng bao gồm phương pháp tính quản lý hàng tồn kho LIFO hoặc phương pháp FIFO và các phương pháp tính khấu hao v.v... Một chú thích cuối trang quan trọng mà nhà đầu tư thường xem là Chú thích Một, vì nhiều công ty liệt kê phương pháp họ sử dụng trong chú thích đầu tiên. Báo cáo thường niên cũng bao gồm phần báo cáo về mỗi bộ phận của một công ty (nếu có nhiều hơn một công ty con), tóm tắt hoạt động 5 năm và số liệu hàng quý.

Hầu hết các báo cáo kiểm toán, cũng nằm trong số báo cáo thường niên, có những thông tin tương tự. Phần ba là phần quan trọng nhất vì nó bao gồm ý kiến của các kiểm toán viên. Kiểm toán viên có thể đưa ra ý kiến "trung thực", "có chất lượng" hay "ngược lại" hoặc họ có thể "từ chối" không đưa ra ý kiến. Một ý kiến tiêu cực có nghĩa là kiểm toán viên không tin các bản báo cáo tài chính được "trình bày trung thực". Những ý kiến như vậy thường yêu cầu kiểm toán viên phải liệt kê những yếu tố dẫn đến ý kiến đó.

Mẫu 10-K. Mẫu 10-K bao gồm những thông tin tương tự như trong báo cáo thường niên. Mẫu 10-K thường được coi là nguồn thông tin đầy đủ hơn vì SEC yêu cầu mẫu này phải bao gồm thông tin chi tiết liên quan đến doanh nghiệp. Mẫu này có thể được tìm trên các trang Web của công ty hay của SEC.

Mẫu 10-K được trình bày trong bốn phần khác nhau và mỗi phần lại được chia thành những mục nhỏ. Phần một mô tả thông tin về doanh nghiệp, bao gồm thông tin chi tiết về các phân đoạn khác nhau của công ty như hoạt động trong nước hay hoạt động nước ngoài, dòng sản phẩm v.v. Phần này cũng miêu tả tài sản của công ty và cung cấp các vấn đề pháp lý công

ty liên quan. Cuối cùng, phần này thảo luận những vấn đề đã được cổ đông thông qua. Phần hai mô tả hoạt động chung khoán của công ty, tổng kết dữ liệu tài chính trong năm năm, phần thảo luận của ban quản trị về điều kiện tài chính của công ty, những thay đổi đã xảy ra trong điều kiện tài chính và kết quả hoạt động. Phần này của 10-K kết luận bằng cách cung cấp các báo cáo tài chính, dữ liệu bổ sung, báo cáo của kiểm toán viên và bất kỳ sự thay đổi nào trong các quy tắc kế toán và ý kiến không đồng ý với kiểm toán viên. Phần ba liệt kê danh sách ban quản trị công ty và các nhân viên quản lý; mức lương trả cho những người quản lý và số cổ phiếu mà họ sở hữu và số cổ phiếu do các cổ đông chính của công ty sở hữu; và thông tin liên quan đến các giao dịch giữa công ty và ban quản trị, giữa các công ty con và các cổ đông chính. Phần cuối cùng là phần bốn bao gồm các hình vẽ, thời gian lập báo cáo tài chính và báo cáo về Mẫu 8-K.

Mẫu 8-K. Mẫu này có thể là phần thông tin rất quan trọng vì nó báo cáo tình hình mang tầm quan trọng lớn đối với các cổ đông và nó rất cần thiết đối với SEC. Các sự kiện này phải được báo cáo trong vòng 15 ngày khi xảy ra; một số sự kiện bị yêu cầu là phải báo cáo sớm hơn trong vòng 5 ngày sau khi sự kiện xảy ra. Một trong các sự kiện này là sự thay đổi trong quản lý công ty ví dụ như sáp nhập đang chờ, mua công ty khác, chia tài sản; thông tin của tòa án liên quan đến phá sản và thu tiền; thay đổi kế toán của công ty; những yếu tố khác có thể ảnh hưởng đến đường lối của công ty trong tương lai; giám đốc xin từ chức; báo cáo tài chính sớm liên quan đến các giao dịch của doanh nghiệp hay thay đổi trong năm tài chính của công ty.

Báo cáo ủy quyền. Báo cáo ủy quyền bao gồm thông tin phải được cung cấp cho các cổ đông trước khi họ biểu quyết các vấn đề của công ty. Nó cũng cung cấp thông tin về tiền lương và số lượng cổ phiếu do ban giám đốc công ty sở hữu.

Thu được những gì bạn cần bên ngoài báo cáo tài chính. Báo cáo tài chính là nguồn thông tin quan trọng nhất, cho phép các nhà đầu tư đánh giá tình hình kinh tế của doanh nghiệp và thế mạnh tài chính của họ. Các báo cáo tài chính bao gồm báo cáo thu nhập, báo cáo luồng tiền mặt và bảng cân đối kế toán. Có ba điều các nhà đầu tư hiểu rõ và phản hồi khi đọc các báo cáo tài chính.

Trước tiên họ nhận ra rằng đôi khi cần thiết phải có những sự điều chỉnh. Đây là những điều chỉnh bắt buộc, ví dụ như chuyển toàn bộ thu nhập trên một cổ phiếu dẫn đến nguyên tắc pha loãng mức sở hữu đối với công ty như nhau cho mọi cổ phiếu, điều chỉnh những trường hợp khác trên cơ sở từng trường hợp cụ thể để phản ánh đầy đủ điều kiện kinh tế của doanh nghiệp; điều chỉnh đánh giá dựa trên kinh nghiệm của nhà đầu tư về một công ty hoặc ngành kinh doanh nhất định.⁽³⁾

Điều thứ hai là các nhà đầu tư chuẩn bị phân tích số lượng thu nhập trên cổ phiếu để hiểu nó ảnh hưởng đến giá trị của công ty như thế nào. Điều này thường liên quan đến thu thập chứng cứ về sức mạnh lợi nhuận của công ty và nguồn tiền mặt.

Cuối cùng các nhà đầu tư giá trị tìm kiếm "phần đáng chú ý". Các nhà phân tích giá trị đánh giá mức độ kế toán của công ty phù hợp với số liệu kinh tế thực tế của doanh nghiệp. Phần đáng chú ý là những khoản mục mà nhà đầu tư quyết định phải có giải thích rõ hơn. Phần đáng chú ý có thể là những yếu tố bất thường trong kế toán của một công ty khi so sánh với đối thủ của nó hay những mục khác được chấp nhận là hoạt động thông thường.

Hãy giải thích ngắn gọn mỗi báo cáo. Báo cáo lợi nhuận và chi phí nảy sinh trong một giai đoạn nhất định.

(3) Cottle, S., Murray, R. Block, F. *Phân tích Chứng khoán của Graham và Dodd*, Xuất bản lần thứ năm (New York: McGraw-Hill: 1988, trang 136)

Báo cáo đầu tư rất quan trọng vì nó cung cấp cho nhà đầu tư giá trị thông tin cho phép họ có những triển vọng về lợi nhuận trong tương lai của một công ty.

Không phải nói thêm, dự đoán về lợi nhuận trong tương lai giúp các nhà đầu tư hiểu rõ về giá trị công ty. Thông qua báo cáo này nhà đầu tư có thể hiểu được khả năng về lợi nhuận của một công ty - thế mạnh và chất lượng của lợi nhuận mà một công ty dự định sẽ thu được. Nói chung, thu nhập được báo cáo càng cao thì khả năng về lợi nhuận càng lớn. Ben Graham viết "Vì tương lai thật khó đoán, chúng ta thường bắt buộc phải lấy số liệu lợi nhuận trong quá khứ và hiện tại để tham khảo và để sử dụng những số liệu này làm cơ sở ước tính lợi nhuận hợp lý trong tương lai."⁽⁴⁾

Báo cáo luồng tiền mặt như là đòi hỏi phải có khi nhiều nhà đầu tư không hài lòng với việc báo cáo chỉ nói về lợi nhuận như là thước đo hoạt động của công ty.

Như bạn sẽ xem ở chương 3, một trong những vấn đề với chỉ tiêu lợi nhuận được báo cáo là số liệu cuối cùng chịu ảnh hưởng bởi phương pháp kế toán được sử dụng và không thể hiện luồng tiền quan trọng. Lãi ròng không phải là tiền mặt. Mục đích chính của báo cáo luồng tiền mặt là báo cáo thông tin về thu tiền mặt và thanh toán tiền mặt của một công ty trong một kỳ.

Có ba lĩnh vực thông tin cụ thể mà báo cáo lưu chuyển tiền mặt cung cấp: 1) nguồn tiền mặt trong một kỳ, 2) sử dụng tiền mặt trong một kỳ và 3) thay đổi cân cân tiền mặt trong một kỳ. Mặc dù hiểu rõ về luồng tiền mặt có thể cung cấp chứng cứ về thu chi tiền mặt, nó không thể được sử dụng để cung cấp thông tin thực về luồng tiền mặt trong tương lai. Báo cáo lưu chuyển tiền mặt phải được kết hợp với bảng cân đối kế toán và báo cáo thu nhập để dự đoán luồng tiền mặt trong tương lai.

(4) Graham, B. *Diễn giải Báo cáo Tài chính* (New York: Harper Business, 1998, trang 57)

Nhà đầu tư giá trị phân tích luồng tiền mặt của một công ty bởi vì nó cung cấp thông tin thực về chất lượng lợi nhuận của công ty này bằng cách nối báo cáo thu nhập với bảng cân đối kế toán. Thêm vào đó, phân tích báo cáo lưu chuyển tiền mặt có thể đưa ra những bằng chứng về sức mạnh các cơ sở của doanh nghiệp. Ví dụ trong phần này, một nhà đầu tư quan tâm đến cổ tức có thể xác định mặt mạnh và tính an toàn của luồng tiền mặt nội bộ mà một công ty có thể dùng để thanh toán cổ tức. Phân tích luồng tiền mặt cũng cung cấp những đầu mối cho nhà đầu tư về yêu cầu vốn cần thiết để duy trì sự tăng trưởng của doanh nghiệp. Báo cáo lưu chuyển tiền mặt sẽ báo đỏ khi công ty hết tiền hay gặp khó khăn trong các nghĩa vụ tài chính. Rõ ràng luồng tiền mặt cũng quan trọng với công ty.

Có ba phần trong báo cáo lưu chuyển tiền mặt:

1. Hoạt động bao gồm các giao dịch hàng ngày liên quan đến việc bán hàng, kết quả cung cấp dịch vụ cho khách hàng. Điều này có thể bao gồm thu tiền mặt từ bán hàng hoặc dịch vụ và thanh toán tiền mặt cho nhà cung cấp để mua hàng lưu kho.

2. Đầu tư vào các hoạt động bao gồm cho vay tiền, thu trên các khoản vay hoặc mua và bán tài sản.

3. Các hoạt động tài chính bao gồm thu tiền từ những người vay, thanh toán lại số tiền và trả lãi suất cho họ.

Mỗi bộ phận trong ba bộ phận này đều rất quan trọng. Tuy nhiên, phần quan trọng nhất là luồng tiền mặt từ hoạt động liên quan đến bán hàng hóa và dịch vụ - sự sống còn của công ty. Nếu rõ ràng luồng tiền mặt từ hoạt động không phải là nguồn tiền mặt chính, công ty có khả năng phải đối mặt với khó khăn. Luồng tiền mặt đóng góp càng nhiều cho nhu cầu tiền mặt chung, thì càng tốt. Bảng cân đối kế toán thể hiện tình hình tài chính của công ty trong một thời điểm nhất định. Hầu hết các công ty đều có năm tài chính kết thúc vào tháng 12. Bảng cân đối kế toán cũng cung cấp những thông tin về nguồn lực công ty sở hữu, nợ của công ty và số tiền vốn của cổ đông. Rõ ràng bảng cân đối tóm tắt những gì công ty sở hữu và so

sánh nó với số nợ của công ty vay từ những người ngoài công ty và các nhà đầu tư. Bảng cân đối kế toán luôn cân bằng giữa tài sản và nợ cộng cổ phần. Tài sản trong bảng cân đối kế toán là nguồn lực kinh tế mà nhà đầu tư mong đợi sẽ tạo ra lợi nhuận cho công ty.

Bảng cân đối kế toán nhóm tài sản của một công ty thành ba nhóm: tài sản lưu động; tài sản, máy móc & thiết bị; tài sản vô hình. Tài sản lưu động thường bao gồm tiền mặt và một số tài sản khác mà có thể chuyển sang tiền mặt trong một năm. Công ty sử dụng tài sản lưu động để bổ sung hoạt động của mình. Tài sản lưu động quan trọng nhất là tiền mặt, các khoản đầu tư ngắn hạn mà công ty có thể có, các khoản phải thu và hàng tồn kho.

Tài sản, máy móc & trang thiết bị, nhà xưởng (PP&E) liên quan đến quá trình trích khấu hao dài hạn. Khấu hao là phương pháp phân bổ chi phí của một tài sản trên thời gian sử dụng tài sản. Khấu hao cộng dồn là tổng chi phí khấu hao đã được trích. Giá trị tài sản cố định, máy móc thiết bị, nhà xưởng (PP&E) được ghi trên bảng cân đối kế toán cùng giá trị đã được trích khấu hao.

Tài sản vô hình là quyền mà công ty có. Tài sản này không là tài sản vật chất. Loại tài sản này có thể bao gồm thương hiệu, bằng sáng chế, quyền kinh doanh v.v. Trong một số trường hợp quyền này rất có giá trị. Ví dụ bằng sáng chế cho phép một công ty có quyền được hưởng lợi nhuận từ một sản phẩm trong vòng 17 năm sau mà không có người khác can thiệp hoặc xâm phạm.

Nợ là những khoản công ty phải trả cho người ngoài công ty. Có hai loại nợ: nợ ngắn hạn và nợ dài hạn. Nợ ngắn hạn bao gồm nợ phải trả trong vòng một năm. Nợ dài hạn là số nợ đến hạn sau một năm.

Vốn do cổ đông đóng góp là quyền nắm giữ cổ phần của cổ đông một công ty. Nó không phải là tiền. Nếu thiếu vốn thì công ty không thể lấy tiền mặt từ khoản vốn cổ đông. Vốn cổ đông nằm về bên nợ của bảng cân đối kế toán. Nó thể hiện

phần của cổ đông đối với tài sản hiện có. Số tiền trong tài khoản vốn cổ đông đã được tiêu. Vốn cổ đông bao gồm khoản lãi giữ lại, đây là số thu nhập hay lỗ thực tích lũy trừ đi cổ tức đã chia. Đây là tập hợp số lợi nhuận. Tuy nhiên, số dư lợi nhuận giữ lại không chỉ ra số tiền mặt công ty hiện có. Nó chỉ thể hiện nguồn tiền mà công ty đã tái đầu tư vào hoạt động của công ty, điều này khác với chia tiền lãi cho cổ công dưới dạng cổ tức.

Bảng cân đối kế toán cung cấp cho một nhà đầu tư giá trị độc lập những công cụ để có những đánh giá tốt về khả năng tài chính của một công ty. Tuy nhiên nó có những hạn chế. Ví dụ hầu hết tài sản được trình bày ở nguyên giá. Chỉ có khoản phải thu, đầu tư ngắn hạn và dài hạn có thể có ngoại lệ. Điều đó có thể trở thành vấn đề khó khăn cho một công ty mua đất 50 năm trước nhưng không thể tính giá trị tài sản vào giá trị hiện tại.

Hiểu và sử dụng bảng cân đối kế toán là cố gắng lớn, rất quan trọng đối với một nhà đầu tư giá trị - điều mà các nhà đầu tư luôn thực hiện với niềm say mê. Bên cạnh việc phân tích các báo cáo tài chính, nhiều nhà đầu tư giá trị thường dựa vào các nguồn thông tin khác mà họ tin tưởng và được chứng minh là hữu ích qua thời gian. Một trong những nguồn được sử dụng rộng rãi nhất cho dữ liệu tài chính và kinh doanh về các công ty là *Khảo sát Đầu tư Dòng Giá trị*.

KHẢO SÁT ĐẦU TƯ DÒNG GIÁ TRỊ: ĐIỀU BẮT BUỘC CHO MỘT NHÀ ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ

Dòng Giá trị là dịch vụ đầu tư hàng đầu mà Ben Graham liên tục đưa ra trong nhiều sách của ông, đó cũng là dịch vụ tương tự mà người được ông bảo trợ Warren Buffett sử dụng ngày nay. Ấn phẩm là một trong những nguồn nghiên cứu được sử dụng rộng rãi nhất trong cộng đồng đầu tư và được bán với giá tương đối rẻ cho các nhà đầu tư cá nhân - một sự kết hợp hiếm có.

Điều hấp dẫn về *Dòng Giá trị* là cách tổ chức dữ liệu. Khi các nhà đầu tư chọn báo cáo một trang về một công ty, người

ta có thể có quyết định tốt về việc liệu công ty đó có cần tham khảo nữa hay không. Khi được hỏi về việc ông đã sử dụng *Dòng Giá trị* như thế nào thì Warren Buffett nói như sau: "Chúng tôi đã thu được giá trị ngoài sức tưởng tượng từ nó-vì nó cho chúng tôi cách nhanh nhất để kiểm tra số lượng lớn các yếu tố chính, cho chúng tôi biết liệu chúng tôi có quan tâm đến công ty này. Nó cũng cho chúng tôi cách tốt để cập nhật thông tin định kỳ. *Dòng Giá trị* bao gồm khoảng 1700 loại cổ phiếu và điểm lại mỗi cổ phiếu sau 13 tuần. Vì vậy đó là cách tốt để bạn không bỏ qua cái gì... những thông tin nó cung cấp là cách rất hiệu quả cho chúng ta thu thập thông tin về nhiều doanh nghiệp khác nhau ... Chúng ta không tìm kiếm các ý kiến chúng ta tìm kiếm dữ kiện thật. Nhưng tôi phải xem một cách tốt hơn - xem trên mạng hay trên bất kỳ phương tiện gì - cho chúng tôi biết thông tin về một công ty ... Tôi không biết về một hệ thống khác tốt bằng hệ thống này."⁽⁵⁾

Cũng giống như những nguồn khác, các nhà đầu tư khác nhau sử dụng *Dòng Giá trị* theo cách khác nhau. Mỗi người có một cách đánh giá thông tin riêng. Có một số lĩnh vực nhiều nhà đầu tư giá trị tập trung trước khi theo đuổi nghiên cứu xa hơn. Thông tin quan trọng thứ nhất là biểu đồ chứng khoán. Cho dù nhà đầu tư có không chuyên về biểu đồ thì cũng không được bỏ qua nó bằng bất cứ giá nào. Nhà đầu tư có thể nghiên cứu kỹ về giá trị của cổ đông, tạo lưu trữ thông tin về công ty trong vòng 10 năm, thu được các dữ liệu khác ví dụ như chứng khoán hoạt động thế nào trong thời kỳ suy thoái trước đây hay trong các đợt chia tách cổ phiếu v.v..

Điều thứ hai là nhà đầu tư có thể xem xuống phía cuối trang để tìm thông tin về khả năng tài chính của công ty. Ở đây các công ty được xếp hạng, từ A++ là hạng cao nhất cho các công ty có thể mạnh tài chính, tới C dành cho các doanh

(5) *Suy nghĩ của Nhà đầu tư Xuất sắc*, "Warren Buffett và Charlie Munger của Berkshire Hathaway", ngày 24 tháng 9 năm 1998, trang 41.

nghiệp yếu nhất. Cũng như quy tắc ngón tay cái, một số nhà đầu tư lại thích nhất những công ty được xếp hạng B+ hoặc cao hơn trừ trường hợp đầu tư nằm trong hoàn cảnh đặc biệt.

Nhà đầu tư càng có nhiều công cụ và kinh nghiệm để hiểu biết về những hoàn cảnh phức tạp, thì họ càng xem xét những công ty được xếp hạng thấp hơn.

Thông tin thứ ba mà nhà đầu tư có thể xem xét đó là phần mô tả doanh nghiệp và phần mô tả tóm tắt. Với kiến thức về lịch sử giá cổ phiếu của công ty và thông tin tài chính, nhà đầu tư có thể hiểu rõ hơn về phần mô tả công ty, giải nghĩa bình luận của các nhà phân tích về thách thức và cơ hội sắp tới của công ty này.

Những lĩnh vực khác có vai trò đem lại thông tin quan trọng là cấu trúc vốn, bảng cân đối kế toán hiện tại, tỷ lệ thay đổi trong bán hàng và tiền lãi, các giao dịch mua bán của các tổ chức và cá nhân trong cuộc, chú thích cuối trang về các số liệu được tính toán như thế nào.

SỬ DỤNG NGHIÊN CỨU CỦA PHỐ WALL

Phần lớn nghiên cứu của Phố Wall đều rất hữu ích để lấy những dữ liệu thực tế. Nhà đầu tư giá trị sử dụng nghiên cứu từ những công ty này bởi vì họ có rất nhiều thông tin thực, như tính năng động về cạnh tranh trong một ngành kinh doanh, thị phần giữa các đối thủ, hoạt động tài chính v.v... Nghiên cứu có giá trị nhất là báo cáo đầu tiên của ngành hoặc của công ty. Thật ra một số thông tin này có thể là thông tin được thu thập. Chúng được sử dụng và tra cứu rộng rãi, đặc biệt là cho các nhà đầu tư mới với một ngành hay một công ty nhất định. Đối với họ, những báo cáo này là vô giá.

Tuy nhiên, nghiên cứu của Phố Wall rất khó đến tay nhà đầu tư cá nhân. Thật may mắn, những lợi ích của việc tiếp cận với nghiên cứu này không quan trọng như vậy đối với nhà đầu tư giá trị dài hạn. Các nhà đầu tư chuyên nghiệp trong cộng đồng đầu tư giá trị sử dụng nghiên cứu của Phố Wall để thu được lượng thông tin thực lớn về một công ty hoặc một ngành

theo cách nhanh chóng và có tổ chức hơn. Với thông tin từ Internet và sự nổi tiếng liên tục của các công ty và các tổ chức thương mại của ngành trên trang Web Toàn Thế Giới, thu được những số liệu thực hạng nhất về một công ty trở nên bớt khó khăn hơn cho các cá nhân. Các nhà phân tích giá trị không quan tâm đến việc thu được thông tin đặc biệt hay cao cấp. Thay vì đó họ tập trung vào việc sử dụng thông tin đã được phổ biến theo cách cao cấp. Và không ngạc nhiên gì, toàn bộ những thông tin này đều được đưa vào phân tích.

BA CÁCH TIẾP CẬN ĐỂ PHÂN TÍCH MỘT DOANH NGHIỆP

Nhà đầu tư giá trị phân tích một doanh nghiệp bằng cách đánh giá những chiến lược hiện tại của công ty và tìm kiếm hồ sơ. Nhà đầu tư giá trị mua những giá trị có thật chứ không phải giá trị mơ hồ. Phần trung tâm của bất kỳ phân tích nào về một doanh nghiệp là chiến lược của doanh nghiệp đó. Cho dù nhà đầu tư có theo xu hướng giá trị hay xu hướng phát triển, chiến lược mà công ty sử dụng rất quan trọng đối với việc đánh giá giá trị doanh nghiệp của nhà đầu tư. Chiến lược về kinh doanh. Chiến lược này nói về nhà đầu tư lựa chọn các hoạt động nhất định để cung cấp đến các cổ đông giá trị riêng biệt của công ty. ⁽⁶⁾

Trong quá trình lựa chọn hoạt động, các công ty sử dụng các nguồn lực nhằm tạo ra giá trị. Đánh giá doanh nghiệp phân tích quản lý kinh doanh đã thực hiện nhằm cung cấp giá trị được mong đợi.

Có một số cách mà các nhà đầu tư tiếp cận các công ty; nhiều người có cách lựa chọn riêng của mình. Cuốn sách này kiểm tra ba cách tiếp cận nhà đầu tư có thể sử dụng để hiểu về kinh tế của một doanh nghiệp nhất định: phương pháp đánh giá

(6) Porter, M. *Điểm lại Kinh doanh Harvard*, "Chiến lược là gì?" tháng 11 đến tháng 12 năm 1996, trang 61

theo trực dọc, phương pháp đánh giá suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) và phương pháp dựa trên luồng tiền mặt. Phương pháp đánh giá theo trực dọc là phương pháp quan trọng nhất. ROE là sự kết hợp của chiến lược với phân tích tỷ lệ, phương pháp xu thế luồng tiền mặt chỉ nói về tỷ lệ đơn thuần.

PHƯƠNG PHÁP ĐÁNH GIÁ THEO TRỰC DỌC

Phương pháp đánh giá theo trực dọc dựa trên báo cáo thu nhập của một công ty. Có sáu công cụ cụ thể nhà đầu tư giá trị sử dụng cho một công ty không theo hướng dịch vụ.

Những công cụ này bao gồm 1) phân tích ngành, 2) phân tích vị thế cạnh tranh, 3) sản xuất, 4) kinh doanh, 5) đánh giá chiến lược thuế và 6) phân tích nợ.

Sử dụng báo cáo dạng thông thường là cách phổ biến nhất để thực hiện phân tích theo trực dọc. Báo cáo dạng thông thường là một báo cáo thu nhập trình bày mọi khoản mục tính bằng phần trăm và tính bằng đô la. Phân tích báo cáo có ích khi các nhà đầu tư so sánh báo cáo thu nhập của nhiều công ty khác nhau trong cùng một ngành. Một mục đích hữu ích của phân tích báo cáo có kích cỡ trung bình là có ý tưởng về lĩnh vực báo cáo thu nhập tập trung vào. Nhà phân tích giá trị cố gắng tìm ra thế mạnh và tính liên tục của lợi nhuận công ty và những yếu tố này có thể thay đổi như thế nào.

Phần đầu tiên của báo cáo thu nhập là số liệu lợi nhuận. Lợi nhuận bán hàng hay lợi nhuận là số tiền công ty thu được từ sản phẩm hay dịch vụ bán cho người mua. Trong khi lợi nhuận bán hàng có thể được định nghĩa khác nhau trong các công ty khác nhau, số liệu lợi nhuận bán hàng thường được ghi lại khi sản phẩm và dịch vụ đã được chuyển đi. Một công ty ghi nhận lợi nhuận như thế nào là phần quan trọng của phân tích theo trực dọc: các nhà đầu tư giá trị xem phần chú thích cuối trang với tiêu đề "ghi nhận lợi nhuận" để hiểu rõ. Phương pháp một công ty sử dụng để ghi nhận lợi nhuận thường quyết định các chiến lược công ty đó lựa chọn để thu lợi nhuận.

Hình 2.3 Sơ đồ phương pháp đánh giá theo trục dọc



Để hiểu rõ hơn cái gì thúc đẩy doanh số bán, nhà đầu tư giá trị sử dụng kỹ thuật phân tích ngành để đánh giá vị thế cạnh tranh của công ty đó. Có một số kỹ thuật có thể sử dụng. Nó tùy thuộc vào sự lựa chọn của người sử dụng. Một số người thích xem xét các ngành dựa trên mặt mạnh, điểm yếu, cơ hội và thách thức của họ được biết với cái tên phổ biến là phân tích SWOT. Những người khác xem xét dựa trên kiến thức và kinh nghiệm cá nhân của họ về ngành đó và thu được từ những người mà họ biết trong ngành đó. Có rất nhiều nhà đầu tư giá trị giữ danh sách những người liên hệ trong ngành mà họ có thể gọi để hiểu về một phần nhất định nào đó của thị trường. Ví dụ một nhà phân tích có thể gọi đến một bác sĩ phẫu thuật trong vùng để có được thông tin mới nhất về thiết bị y tế và sau đó tổng hợp những kiến thức này vào phân tích.

Một trong những công cụ ngành đã được đón nhận lớn từ các nhà đầu tư là nguyên tắc ngành được phát triển bởi Giáo sư Michael E.Porter. Ông đã viết nhiều về cấu trúc trong cuốn sách Chiến lược Cạnh tranh. Điều làm cho cấu trúc của Porter đặc biệt có ích là nó được sử dụng rộng rãi bởi nhiều nhà đầu tư có phong cách khác nhau. Nguyên tắc của ông đánh giá năm "lực lượng" khác nhau có thể tạo ra lợi nhuận ngành. Những lực lượng đó bao gồm sự gia nhập của những sản phẩm mới tham gia, mối đe dọa của những sản phẩm thay thế, sức mặc cả của người mua, sự thỏa thuận của nhà cung cấp và mức độ cạnh tranh giữa các đối thủ cạnh tranh.

Các lực này rất quan trọng trong đánh giá theo trục dọc bởi vì ảnh hưởng của các yếu tố đó đến lợi nhuận - đến khối lượng bán và giá bán. Mối đe dọa của những sản phẩm mới tham gia ảnh hưởng đến giá cả. Vì vậy nếu sự ngăn chặn (barrier) việc tham gia vào một ngành nào đó thấp, thì khả năng các đối thủ cạnh tranh mới tham gia là rất cao, đặc biệt là nếu ngành kinh doanh có lợi nhuận lý tưởng. Trong trường hợp đó, những sản phẩm mới tham gia thường gia nhập vào ngành với giá thấp hơn và do đó sẽ kéo giá cả của ngành và lợi nhuận giảm xuống.

Các sản phẩm thay thế cũng có thể có tác động ngược lại đối với giá. Mức độ của mối đe dọa này phụ thuộc vào việc các sản phẩm cạnh tranh hoạt động như thế nào và sự sẵn sàng chấp nhận thay thế sản phẩm của khách hàng.

Sự thỏa thuận của khách hàng là một chức năng về tính nhạy cảm của những thay đổi về giá và số lượng tùy chọn mà họ có. Sự linh hoạt này có thể ảnh hưởng tới giá và khối lượng của một ngành. Lợi nhuận thường thấp trong ngành mà người mua và khách hàng rất nhạy cảm về giá và họ có một số tùy chọn. Sức mạnh của sự thỏa thuận của nhà cung cấp rất giống nhau. Vấn đề này không tồn tại trừ khi có ít về số lượng hay những gì họ cung cấp có vai trò đặc biệt quan trọng đối với người mua của công ty hay đối với khách hàng. Tính cạnh tranh của những người tham gia vào ngành có thể rất gay gắt và dẫn tới sự mất ổn định về giá và tất nhiên là cả sự bất ổn về lợi nhuận ngành.

Năm lực này có mức độ ảnh hưởng khác nhau trong các ngành khác nhau. Chúng rất quan trọng đối với nhà đầu tư giá trị vì chúng có ảnh hưởng đối với số lượng hàng, giá cả và chi phí sản xuất sản phẩm của một công ty. Những yếu tố này là những yếu tố quan trọng đầu tiên trong đánh giá doanh nghiệp. Lợi nhuận bán hàng hay sự tăng trưởng hàng đầu là chức năng về lượng và giá, lợi nhuận dựa trên quan hệ giữa giá của mỗi sản phẩm và chi phí sản xuất ra nó.

Sử dụng nguyên tắc của Porter để đánh giá ngành, ba chiến lược tiềm năng mà các công ty có thể sử dụng để hoạt động tốt hơn các đối thủ của họ là dẫn đầu về chi phí, sự khác biệt và sự tập trung. Porter cảnh báo rằng có ít trao đổi về nguồn lực được yêu cầu: "Thực hiện hiệu quả bất kỳ chiến lược trong năm chiến lược chung này thường đòi hỏi cam kết tuyệt đối và hỗ trợ sắp xếp tổ chức có khả năng thu nhỏ lại nếu có nhiều hơn một mục tiêu."⁽⁷⁾ Cho dù cạnh tranh về giá cả hay về

(7) Porter, M. *Chiến lược Cạnh tranh* (New York: Báo chí Tự do Một Bộ phận của Tập đoàn Macmillan, năm 1980, trang 35).

sự khác biệt, một công ty có một chiến lược tập trung sẽ được quan tâm hơn bởi hầu hết các nhà đầu tư vì những lý do này.

Nhiều công ty trở nên không tập trung và đa dạng hóa qua việc mua những công ty khác do tư vấn kém của bộ phận lãnh đạo. Peter Lynch gọi hành động đó là "các công ty làm ăn xuống dốc" và khuyên các nhà đầu tư nên tránh những công ty đó.⁽⁸⁾ Tuy nhiên cũng có một số ngoại lệ. Ví dụ công ty Berkshire Hathaway của Buffett vẫn có khả năng hoạt động tốt mặc dù mua các công ty có hoạt động rất khác nhau từ cửa hàng kẹo đến cửa hàng báo. Vậy yếu tố thành công tùy thuộc rất lớn vào công tác quản lý.

Sau khi hiểu rõ về tính năng động của một ngành và cách một công ty cụ thể cạnh tranh vì lợi nhuận, người ta có thể đánh giá những lĩnh vực khác của phương pháp phân tích theo trục dọc trong hoàn cảnh phù hợp của lĩnh vực đó.

Đánh giá chi phí: Mục tiêu ở đây là tập trung vào chi phí khác nhau có ảnh hưởng lớn nhất đến lợi thế cạnh tranh do chi phí thấp của công ty. Giá vốn hàng bán (COGS) là chi phí sản xuất sản phẩm. Có rất nhiều biến số ảnh hưởng tới chi phí. Ba bộ phận chính của COGS là chi phí sản xuất chung, chi phí nguyên vật liệu trực tiếp và chi phí nhân công trực tiếp. Chi phí sản xuất chung bao gồm chi phí nguyên vật liệu gián tiếp, nhân công gián tiếp, chi phí tiện ích và nhà xưởng v.v. Chi phí nguyên vật liệu trực tiếp liên quan đến các bộ phận của sản phẩm. Lao động trực tiếp là lao động thực tế "động chạm" đến sản phẩm trong quá trình tạo ra sản phẩm, ví dụ công nhân trong dây chuyền lắp ráp.

Kiểm soát chi phí kinh doanh: Đánh giá kiểm tra chi phí kinh doanh của một công ty bao gồm việc xem xét xu hướng chi phí chiếm bao nhiêu phần trăm lợi nhuận. Chi phí kinh doanh bao gồm chi phí bán hàng và chi phí quản lý chung. Chi

(8) Lynch, P. *One Up One Wall Street* (New York: Nhà sách Penguin, 1989, trang 146).

phí bán hàng là những chi phí liên quan đến bán hàng hóa dịch vụ. Chi phí quản lý bao gồm những chi phí liên quan đến điều hành công ty. Chi phí kinh doanh thường được quyết định bởi chiến lược cạnh tranh được công ty thực hiện và cách công ty lựa chọn quản lý các chi phí của họ. Chi phí lãi suất là chi phí nảy sinh do vay nợ.

Không phải tất cả các món nợ đều xấu. Một lượng nợ nhất định trên bảng cân đối của một công ty là tốt vì nó có thể ngăn bộ phận quản lý không mắc sai lầm tốn kém ví dụ như việc thực hiện chiến lược mua các công ty không tốt. Các thuật ngữ đề cập đến lợi ích này như là "nguyên tắc nợ". Có một số nợ "đúng" mà công ty có thể có để tránh khó khăn về tài chính, hoạt động dưới hạn chế về kỷ luật và tối ưu hóa lợi nhuận. Khi xem xét phân tích nợ của một công ty, nhà đầu tư giá trị sử dụng hai công cụ chính: tỉ số hoàn trả lãi và tỷ lệ giữa nợ với tổng vốn.

Tỷ số hoàn trả lãi thường được dùng để chỉ ra lượng tiền được tạo ra từ mỗi đồng đô la mà nó cần để trả cho lãi suất trong quá trình hoạt động của công ty. Tỷ số ưu đãi giữa các công ty phụ thuộc vào ngành công nghiệp. Thông thường các nhà phân tích quan tâm đến những công ty đứng đầu ngành công nghiệp để đánh giá đầu là tỷ số thích hợp nhất dành cho một công ty nhất định. Tuy nhiên, trong hầu hết các ngành công nghiệp, tỷ lệ giữa nợ và tổng vốn của một ngành thường có nghĩa là công ty đó có thể có nguy cơ không trả hết được các khoản lãi. Một tỷ lệ nợ trên tổng vốn thích hợp cũng dựa trên một nền công nghiệp nhất định nào đó đang được xem xét.

Các khoản lỗ lãi khác trong phương thức tiếp cận theo trực dọc, bao gồm những thay đổi về giá trị tài sản do các giao dịch, không liên quan đến các hoạt động kinh doanh.

Chi phí thuế thu nhập thường quyết định lợi nhuận do đầu tư mang lại cho các cổ đông. Các công ty tập trung vào các nguồn lực có sẵn và cố gắng để giảm các chi phí về thuế. Kết quả là, các dự toán thuế của một công ty có thể thay đổi từ lần

này đến lần khác. Ghi chú trong bản báo cáo hàng năm hay mẫu 10-K cần phải có sự rõ ràng trong các kế hoạch thuế của công ty. Từ những ghi chú này các nhà đầu tư giá trị có thể hiểu sâu hơn về việc lập kế hoạch thuế, tác động tài chính, và sự ổn định của công ty.

Công việc kinh doanh thuận lợi nhờ áp dụng phương pháp phân tích theo trục dọc: Có một số biến đổi biểu hiện công việc kinh doanh thuận lợi do sử dụng cách tiếp cận theo trục dọc. Một vài công việc kinh doanh tốt nhất là những công việc kinh doanh đơn giản. Nếu các yếu tố thúc đẩy việc bán hàng của công ty thông thường là các yếu tố tác động lên giá và lượng – được bảo đảm và không bị đe dọa thì công ty có thể đem lại các khoản lợi nhuận cố định cho cổ đông của mình bằng cách tập trung vào một chiến lược nhất định được thực hiện rất thành công.

PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH LỢI NHUẬN TRÊN VỐN CHỦ SỞ HỮU (ROE)

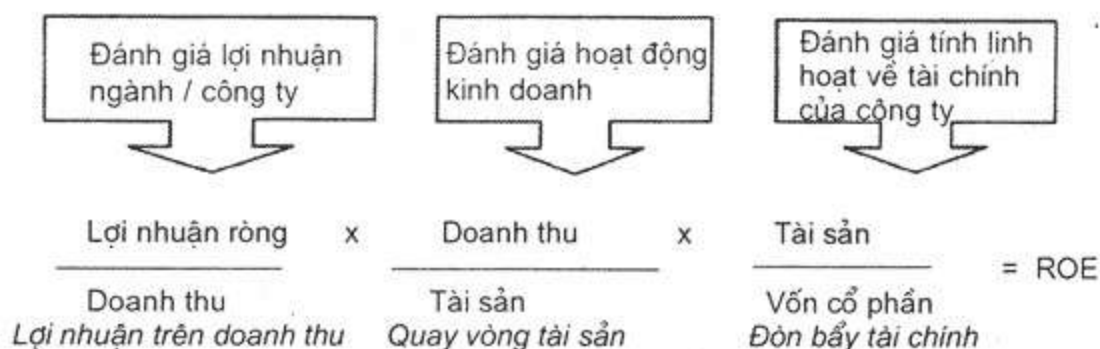
ROE của một công ty là kết quả do các yếu tố như vị thế cạnh tranh của công ty trong ngành, các chiến lược hoạt động mà công ty sử dụng và khả năng linh hoạt về tài chính mà công ty đó có.

Phương pháp ROE, thường được biết đến với cái tên “mô hình duPont”, nhấn mạnh tới việc quản lý có thể đem lại lợi nhuận như thế nào trong phân bổ các nguồn lực của công ty.

Lợi nhuận trên doanh số bán hàng (ROS) cho biết phần lãi mà một công ty có thể giữ lại từ mỗi đồng đô la mà công ty đó thu được từ việc bán hàng hóa và dịch vụ. Quay vòng tài sản chỉ ra thu nhập của công ty có thể thu lại đối với mỗi đồng đô la tài sản. Lợi nhuận trên doanh thu bán hàng nhân với doanh thu trên tài sản sẽ tạo ra lợi nhuận trên tài sản (ROA). Tỷ số này chỉ ra số lượng lợi nhuận mà công ty có thể thu lại từ mỗi đồng đô la được đầu tư. Đầu cơ tài chính chỉ cho các nhà đầu tư biết bao nhiêu đô la tài sản mà công ty có thể sử dụng đối với mỗi đồng đô la nằm trong vốn cổ phần.

Việc phân tích mục tiêu cụ thể của một công ty đã trở thành phương thức để kiểm tra các yếu tố của ROE mong đợi. Lợi nhuận trên vốn cổ phiếu là một phép đo mang tính tương đối.

Hình 2.4 Phân tích của ROE



Sự tập trung xem xét ROE hiện tại của công ty một cách riêng biệt có thể dẫn đến việc đánh giá kinh doanh một cách sơ sài. Một công ty phải xem xét môi trường cạnh tranh để xác định rõ tính duy trì trong ROE hiện tại của nó. Các công ty và các ngành công nghiệp có tính năng động; chúng luôn luôn nằm trong trạng thái thay đổi.

Có ba lĩnh vực chiến lược có thể giúp một cá nhân có được sự hiểu biết rõ ràng hơn về một công ty. Đó là: chiến lược doanh nghiệp, chiến lược kinh doanh, và chiến lược tài chính. Nếu được kết hợp với nhau, ba chiến lược này sẽ đem lại cho các nhà đầu tư xu hướng phát triển và mức lợi nhuận của công ty trong tương lai.

Xét một doanh nghiệp hiệu quả khi sử dụng phương thức phân tích ROE: Doanh nghiệp hoạt động hiệu quả luôn tạo ra ROE lớn hơn chi phí vốn cổ phần. Để làm được như vậy, các công ty phải có lợi thế cạnh tranh bền vững hoặc cạnh tranh trong các ngành công nghiệp với các rào cản gia nhập cao. Trong dài hạn, các công ty thu được ROE cao hơn chi phí sử dụng vốn một cách đáng kể sẽ thu hút được nhiều công ty mới tham gia hơn và những công ty mới này sẽ cạnh tranh để giành giật lợi nhuận của các công ty đó và làm hạ thấp lợi

nhuận này xuống⁽⁹⁾. Doanh nghiệp kinh doanh hiệu quả cũng hoạt động trong những ngành, nơi mà các đối thủ cạnh tranh - mặc dù ở nhiều cấp độ khác nhau - cũng thu được lợi nhuận cao. Lợi ích của việc sử dụng phương pháp phân tích ROE là các nhà phân tích giá trị có thể thấy một công ty đang được xem xét quản lý sắp xếp các nguồn lực như thế nào để thu được ROE như vậy. Doanh nghiệp hoạt động tốt cũng phân bổ các nguồn lực vào các lĩnh vực ít mạo hiểm và thu lại được lợi nhuận tương ứng.

PHƯƠNG PHÁP DỰA VÀO VIỆC LƯU CHUYỂN TIỀN MẶT

Các nhà đầu tư giá trị xem xét việc lưu chuyển tiền mặt để đánh giá hoạt động kinh doanh của một công ty. Lý do là phương pháp này cho ta một cái nhìn toàn diện về chất lượng lợi nhuận của công ty đó.

Thuật ngữ “dòng tiền mặt” được sử dụng rộng rãi và có rất nhiều định nghĩa khác nhau trong lĩnh vực đầu tư và thậm chí giữa các nhà đầu tư giá trị với nhau. Ba định nghĩa có lẽ được sử dụng nhiều nhất là: dòng tiền mặt ròng, dòng tiền mặt từ các hoạt động kinh doanh, và dòng tiền chiết khấu.^{”(10)}

Dòng tiền mặt ròng được tính bằng cách lấy lợi nhuận ròng của công ty cộng thêm hay trừ đi các khoản mục phi tiền mặt (noncash items). Đại lượng này có khi được gọi là tiền lãi được thể hiện bằng tiền mặt. Mục đích của chỉ tiêu này là nhằm chỉ ra lượng tiền mặt mà công ty thu được. Phép tính này được các nhà đầu tư khá ưa chuộng, tuy nhiên cần có một số chú ý. Vấn đề là giả định rằng các vốn lưu động của doanh nghiệp không thay đổi theo thời gian. Kết quả của sai sót này là rất nhiều nhà đầu tư xem xét dòng lưu chuyển tiền mặt từ các hoạt động kinh

(9) Palepu, K Bernard, V., Healy, P. *Phân tích kinh tế và đánh giá sử dụng các báo cáo tài chính*.

(10) Higgins, R. *Phân tích quản lý tài chính*, xuất bản lần thứ 4 (Chicago: Irwin 1995, Tr. 20).

doanh, gồm có các thay đổi về tài sản và nợ cũng như các dòng tiền mặt ròng.

Loại hình cuối cùng của dòng tiền mặt là phương thức dòng tiền mặt chiết khấu (DCF), là tổng dòng tiền trong tương lai được chiết khấu theo giá trị hiện tại. DCF được sử dụng – dựa trên một loạt các lý do khác nhau – bởi vì nó tính đến giá trị thời gian của đồng tiền. Phương pháp này thường được sử dụng làm công cụ định giá chứ ít dùng phổ biến như là một công cụ “đánh giá” kinh doanh.

Dạng lưu chuyển tiền mặt tốt nhất mà các nhà phân tích giá trị xem xét là những dạng trong các báo cáo đệ trình lên Ủy ban Chứng khoán Hoa Kỳ (SEC) mà công ty thực hiện. Báo cáo lưu chuyển tiền tệ từ các báo cáo tài chính gồm ba phần. Đầu tiên, dòng tiền mặt từ các hoạt động kinh doanh là lượng tiền mặt mà công ty kiếm được sau khi trả các chi phí để tạo ra hàng hoá dịch vụ cho khách hàng. Hai là, dòng tiền mặt từ các hoạt động đầu tư là tiền thu được từ các giao dịch mua và bán và chi phí vốn. Ba là, dòng tiền mặt từ các hoạt động tài chính là lượng tiền thu được từ thị trường vốn vay và vốn cổ phiếu.

Các nhà đầu tư giá trị thường xem xét con số dòng tiền tự do khi đánh giá về công ty của họ dựa trên phương thức dòng tiền mặt. Dòng tiền mặt tự do có thể được xác định là lãi ròng của công ty cộng với các khoản mục phi tiền mặt như đánh giá lại, khấu hao, trừ đi các phí tổn bị bắt buộc hay được hứa hẹn ví dụ như chi phí vốn.

Sử dụng cách tiếp cận thông qua xu hướng dòng tiền mặt, các nhà đầu tư cố gắng khám phá những câu hỏi quan trọng sau: Đây là thế mạnh tương đối của dòng lưu chuyển tiền tệ bên trong của một công ty khi so sánh với các công ty khác cùng loại?

Liệu công ty có thể tiếp tục đáp ứng được những yêu cầu bắt buộc về tài chính trong ngắn hạn mà không làm giảm đi sự linh hoạt về tài chính của nó? Đây là là phương hướng và việc

sử dụng dòng tiền mặt tự do? Công ty phụ thuộc vào nguồn tài chính bên ngoài nào và liệu nó có tác động đến rủi ro của công ty không?

Một công ty hoạt động hiệu quả xét trên phương diện lưu chuyển tiền mặt: Một công ty hoạt động hiệu quả có dòng tiền mặt tự do mạnh vững chắc và có thể được chia cho các cổ đông dưới hình thức cổ tức, mua lại cổ phiếu, hoặc bởi các cách thức khác. Một công ty tốt là một doanh nghiệp được điều khiển bởi những nhà quản lý giỏi, những người có khả năng ra quyết định khôn ngoan về việc sử dụng tốt nhất các dòng tiền mặt tự do. Tất cả các phân tích khác, cho dù là phân tích về ngành hay về hoạt động của công ty đều phải chú trọng vào khả năng của công ty trong việc duy trì hay tận dụng các xu hướng của dòng tiền mặt tự do.

CHẤT LƯỢNG KINH DOANH BÁO ĐỘNG ĐỎ

Có một vài lưu ý quan trọng mà các nhà đầu tư giá trị tìm kiếm khi đánh giá khả năng thu lãi của một công ty. Dưới đây là 15 lưu ý thông thường; và nếu được xác định, thì sẽ đảm bảo cho sự xem xét kỹ hơn:

1. Có sự khác biệt giữa chính sách kế toán của công ty này với các công ty khác trong cùng một ngành như lợi nhuận được tính như thế nào. Những thay đổi trong chính sách kế toán thường được tìm thấy trong các ghi chú hoặc báo cáo 8-K (báo cáo về những thay đổi trong doanh nghiệp, có thể quan trọng đối với các cổ đông hay SEC).

2. Động lực trong quản lý chỉ đơn thuần dựa vào thu nhập trên mỗi cổ phiếu ngày càng tăng và có cả sự thận trọng trong các điều chỉnh về kế toán. Động lực trong quản lý có thể được tìm thấy trong bản báo cáo 10-K và trong các biên bản ủy nhiệm của công ty.

3. Có những thay đổi phi lý/không thể lý giải được trong

chính sách đánh giá kế toán hay tài chính, trong các báo cáo 8-K hay báo cáo gần đây.

4. Có sự dàn xếp kinh doanh và phương thức thỏa thuận đặc biệt nhằm đạt được các mục tiêu về kế toán như tăng thu nhập. Phương thức đặc biệt có thể được tìm thấy trong hầu hết các báo cáo. Điểm xuất phát khôn ngoan là báo cáo 10-K.

5. Thư gửi các cổ đông (Letter to shareholders) không trình bày chiến lược kinh doanh cũng như các kết quả kinh doanh của công ty một cách đầy đủ. Thư gửi các cổ đông có thể được tìm thấy trong báo cáo thường niên của công ty.

6. Sự quản lý không chỉ ra một cách đầy đủ các yếu kém của năm trước trong bản báo cáo MD&A. Báo cáo Thảo luận và Phân tích về Quản lý (MD&A) kèm theo báo cáo 10-K hay báo cáo thường niên.

7. Các thay đổi trong cách kế toán. Hãy xem xét các ghi chú trong bản báo cáo gần nhất.

8. Có các giao dịch giúp thu lợi nhuận nhưng không được giải thích rõ ràng. Hãy xem xét kỹ lưỡng các ghi chú để tìm ra các yếu tố không rõ ràng.

9. Có sự gia tăng bất thường trong kiểm kê liên quan đến sự gia tăng của lượng hàng bán ra. Xem lại báo cáo thu nhập mới nhất cũng như là bản cân đối thu chi.

10. Có sự gia tăng bất thường trong các khoản phải thu tương ứng với doanh số bán hàng. Hãy xem bản kê khai về thu nhập và cân đối thu chi.

11. Thu nhập ròng tăng nhanh hơn dòng tiền mặt từ các hoạt động kinh doanh. Hãy xem báo cáo mới nhất về dòng lưu chuyển tiền tệ và các báo cáo thu nhập.

12. Có số lượng lớn các khoản bị xóa hoặc không được tính trong sổ nợ và rất đáng nghi ngờ. Hãy xem các thông tin mới nhất về công ty cũng như báo cáo 8-K.

13. Có sự thay đổi lớn trong quý bốn. Hãy xem báo cáo thường niên hoặc 10-K.

14. Công ty đang cho khách hàng vay tiền hoặc có khoản

đặt cọc tiền vốn đáng kể ở chỗ khách hàng. Hãy xem báo cáo 10-K.

15. Công ty thay đổi cách tính chi phí hoặc bất cứ khoản quan trọng nào mà có thể tăng thu nhập. Hãy xem báo cáo 8-K hay các ghi chú trong báo cáo thường niên hoặc bản báo cáo 10-Q mới nhất.

ĐÁNH GIÁ VIỆC QUẢN LÝ

Người ta hy vọng Bộ máy quản lý của các công ty phải hành động và suy nghĩ giống những người chủ của công ty đó. Đó chính là điều mà các nhà đầu tư giá trị yêu cầu. Đánh giá chất lượng quản lý giống như việc đánh giá một loại hình nghệ thuật hơn là đánh giá một môn khoa học, và thông thường các nhà đầu tư đóng góp sự tham gia của cá nhân họ trong các đánh giá này. Với một vài nhà đầu tư chuyên nghiệp, làm việc trực tiếp với Giám đốc điều hành (CEO) là điều bắt buộc, trong khi các nhà đầu tư khác lại thường hài lòng với các cuộc đàm thoại qua điện thoại. Tuy nhiên, hầu hết cá nhân các nhà đầu tư thường không có nhiều thời gian đến mức có các cuộc thăm viếng đối với giám đốc điều hành của công ty. Tuy nhiên Warren Buffett thường cung cấp cho các nhà đầu tư cá nhân một vài hướng dẫn về phương thức đánh giá cách quản lý.

Lời khuyên của ông là hãy đọc các bản báo cáo thường niên của công ty và so sánh bản báo cáo của năm này với năm tiếp sau đó. Hãy xem xét càng sâu càng tốt để xác định xem liệu sự quản lý có diễn ra đúng như đã được hứa hẹn hay không. Buffett cũng gợi ý rằng các nhà đầu tư nên so sánh bản báo cáo thường niên của công ty mình với bản báo cáo của các đối thủ cạnh tranh với nó⁽¹¹⁾. Sự tin cậy trong quản lý cực kỳ quan trọng.

(11) Hagstrom, R. *The Warren Buffett Portfolio* (New York, John Wiley & Sons 1999, trang 96).

Và cách tốt nhất mà các nhà quản lý có thể lấy được lòng tin là thực hiện lời hứa của mình. Các nhà đầu tư giá trị thường đánh giá lời hứa hẹn trước đó bằng cách xem lại thư gửi cổ đông về quản lý và phân tích báo cáo tài chính.

Trong khi phân tích các báo cáo tài chính, một vài nhà đầu tư sử dụng mô hình Giá trị kinh tế gia tăng (economic value added - EVA) để đánh giá khả năng quản lý nhằm đưa ra các quyết định. EVA chỉ đơn thuần đánh giá trong trường hợp nếu phương thức quản lý hiện tại đã tạo ra số lợi nhuận nhiều hơn so với số vốn mà họ đã đầu tư trên chi phí sử dụng vốn. EVA là lợi nhuận sau thuế của công ty trừ đi chi phí sử dụng vốn.

Công thức như sau: $EVA = \text{Lợi nhuận sau thuế} - (\text{chi phí sử dụng vốn} \times \text{số vốn sử dụng})$. Giá trị kinh tế gia tăng hấp dẫn bởi vì nó tính đến khả năng đưa ra các quyết định về sắp xếp nguồn vốn một cách khôn ngoan trong quản lý; nó có thể được sử dụng để hoàn thiện quản lý và có thể được sử dụng như một công cụ thúc đẩy.⁽¹²⁾

ĐÁNH GIÁ MỘT DOANH NGHIỆP; TẬP ĐOÀN HERMAN MILLER

Vào ngày 28 tháng giêng năm 1999, Herman Miller, Inc đã công bố rằng lợi nhuận trong quý ba của tập đoàn không đạt được như mong đợi của các cổ đông do có sự giảm sút trong đặt hàng. Trước đó các cổ đông hy vọng rằng lợi nhuận sẽ tăng. Hãng cũng chỉ rõ rằng hãng nhận thấy sự yếu kém trong dòng sản phẩm của mình ở cả thị trường Mỹ và nước ngoài. Với nhận định này, Herman Miller thông báo rằng hãng đang trong quá trình cắt giảm chi phí thông qua một loạt các biện pháp khác nhau.

Thị trường chứng khoán Phố Wall nhanh chóng phản ứng

(12) Higgins, R. *Phân tích quản lý tài chính*, xuất bản lần thứ 4 (Chicago: Irwin 1995, trang 302)

lại – làm giảm 33% giá trị của tập đoàn trong bảy ngày giao dịch. Sau khi quen dần với 14 quý liên tiếp đạt được kết quả mỹ mãn, các nhà đầu tư muốn rút ra. Bữa tiệc kết thúc. Sự giảm sút giá trị đáng kể trong thị trường thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư giá trị, trong số đó có cả tôi.

Tôi có bản báo cáo chỉ số chứng khoán Value Line của công ty và thích thú với những thứ mà tôi đọc được. Herman Miller đã từng nằm trong số các doanh nghiệp rất có lợi nhuận, hăng có khả năng tài chính mạnh và rất có triển vọng trong dài hạn. Sau khi nghiên cứu các nguyên nhân dẫn đến sự giảm sút nhẹ giá cổ phiếu của hãng, tôi cho rằng trường hợp này cần phải được nghiên cứu sâu hơn. Tôi thu thập các báo cáo 10-K, 10-Q, báo cáo thường niên, biên bản ủy nhiệm đầu tư và các thông tin mới nhất từ website của công ty. Tôi cũng thực hiện những công việc tương tự đối với hai đối thủ cạnh tranh của Herman Miller.

Với những giấy tờ mà công ty dùng để trình lên Ủy ban Chứng khoán Mỹ (SEC) trong tay, tôi đánh giá Herman Miller theo hai cách khác nhau: phương pháp phân tích dựa trên dòng tiền mặt và phương pháp phân tích dựa trên ROE. Điều mà tôi khám phá ra là công ty đã tạo ra được dòng tiền mặt tự do với lợi nhuận cổ đông lớn.

Bảng 2.5 Phân tích dòng tiền mặt tự do Herman Miller và phân tích ROE

	1995	1996	1997	1998	1999
Lợi nhuận ròng	32\$	57\$	85\$	128\$	140\$
Các yếu tố phi tiền mặt	40	45	48	51	50
Trừ đi chi phí vốn	<u>63</u>	<u>54</u>	<u>55</u>	<u>74</u>	<u>80</u>
Dòng tiền mặt tự do	9\$	48\$	78\$	105\$	110\$
Lợi nhuận trên doanh số bán hàng	3%	4%	6%	8%	8%
Quay vòng tài sản	1.8x	1.9x	2.1x	2.1x	1.9x
ROA	5%	8%	12%	16%	15%
Đòn bẩy tài chính	2.0x	2.3x	2.4x	3.2x	3.5x
ROE	11%	19%	29%	50%	53%

Để hiểu được các phân tích một cách chắc chắn, đầu tiên tôi xem xét ngành công nghiệp và động lực cạnh tranh trong ngành. Một phát hiện là ngành công nghiệp mà Herman đang hoạt động không theo chu kỳ như là tôi đã tưởng. Với hơn 17 năm tăng trưởng, ngành công nghiệp chỉ có một năm tăng trưởng âm. Thực tế, ngành thiết bị văn phòng đã tăng trưởng gấp 1,3 lần so với tỷ lệ tăng trưởng của nền kinh tế Mỹ.

Có một vài nhân tố thúc đẩy tỷ lệ tăng trưởng này, như sự gia tăng trong lợi nhuận tập thể và thuê lao động trí thức khi toàn bộ nền kinh tế chuyển hướng thiên về các ngành dịch vụ và môi trường thực hơn. Khi ngành công nghiệp phát triển, Herman vẫn đang thu được lợi nhuận từ cổ phiếu. Vào năm 1995, cổ phiếu thị trường của nền công nghiệp này là 9% và hai năm sau đó tăng lên thành 11%.

ĐÁNH GIÁ BỘ MÁY QUẢN LÝ CỦA HERMAN MILLER

Với thông báo của hãng, tôi chỉ ra được nguyên nhân là sự thâm hụt xảy ra do bất kỳ nhân tố nào cũng sẽ là nhân tố mà đã có sự chuẩn bị kỹ lưỡng để tìm ra và đối phó với sự thâm hụt đó. Thực tế, đội ngũ quản lý đã sửa đổi các kế hoạch nhằm giảm chi phí và tác động tiềm tàng do việc giảm sản xuất gây ra.

Tôi xem xét kỹ lưỡng báo cáo về Thảo luận và Phân tích mới nhất (MD&A) để có sự hiểu biết chắc chắn hơn về tham vọng và đánh giá trong quản lý. Điều này được bắt đầu bằng các điều khoản bất thành văn và sau đó hòa vào nền văn hoá tập thể, đó là thứ văn hoá tập trung vào việc tìm kiếm liên tục nhằm tăng giá trị cổ đông. Herman sử dụng phương pháp EVA (giá trị kinh tế gia tăng).

Trích từ báo cáo mẫu 10-K của Herman Miller năm 1998

Hãy để chúng tôi bắt đầu bản đánh giá tổng quát của hãng bằng cách công bố rằng chúng ta đã có một năm đầy thành tích nữa tại Herman Miller. Chúng ta tạo ra thành quả đáng kể trong “Giá trị kinh tế gia tăng” (EVA), doanh số bán hàng ròng, các đơn đặt hàng mới, thu nhập ròng, thu nhập trên mỗi cổ phiếu, lưu chuyển tiền tệ từ các hoạt động kinh doanh, và lợi nhuận đem lại cho các cổ đông.

Nếu theo dõi công ty trong những năm vừa qua, các vị sẽ nhớ ra rằng hai năm trước chúng ta đã lấy EVA làm thước đo cho việc xác định chúng ta có tạo ra lợi nhuận cho các cổ đông bên ngoài và cho những người nắm giữ cổ phần làm việc trong tập đoàn. Các nghiên cứu thị trường độc lập trên diện rộng đã chỉ ra rằng EVA có tương quan chặt chẽ với các cổ đông nắm giá trị hơn bất cứ phương thức xác định nào khác.

Tính toán đơn giản, EVA là phần còn lại của lợi nhuận sau thuế khi các chi phí cho việc sử dụng nguồn vốn trong kinh doanh đã được khấu trừ. Là một nguyên tắc hoạt động, lợi thế của EVA là nó tập trung vào bản cân đối chi tiêu cũng như các báo cáo thu nhập trong quản lý. Tập đoàn của chúng ta, trên thực tế đang cạnh tranh nhằm giành lấy các nguồn lực khan hiếm. Nhiệm vụ của quản lý là khiến các nguồn lực khan hiếm này được sử dụng và đem lại nhiều lợi nhuận nhất cho các cổ đông của Hãng. Điều này có nghĩa là đầu tư vào các dự án có thể đem lại lợi nhuận lớn hơn chi phí sử dụng nguồn vốn từ các nhà đầu tư của chúng ta. Chứng nào mà chúng ta đầu tư những khoản sẽ đem lại lợi nhuận lớn hơn chi phí sử dụng vốn thì các nhà đầu tư của chúng ta có thể thu lại lợi nhuận vượt quá mong đợi.⁽¹³⁾

(13) Công ty Herman Miller, 30/5/1998. Mẫu 10-K, trang 10.

Ở đây, đội ngũ quản lý chỉ cho tôi thấy rằng họ luôn tư duy giống như những người chủ sở hữu, và họ có động lực rõ ràng khi gia tăng giá trị cho các cổ đông. Công ty cũng tạo điều kiện cho việc chia sẻ một cách tự do với cộng đồng các nhà đầu tư việc họ tính toán các kết quả do giá trị kinh tế gia tăng đem lại cho công ty như thế nào. Thông tin này rất quan trọng bởi vì nó cho phép những nhà đầu tư giá trị có thể theo dõi tiến trình và dự đoán các thành quả có thể tạo ra từ lợi nhuận thu được từ giá trị kinh tế gia tăng trong tương lai. Các nhà phân tích giá trị chuyên nghiệp và cả những ai đã tiếp cận với đội quản lý có thể sử dụng số liệu này để xác định câu trả lời cho những câu hỏi quan trọng.

Bảng 2.6 Giá trị kinh tế gia tăng của Herman Miller.

(Đơn vị tính hàng nghìn)	1998	1997	1996
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	208.295\$	130.683\$	74.935\$
Điều chỉnh: tranh chấp sáng chế/tước bỏ		14.500	16.535
Chi phí lãi cho các khoản thuê			
không chuyển thành vốn	4.166	4.500	4.316
Khấu hao	6.161	4.725	4.115
Khác	13.765	5.093	3.071
Tăng dự trữ	1.290	18.649	6.548
Thiết kế và nghiên cứu tính vào vốn	<u>2.101</u>	<u>2.819</u>	<u>1.984</u>
Lợi nhuận kinh doanh được điều chỉnh	235.778	180.969	111.504
Thuế	<u>-90.703</u>	<u>-72.091</u>	<u>-34.561</u>
Lợi nhuận kinh doanh sau thuế	145.075	108.878	76.943
Mức vốn b/q được sử dụng	606.018	617.727	605.438
Tỷ lệ chi phí sử dụng vốn	11%	11%	11%
Chi phí sử dụng vốn	66.662	67.950	66.598
Giá trị kinh tế gia tăng	78.413\$	40.928\$	10.345\$

Nguồn tài liệu công ty.

Trong năm đó, Herman Miller đã thu được 78.4 triệu đô la từ giá trị kinh tế gia tăng, trong khi EVA của công ty tăng 91,5%. Số liệu trên kèm theo bản giải trình cho biết lý do công ty đã thành công trong năm qua. Trong phần này của báo cáo MD&A, các nhà đầu tư ghi chép những động lực chính khiến cho công ty nắm được một cách chắc chắn những công cụ tăng giá trị cho cổ đông trong kinh doanh. Sự quản lý cũng đem lại cho họ cái nhìn sâu hơn về ngành. Các nhà đầu tư giá trị có xu hướng nghiên cứu kỹ lưỡng các quyết định về quản lý trong lĩnh vực này bởi vì ở đây họ đưa ra các phán quyết về ngành của họ trong tương lai.

Trích từ báo cáo mẫu 10-K của Herman Miller năm 1998

Chúng ta đặt EVA tiến lên một bước xa hơn bằng cách gắn EVA với lương, thưởng dựa trên động lực thúc đẩy. Tất cả các kế hoạch của chúng ta nhằm bù đắp bằng vật chất cho các nhân viên điều hành và thúc đẩy họ, cũng như tất cả các chương trình khuyến khích dựa trên lương thưởng (gain-sharing) cho các nhân viên ở mỗi đơn vị kinh doanh đều có liên quan tới phương thức tính toán này. Sử dụng kế hoạch dựa trên EVA chuyển đổi sự tập trung từ hoạt động của ngân sách sang sự gia tăng liên tục giá trị cổ đông trong dài hạn. Mục tiêu EVA là mỗi năm EVA sẽ được tăng lên bởi các nhân tố gia tăng, do đó các mục tiêu EVA ngày càng tăng phải đạt được nhằm thu lại các khoản được chi trả để khuyến khích tương đương. Ban giám đốc của chúng ta đã đặt ra yếu tố cải thiện EVA trong giai đoạn ba năm.

Năm nay, chúng tôi đã quyết định đệ trình kết quả cho các vị bằng cách đưa ra trao đổi về việc những thay đổi nào trong hoạt động kinh doanh của chúng ta đã thúc đẩy gia tăng EVA. Chúng tôi tin rằng điều này là quan trọng bởi vì EVA được tận dụng không chỉ nhằm đánh giá các thành quả của chúng ta mà còn nhằm đánh giá những cơ hội kinh doanh tiềm năng. Thêm vào đó, chúng tôi hy vọng các vị sẽ có một bức tranh rõ ràng về yếu tố nào thúc đẩy sự gia tăng trong cả thu nhập ròng và EVA, và cuối cùng là sự gia tăng giá trị của các khoản đầu tư của các vị trong hàng của chúng ta. Chúng ta hãy cùng bắt đầu bằng việc nhìn lại các kết quả EVA.⁽¹⁴⁾

(14) Công ty Herman Miller, 30/5/1998 Mẫu 10-K, trang 11.

CHƯƠNG 3

ĐÁNH GIÁ GIÁ VÀ GIÁ TRỊ

“Nhà tổ chức giỏi sử dụng đầu tư giá trị hiểu được tại sao người khác lại làm những việc mà họ làm, sau đó lại tận dụng chúng?”⁽¹⁾

Martin J. Whitman

NẾU MỘT CỔ PHẦN ĐƯỢC ĐỊNH GIÁ LÀ 20\$ TRÊN MỖI CỔ PHIẾU thì điều này có ý nghĩa như thế nào đối với các nhà đầu tư giá trị? Nếu công ty A và công ty B đều có giá cổ phiếu là \$20, vậy công ty nào sẽ có giá cổ phiếu được coi là rẻ và cổ phiếu của công ty nào sẽ bị coi là đắt? Cuối cùng là, có rất nhiều nhân tố phải được đánh giá trước khi định giá cổ phiếu.

Để hiểu được giá cả, đầu tiên các nhà đầu tư phải hiểu được hoạt động kinh doanh mà trong đó “giá” được đặt ra và là thước đo để đánh giá doanh nghiệp. Chương 2 phác thảo những phương thức mà các nhà đầu tư có thể hiểu biết về phần đầu tiên của lĩnh vực ngành kinh doanh. Chương này tập trung vào việc làm thế nào để đưa ra giá và xác định giá trị. Đó là chỗ mà lớp cao su tiếp xúc với đường cái. Sau khi

(1) Whitman, M.: Đầu tư giá trị: Một phương pháp cân bằng (New York: John Wiley & Sons, 1999, trang 19).

có được các thông tin thực tế về công ty và xác định nó có phải là doanh nghiệp tốt hay không, các nhà đầu tư giá trị xem xét giá mà thị trường đặt ra cho công ty, và họ thiết lập giá trị riêng.

Với công ty A và công ty B, khi sử dụng thước đo nhất định nào đó thì giá 20\$ có thể là “đắt” đối với một công ty này, khi sử dụng cách tính nhất định, và “rẻ” với cách tính khác. Phương thức đo có thể bao gồm tỷ số giá trên thu nhập mỗi cổ phiếu, hay tỷ lệ giá trên giá trị sổ sách, v.v.. Mục tiêu của trò chơi đầu tư là mua thấp bán cao. Rõ ràng là các nhà đầu tư chỉ có thể hiểu được giá cả nếu họ hiểu được các công cụ và thước đo mà một người mua sẽ sử dụng khi đánh giá hoạt động kinh doanh tại thời điểm sau này.

XÁC ĐỊNH GIÁ LÀ VIỆC HIỂU GIÁ TRỊ

Để hiểu giá là một nỗ lực nhằm hiểu được việc các nhà đầu tư thận trọng như thế nào trong việc đánh giá giá trị của một công ty và tại sao lại như vậy. Nhà đầu tư sử dụng thước đo để làm nền tảng nhằm đánh giá một công ty nhất định nào đó, và đánh giá các công ty trong nền công nghiệp của họ. Thước đo này có thể có được một cách dễ dàng. Với bất kỳ phương thức đánh giá công ty nào, các nhà đầu tư giá trị luôn ghi nhớ các công cụ được sử dụng song song với việc ghi nhớ trong đầu rằng thước đo xác định giá cả ngày hôm nay có thể không phải là cái được sử dụng ngày mai.

Sau khi xác định thước đo, bước tiếp theo là hiểu tại sao một công ty đang được xem xét nào đó có thể tự thực hiện các đánh giá của riêng nó. Điều này buộc phải mất một chút thời gian để đào sâu và tìm được câu trả lời tốt nhất. Các nguyên nhân dẫn tới việc đánh giá thấp có thể được tạo ra từ sự sụt giảm trong lợi nhuận thu về cho đến các nguyên nhân do thiếu sự tin tưởng trong quản lý.

Để đánh giá một cách hợp lý giá cổ phiếu của một công ty, nhà đầu tư phải tìm ra các số liệu cần thiết nhằm hiểu một cách toàn diện các hoạt động kinh doanh và các thước đo giá trị mà một người mua có chừng mực có thể sử dụng trong đánh giá. Quan trọng là bạn cần phải thấy ở hiện tại những cái mà những người mua tiềm năng sẽ thấy vào ngày mai và các thước đo mà họ sẽ dùng để đánh giá nó. Do đó, để hiểu và định giá, một nhà đầu tư phải hiểu cách thẩm định giá - chúng đi cặp với nhau.

Khi đánh giá một doanh nghiệp thì các công cụ định giá được sử dụng như thế nào, và các loại công cụ có sẵn mà các nhà đầu tư có thể sử dụng rất khác nhau. Một vài nhà đầu tư thích dựa vào tỷ lệ giá cả trên thu nhập mỗi cổ phiếu, và những người khác lại căn cứ vào các quyết định về dòng tiền chiết khấu. Các cá nhân vẫn có thể khác nhau trong việc sử dụng các công cụ này trong thực tế.

Không có phương thức nào hoàn toàn “đúng” trong việc sử dụng các công cụ có sẵn nhằm phân tích các hoạt động kinh doanh. Cách tốt nhất là công cụ mà các nhà đầu tư riêng lẻ sử dụng; đó là cá nhân biết được điểm mạnh, điểm yếu và các dự đoán cụ thể phù hợp với việc lựa chọn một công cụ.

Ví dụ như, một vài nhà đầu tư dành nhiều thời gian để cố gắng tính toán xem một công ty nào đó sẽ ra sao trong vòng ba đến bốn năm tới. Có một loạt các công ty cung cấp dịch vụ tin tức và khảo sát đã phát hành bản đánh giá thu nhập có thể đạt được trong tương lai do các nhà phân tích Phố Wall dự đoán.

Nhà phân tích đầu tư sử dụng các ước tính này để đánh giá các công ty. Các nhà đầu tư chú trọng về giá trị lại không chú trọng vào các khoản lợi nhuận quá xa vời mà họ tập trung vào các khoản lợi nhuận và dòng lưu chuyển tiền tệ ở hiện tại.

ĐÁNH GIÁ GIÁ TRỊ: CÁC CÔNG CỤ ĐỂ XEM XÉT

Để có được giá trị tương đối của một công ty, các nhà đầu tư giá trị thực hiện đánh giá theo hình tam giác. Đánh giá theo hình tam giác liên quan đến việc sử dụng ba trong số các công cụ đánh giá tốt nhất dành cho một hoạt động kinh doanh nhất định. Không có công cụ đánh giá nào là hoàn hảo. Chúng đều có khuyết điểm. Có ba loại công cụ chính mà một nhà đầu tư giá trị sử dụng để định giá một công ty. Chúng là các công cụ dựa trên so sánh, định giá và giao dịch.

Trong mỗi phương thức này, sử dụng “bội số” là công cụ phổ biến nhất mà các nhà đầu tư sử dụng để định giá các công ty bởi vì chúng dễ hiểu và dễ tính. Các nhà quan sát thiếu trách nhiệm thường sử dụng công cụ này bởi vì tính giản đơn của chúng. Nhà đầu tư giá trị hiểu rằng đằng sau phép nhân thường là các tính toán phức tạp có liên quan đến nguyên lý kinh tế trong kinh doanh.

Có nhiều loại công cụ đánh giá khác nhau. Một vài công cụ dựa trên phép so sánh, nhờ đó giá trị của doanh nghiệp được tính dựa trên đánh giá các công ty tương tự. Có công cụ đánh giá dựa trên định giá. Công cụ này chú trọng vào giá trị thực chất của doanh nghiệp. Phương pháp dựa trên các giao dịch nhằm định giá trị của một doanh nghiệp dựa trên những thứ mà các công ty khác đã bán trong thị trường.

Các nhà đầu tư giá trị không sử dụng riêng một công cụ nào đó trong các công cụ này. Trên thực tế, việc sử dụng vài công cụ này nhiều hơn so với các công cụ khác lại gây ra tranh cãi. Tuy nhiên, giống như bất kỳ hộp công cụ được trang bị đầy đủ nào, có một vài tình huống nhất định mà một số công cụ này sẽ thích hợp hơn các công cụ khác. Điều tiếp theo đó là thảo luận về phương thức thích hợp nhất để sử dụng các nhóm công cụ đã được lựa chọn ra và các lý do để không lựa chọn như vậy. Nó tùy thuộc vào nhà đầu tư cá nhân để hiểu mặt tích cực và mặt trái của mỗi công cụ và khi nào sử dụng chúng hiệu quả nhất.

Các công cụ dựa trên phép so sánh

Công cụ dựa trên phép so sánh so sánh công ty này với công ty khác có sự tương đồng với nhau. Trong bộ công cụ đánh giá dựa trên phép so sánh, các nhà đầu tư sở hữu nhiều công cụ đánh giá khác nhau mà họ có thể dùng tới nhằm xác định giá trị của một doanh nghiệp. Công cụ phổ biến nhất là tỷ số giữa giá so với thu nhập mỗi cổ phiếu (P/E); giá trên giá trị sổ sách (P/B); giá trị doanh nghiệp trên lãi, trước lãi vay, thuế và khấu hao (EV/EBITDA); và giá trên lợi nhuận bán hàng (P/S) hay giá trị doanh nghiệp trên thu nhập (EV/R). Thảo luận này bắt đầu với phương thức đánh giá thường được sử dụng nhiều nhất trong số chúng, đó là tỷ số giữa giá và thu nhập mỗi cổ phiếu (P/E).

Giá trên thu nhập mỗi cổ phiếu: tỷ suất giá trên thu nhập mỗi cổ phiếu hay P/E là một trong những tỷ số dễ sử dụng nhất khi đánh giá công ty, bởi vì các biến số cần thiết luôn trong tình trạng sẵn sàng. Tỷ số P/E được xác định bằng giá cổ phiếu chia cho thu nhập trên mỗi cổ phiếu.

Mặc dù dễ sử dụng, nhưng lại có một vài cách tính toán tỷ số P/E. Trong khi tử số không đổi, mẫu số có thể thay đổi. Ví dụ như, thu nhập trên mỗi cổ phần có thể được tính từ thu nhập của 12 tháng trước, thu nhập của năm tài chính trước đó cho đến các thu nhập dự tính trong tương lai.

Cách thường sử dụng tỷ số P/E phổ biến nhất là tìm ra một vài công ty có nhiều đặc điểm giống với công ty đang xem xét nhất. Các công ty tương tự thường được gọi là các công ty có thể so sánh được hay là các công ty “song sinh”. Mục đích là để có được hiểu biết tương đối về giá trị doanh nghiệp dựa trên giá trị hiện tại của các công ty tương tự khác. Việc tìm ra cặp song sinh hoàn hảo có thể là một vấn đề bởi vì không có hai công ty nào là hoàn toàn giống nhau. Chúng có thể có các sản phẩm và đòn bẩy tài chính khác nhau, vv..

Tỷ số P/E của một công ty được so sánh với công ty khác có thể khác nhau vì một vài lý do. Ví dụ như, các công ty có thể có các phương thức phát triển khác nhau; một công ty có thể phát triển một cách hữu cơ trong khi công ty kia có thể đã phát triển từ việc sáp nhập. Thêm vào đó, họ có thể có các phương pháp kế toán khác nhau. Yếu tố này đã được đề cập đến trước đây là có thể sẽ tác động mạnh tới thu nhập và phạm vi của tỷ số P/E.

Có rất nhiều biến số tác động đến tỷ số P/E bởi vì tỷ số này có thể khác nhau từ ngành này so với ngành khác, tăng trưởng cao hơn so với tăng trưởng thấp hơn, quản lý tốt và quản lý không tốt. Các nhà đầu tư cố gắng tô điểm bằng cách mua các công ty với tỷ số P/E tương đối so với công ty song sinh với tiểu sử công ty rủi ro hay được khen thưởng.

Tỷ số P/E tương đối được sử dụng để đánh giá tỷ số P/E của một công ty trong tương quan với thị trường. Một người có thể tính toán tỷ số P/E tương đối bằng cách lấy tỷ số P/E hiện tại của công ty và tỷ số P/E hiện tại của thị trường chứng khoán. Tỷ số P/E tương đối được sử dụng theo hai cách khác nhau. Một số sử dụng tỷ số P/E tương đối của các công ty và so sánh nó với xu hướng trước đó. Ví dụ như, nếu cổ phiếu của một công ty trước đó đã từng giảm giá 10% đối với tỷ số P/E của thị trường tổng thể, và bây giờ nó đang giao dịch với mức giảm 25% thì cổ phiếu của nó sẽ được dự đoán là rẻ. Cách khác mà nhà đầu tư sử dụng là tính toán tỷ số P/E tương đối khi nó liên quan đến tỷ số P/E trung bình trong ngành. Các nhà đầu tư giá trị sử dụng mẹo tính giá trị tương đối tùy theo hoàn cảnh và thường là miễn cưỡng. Họ thích tìm kiếm các kết quả toàn diện hơn là mang tính tương đối. Ví dụ như, nếu toàn bộ thị trường là đắt, các nhà đầu tư giá trị có thể sẽ giữ đầu tư của mình bằng tiền mặt hơn là mua các cổ phiếu chứng khoán cao hơn giá trị thực với các nguy cơ sụt giảm rõ ràng.

Nhược điểm của việc sử dụng tỷ số P/E là nó không thể được sử dụng để định giá công ty với thu nhập âm. Một vài

công ty ở Phố Wall chỉ đơn giản thay đổi tử số khi gộp cả các thu nhập mong đợi trong tương lai – khoảng 5 năm. Việc sử dụng thu nhập trong tương lai xa rất phổ biến trong ngành. Những lợi nhuận này có thể đạt được bằng cách sử dụng *Khảo sát đầu tư dòng giá trị* hay các dịch vụ đầu tư khác. Tuy nhiên, phương thức này rất khó bởi vì để thực hiện được nó đúng, nhà đầu tư phải lên kế hoạch thu nhập trong vòng năm năm cho tất cả các công ty đang được so sánh. Nhà đầu tư giá trị tránh việc phải thực hiện các bản kế hoạch như vậy trong hoạt động kinh doanh phi lợi nhuận. Giống như Warren Buffet thường nói “Định giá là đếm tiền và không phải là hy vọng hay mơ ước.”⁽²⁾

Trong khi tỷ số P/E có lẽ là phương thức đánh giá vốn cổ phần của một công ty được sử dụng rộng rãi nhất, nó cũng có các hạn chế nhất định và có thể hạn chế gay gắt khả năng đánh giá giá trị kinh tế của một công ty. Có bốn lo ngại chính liên quan đến việc sử dụng thu nhập. Một là phương pháp kế toán sử dụng có thể có tác động nhiều hơn đến thu nhập so với các công ty tương tự. Ví dụ như, hai công ty giống nhau trong cùng một ngành, bán cùng một loại sản phẩm với cùng lãi suất có thể có thu nhập khác nhau, nếu trong quản lý chúng sử dụng các phương pháp kế toán khác nhau như liên quan đến báo cáo kiểm kê (LIFO hay FIFO), tình hình khấu hao tài sản (theo đường thẳng hay khấu hao nhanh), hay xử lý quá trình sáp nhập (tài khoản mua hàng hay lãi từ vốn góp chung). Những thay đổi trong cách kế toán này ít khi tác động lên các công cụ định giá như những công cụ dựa trên lưu chuyển tiền tệ.

Lo lắng khác về việc sử dụng lợi nhuận xuất phát từ thực tế là nó loại trừ các rủi ro trong kinh doanh và tài chính. Đặt ra một cách đơn giản là hai công ty thu được 1 đô la lãi trong tổng thu nhập và không đề cập gì đến tình trạng kinh doanh và

(2) Cunningham, L. *The Essays of Warren Buffet for Corporate America* (New York: Trường Luật Cardozo, 2001, Tr.22).

tài chính riêng của mình. Công ty này có thể sử dụng quá nhiều đòn bẩy tài chính và công ty kia có thể không tạo ra đủ tiền để cung cấp tài chính cho hoạt động kinh doanh của nó.

Con số thu nhập không phải là con số “tiền mặt”. Thực tế này dẫn đến điều lo ngại thứ ba: thu nhập loại trừ các khoản đầu tư bắt buộc nhằm giữ doanh nghiệp hoạt động và phát triển. Các khoản đầu tư như đầu tư vốn bị loại trừ ra khỏi các tính toán về thu nhập. Chi phí vốn khá quan trọng bởi vì các khoản kinh phí quan trọng phải được tính khi định giá giá trị kinh tế của một doanh nghiệp. Khi các chi phí khấu hao nằm trong con số thu nhập, chúng là khoản mục phi tiền mặt; do đó làm giảm giá trị kinh tế của doanh nghiệp. Các nhà đầu tư giá trị thường cộng chi phí khấu hao và chi phí vốn như một thành phần để đạt được lợi nhuận kinh tế của công ty.

Tuy nhiên, với các mối lo ngại này, tỷ số P/E vẫn là sự lựa chọn được ưa chuộng đối với nhiều nhà đầu tư bởi nó dễ sử dụng. Tuy nhiên, đối với các nhà đầu tư giá trị, nó chỉ là một trong nhiều công cụ bởi các nhược điểm này. Do đó, đánh giá theo P/E phụ thuộc vào tình hình kinh tế của các công ty.

Tỷ số P/E được sử dụng tốt nhất trong số các nhà đầu tư khi đánh giá các công ty về mặt tài chính không có chi phí vốn trong kỳ hạn vốn (một đến ba năm), trên đường nằm ngang. Tuy nhiên, nghiên cứu trước đó chỉ ra rằng thu nhập không chi phối giá cổ phiếu như mọi người mong đợi, và rằng thị trường chứng khoán dài hạn tập trung vào sự tác động của bộ máy quản lý lên sự tăng trưởng dòng tiền mặt hơn là thu nhập kế toán thuần túy.⁽³⁾

Tỷ số giá trên giá trị sổ sách. Tỷ số giá trên giá trị sổ sách (P/B) được tính bằng cách lấy thị giá cổ phiếu chia cho giá

(3) Copeland, T. Koller, T. Murrin, J. *Giá trị: Tính toán và quản lý giá trị của công ty* (John Wiley and Sons, Inc., 1991, trang 81).

trị sổ sách của mỗi cổ phiếu đó. Tỷ số có thể dễ dàng có được nhưng mẫu số hay giá trị sổ sách của mỗi cổ phiếu thì không dễ đạt được. Nguyên nhân là do nếu một công ty có nhiều loại cổ phiếu, chẳng hạn cổ phiếu thường và cổ phiếu ưu đãi, nhà đầu tư có thể phải so sánh giữa hai loại cổ phiếu này.

Một vài nhà đầu tư trong một nỗ lực nhằm giải quyết khó khăn này thường không tính đến phần vốn dành cho cổ phiếu ưu đãi, chỉ tính đến cổ phiếu thường khi tính toán giá trị sổ sách.

Một vấn đề khác với giá trị sổ sách của cổ phiếu liên quan đến việc làm rõ giá trị sổ sách nào sẽ được sử dụng. Các doanh nghiệp thường đưa ra giá trị sổ sách cập nhật, cứ ba tháng một lần. Một số nhà đầu tư sử dụng giá trị sổ sách trung bình của ba quý gần nhất, hoặc giá trị sổ sách trên bản báo cáo hàng năm mới nhất để tính tỷ số P/B. Nhiều nhà đầu tư sử dụng giá trị sổ sách mới nhất nếu có những thay đổi đáng kể trong bảng cân đối kế toán. Vì các doanh nghiệp thường phản ánh những thay đổi theo chu kỳ mà những thay đổi này có thể làm phóng đại hoặc hạ thấp giá trị sổ sách, và các bản báo cáo từng quý cũng không được kiểm toán nên nhiều nhà đầu tư thích sử dụng giá trị sổ sách từ bảng báo cáo hàng năm hơn.

Tỷ số P/B là một trong những thước đo được ưa chuộng ở Phố Wall. Tương tự như tỷ số thị giá trên thu nhập của cổ phiếu, P/B cũng rất dễ hiểu và dễ sử dụng. Công cụ định giá này đem lại cho nhà đầu tư một thước đo giá trị chắc chắn mà có thể so sánh với giá trị thị trường.

Giá trị sổ sách, giá trị tài sản, giá trị vốn cổ phần của các cổ đông về cơ bản là giống nhau. Một dấu hiệu giá trị vốn cổ phần khác được gọi là “thị giá vốn doanh nghiệp” là giá thị trường của vốn doanh nghiệp được tính bằng tổng số cổ phiếu đang lưu hành nhân với thị giá cổ phiếu. Thị giá vốn này cho thấy mức độ kỳ vọng của thị trường vào các doanh nghiệp dựa trên nguồn tiền mặt và lợi nhuận. Giá trị sổ sách của cổ phiếu dựa trên bản cân đối kế toán của doanh nghiệp là tổng tài sản

của doanh nghiệp trừ đi tổng số nợ. Sự kỳ vọng của thị trường đóng một vai trò quan trọng trong việc quyết định thị giá cổ phiếu. Mặt khác kế toán lại đóng một vai trò quan trọng trong việc định giá giá trị sổ sách của tài sản.

Đặc biệt giá trị sổ sách của tổng tài sản là giá mua tài sản được trích khấu hao theo từng chu kỳ. Tương tự như vậy, giá trị sổ sách của tổng nợ phản ánh tổng số nợ khi lần đầu tiên có nợ. Sự khác biệt giữa giá trị sổ sách và giá trị thị trường của cổ phiếu là giá trị sổ sách thường dựa trên các chi phí lịch sử còn giá trị thị trường dựa trên giá trị tài sản trừ đi các khoản nợ.

P/B cũng khá hấp dẫn đối với một số nhà đầu tư vì chỉ số này có thể định giá các doanh nghiệp có lợi nhuận âm - đặc điểm tỷ số P/E thường được ưa chuộng không thể phản ánh được. Mặc dù P/B không có hiệu quả trong việc đánh giá các doanh nghiệp có giá trị sổ sách âm, nhưng đối với nhiều nhà đầu tư nó vẫn là một công cụ khá hữu ích vì các doanh nghiệp có giá trị sổ sách âm là rất hiếm. Thật không may, cũng như các công cụ đơn giản khác, thước đo giá trị P/B thường bị lạm dụng đối với các nhà đầu tư sử dụng quy luật ngón tay cái để đưa ra quyết định đầu tư. Đặc biệt nhiều nhà đầu tư chưa có kinh nghiệm nhìn nhận việc các doanh nghiệp bán cổ phiếu dưới giá trị sổ sách là một dấu hiệu về cơ hội định giá thấp và việc bán cổ phiếu trên giá trị sổ sách là một cảnh báo về sự phóng đại giá trị của cổ phiếu.

Điều này cho chúng ta thấy rõ nhược điểm của P/B. Giá trị sổ sách phần nhiều chịu ảnh hưởng bởi các quyết định kế toán về những khoản mục mà hội đồng quản trị có khả năng thay đổi, chẳng hạn như khấu hao.

Nhà đầu tư giá trị nên cân nhắc kỹ lưỡng các phương pháp khấu hao của doanh nghiệp và so sánh chúng với các doanh nghiệp khác trong cùng ngành. Nhược điểm chính ở đây là P/B sẽ trở nên vô dụng nếu doanh nghiệp trong cùng ngành sử dụng các phương pháp khấu hao khác nhau. Vì vậy các nhà đầu tư sử dụng P/B mà không xem xét kỹ càng các khoản mục

như khấu hao có thể sẽ bị sai lệch. Một nhược điểm khác là khi nền kinh tế càng hướng vào công nghệ và dịch vụ thì P/B càng mất dần hiệu quả. Đặc biệt, tài sản hữu hình của doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghệ và dịch vụ là không quan trọng. Trong lĩnh vực này ý tưởng và nhân lực là những tài sản quan trọng hơn nhiều nhưng lại rất khó để định lượng.

Xử lý các quyền chọn lại là một vấn đề khác đối với việc định giá giá trị sổ sách. Các doanh nghiệp với một lượng lớn các quyền chọn còn tồn đọng có thể bị định giá sai, như định giá quá thấp hoặc quá cao. Trong một số trường hợp, các công ty có nhiều hợp đồng còn tồn đọng có thể bị định giá thấp vì giá trị thị trường ở tử số sẽ thấp hơn do việc không tính đến khoản hợp đồng chưa thực hiện trong doanh nghiệp. Nhà đầu tư giá trị thường cộng giá trị thị trường của các hợp đồng vào giá trị thị trường của vốn cổ phiếu trước khi tính tỷ số P/B.

Khi so sánh giá trị sổ sách giữa các doanh nghiệp, nhà đầu tư giá trị cũng tính đến các chương trình mua lại cổ phiếu và việc mua lại các doanh nghiệp khác mới nhất mà doanh nghiệp có thể có, nhằm định giá giá trị sổ sách một cách chuẩn xác. Khi các doanh nghiệp mua lại cổ phiếu của họ, giá trị sổ sách của cổ phiếu giảm bằng lượng mua lại. Việc này xảy ra khi một doanh nghiệp trả cổ tức bằng tiền mặt. Trên thực tế, một số người nhìn nhận việc mua lại cổ phiếu chỉ là một hình thức khác của việc chia cổ tức. Tuy nhiên, các thương vụ mua lại trong lịch sử tiêu tốn tiền hơn nhiều so với việc chia cổ tức và vì vậy nó có tác động rất lớn đến giá trị sổ sách của cổ phiếu.

Tỷ số P/B giữ một mối tương quan đặc biệt đối với bước tiếp cận của một nhà đầu tư trong việc phân tích một doanh nghiệp. Mối tương quan có lẽ chặt chẽ nhất là tiếp cận phân tích ROE (hệ số thu nhập trên vốn cổ phần). Trên thực tế, hệ số thu nhập trên vốn cổ phần có ảnh hưởng đáng kể đến tỉ số giá trên giá trị sổ sách của cổ phiếu. Ví dụ, một sự sụt giảm

trong ROE điển hình sẽ gây nên một tác động gián tiếp, nghịch đảo lên P/B do giá trị sổ sách sụt giảm. Giống như các công cụ định giá đa biến khác, mọi thứ nên được đặt đúng vào vị thế của nó. Mỗi ngành công nghiệp đều có quy định riêng về yếu tố cấu tạo nên P/B cao và thấp. Nguyên nhân cho sự đa dạng của P/B giữa các doanh nghiệp trong cùng ngành là rất rõ ràng. Chúng khác nhau vì mỗi doanh nghiệp đều có rủi ro riêng, sức tăng trưởng riêng và hệ số thu nhập trên vốn cổ phần riêng.

Một số nhà đầu tư tin rằng mối tương quan chặt chẽ giữa ROE và tỷ số giá trên giá trị sổ sách của cổ phiếu sẽ cho thấy một số manh mối tốt nhất để phát hiện được doanh nghiệp nào đang được định giá quá thấp. Các doanh nghiệp có ROE cao nên giao dịch tại mức P/B cao và ngược lại. Các nhà đầu tư giá trị thường ưa thích các doanh nghiệp có ROE cao và được định giá trên thị trường với P/B thấp.

Căn cứ trên cơ sở thu nhập nguồn tiền mặt quá lớn, tỷ số thị giá trên giá trị sổ sách chịu ảnh hưởng của chi phí vốn cổ phần của doanh nghiệp. Theo truyền thống, chi phí vốn cổ phần càng cao thì P/B càng thấp. Điểm mấu chốt ở đây là thu nhập cổ phiếu vượt quá chi phí bỏ ra cho cổ phiếu đó. Vì vậy, một doanh nghiệp với ROE cao, chi phí vốn thấp sẽ dẫn đến P/B cao hơn. ROE cao và chi phí vốn thấp là một tối ưu. Nói khác đi, P/B sẽ tăng lên nếu chênh lệch giữa ROE và chi phí vốn tăng.

So với các thước đo giá trị đa biến khác, P/B là năng động hơn hết, vì mối tương quan của nó với ROE. Nguyên nhân căn bản là khi ROE của doanh nghiệp thay đổi theo từng giai đoạn thì P/B của doanh nghiệp cũng thay đổi theo đó. Ví dụ các doanh nghiệp có chiến lược kinh doanh hoạt động có hiệu quả sẽ làm gia tăng thu nhập trên vốn cổ phần, lịch sử đã chứng minh các doanh nghiệp này sẽ được định giá cao hơn các doanh nghiệp có chiến lược kinh doanh hoạt động không hiệu quả.

EV/EBITDA. Tỷ số giá trị doanh nghiệp trên thu nhập trước lãi, thuế, khấu hao và giảm trừ (EBITDA) là một phương pháp phổ biến đối với nhiều nhà đầu tư giá trị để định giá doanh nghiệp. Để hiểu và sử dụng một cách tốt nhất EV/EBITDA, nhà đầu tư phải bắt đầu từ công thức của nó, bằng việc nghiên cứu tử số và mẫu số.

Lợi thế của việc sử dụng giá trị doanh nghiệp ở tử số là rất hấp dẫn đối với các nhà đầu tư như là một phương pháp thay thế vì tỷ số giá trên thu nhập của cổ phiếu và tỷ số giá trên giá trị sổ sách của cổ phiếu chủ yếu là định giá cổ phiếu chứ không là những công cụ định giá “chắc chắn”. Trong khi đó EV/EBITDA là công cụ tốt để định giá một doanh nghiệp, các nhà đầu tư giá trị cũng cố gắng đánh giá giá trị thực của một doanh nghiệp bằng việc kiểm tra toàn bộ giá trị doanh nghiệp. Việc này được thực hiện bằng cách lấy giá trị thị trường của doanh nghiệp cộng với tổng số nợ, sau đó trừ đi số tiền mặt. Bao gồm cả khoản chênh lệch cao hơn mệnh giá có kiểm soát, đây là khoản mà người mua tư nhân hoặc người mua chiến lược của doanh nghiệp sẽ trả.

Việc xử lý nguồn tiền mặt thường làm các nhà đầu tư mới lúng túng khi sử dụng công cụ này. Có hai lý do đơn giản giải thích tại sao tiền mặt lại được trừ ra. Thứ nhất, giá trị của một doanh nghiệp là giá trị của số vốn chủ sở hữu góp cộng với khoản nợ của doanh nghiệp đó. Bằng việc trừ đi nguồn tiền mặt, công thức chỉ tính đến số nợ “rỗng” – nợ trừ đi tiền mặt hay là nợ thật sự. Lý do thứ hai phức tạp hơn. Thu nhập từ lãi không được tính đến trong số EBITDA. Thường thì thu nhập từ lãi liên quan đến thu nhập từ nguồn tiền mặt nhàn rỗi. Như vậy, vì thu nhập từ lãi này không được tính đến trong việc tính toán EBITDA ở mẫu số nên nó cũng bị rút ra khỏi tử số.

Các nhà đầu tư cổ phiếu tư nhân và cổ phiếu đại chúng rất ưa chuộng công cụ định giá này vì nhiều lý do. Thứ nhất, bội số này có thể được sử dụng đối với nhiều doanh nghiệp có lợi

nhuận âm hay sụt giảm. Thứ hai, sự chênh lệch trong khấu hao giữa các doanh nghiệp, EBITDA cộng khấu hao để so sánh sức tăng trưởng phát sinh từ nguồn tiền mặt trong hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp hoạt động trong cùng ngành.

Cũng như các thước đo giá trị khác, tỷ số EV/EBITDA có khá nhiều khiếm khuyết. Ví dụ nó không cho phép nhà đầu tư định giá giá trị của công ty mẹ. Cũng vậy, công cụ định giá này không hoạt động hiệu quả đối với các doanh nghiệp nắm cổ phiếu của một doanh nghiệp khác. Thứ nhất, nếu việc nắm giữ cổ phần là một dạng của cổ phần thiểu số thì EBITDA không phản ánh thu nhập từ việc nắm giữ cổ phiếu, tuy nhiên tử số – giá trị doanh nghiệp – sẽ bao gồm giá trị của quyền vốn cổ phần đối với chứng khoán, trái phiếu có thể bán được dễ dàng. Việc này làm cho giá trị doanh nghiệp cao hơn và có thể dẫn đến sai lệch. Thứ hai, nếu một doanh nghiệp nắm giữ phần lớn cổ phiếu thì EV/EBITDA vẫn giảm xuống. Trong các trường hợp như vậy, mẫu số sẽ bao gồm toàn bộ thu nhập từ công ty mẹ, nhưng tử số chỉ bao gồm phần vốn cổ phần, do đó làm cho bội số trở nên quá thấp. Đối với trường hợp này, nhà đầu tư cần phải loại bỏ những thành phần liên quan đến thu nhập ra khỏi tử số và mẫu số, và định giá riêng cổ phần nắm giữ.

Tỷ số EV/EBITDA tuân theo quy luật chung như bất kỳ tỷ số so sánh nào khác. Tuy nhiên, lợi thế so với các tỷ số khác là EBITDA có thể được so sánh với các tỷ số trong thị trường tư nhân. Đây là một lợi thế quan trọng đối với các nhà đầu tư quan tâm đến các giao dịch đại chúng và tư nhân trong việc định giá doanh nghiệp, phần này sẽ được lưu ý sau.

Tuy nhiên EBITDA cũng gặp phải những phản đối rất mạnh mẽ. Theo Warren Buffett, “Số liệu duy nhất bị chúng tôi xem là hoàn toàn vô nghĩa chính là EBITDA... Bất kỳ doanh nghiệp nào với tổng tài sản cố định đáng kể hầu hết luôn có một yêu cầu đồng thời là phần lớn tiền mặt phải được tái đầu tư đơn giản để trở lại vị thế tương ứng với lợi nhuận. Vì vậy việc xem xét số liệu nào đó mà loại trừ các yêu cầu về nguồn tiền

mặt là hoàn toàn nực cười. Nhưng việc đó không ngăn được nhiều người đã sử dụng sai EBITDA để bán đi mọi loại chứng khoán và trái phiếu trong nhiều năm qua."⁽⁴⁾

Theo bản báo cáo đưa ra vào tháng 6-2000 của công ty đầu tư *Moody's* về vấn đề này, các doanh nghiệp được mua lại bằng hình thức cấp vốn bằng nợ đã phát triển khái niệm này vào những năm 1980. Vì khấu hao và giảm trừ là những khoản mục trích phi tiền mặt, nó có thể được sử dụng để thanh toán cho những khoản nợ của doanh nghiệp. Tuy nhiên, những người sử dụng EBITDA đã đi quá xa và bắt đầu áp dụng công cụ này cho nhiều loại hình doanh nghiệp với các tình huống tài chính đa dạng.

(4) *Outstanding Investor Digest*, "Berkshire Hathaway's Warren Buffet & Charlie Munger," 28/9/1998.

Hình 3.1: So sánh giữa EBITDA và bản báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh.

EBITDA	Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh
Doanh thu	Doanh thu
Giá vốn hàng bán	Giá vốn hàng bán
= Tổng lợi nhuận	= Tổng lợi nhuận
Chi phí kinh doanh	Chi phí kinh doanh
= Thu nhập từ hoạt động kinh doanh (EBIT)	= Thu nhập từ hoạt động kinh doanh (EBIT)
	Chi phí từ lãi vay
Cộng D&A (khấu hao và các khoản giảm trừ)	Các khoản lỗ/lãi khác
	= Lãi trước thuế
	Thuế thu nhập
	Các khoản khác
= EBITDA	= Lợi nhuận ròng

Việc sử dụng EBITDA đã trở nên quá rộng rãi, và nhiều nhà đầu tư – bao gồm cả các nhà đầu tư giá trị – quên đi cạm bẫy của việc sử dụng công cụ này. Xem thêm phụ lục C để có một cái nhìn chi tiết về nhược điểm của EBITDA. Dưới đây là các nhược điểm chính của việc sử dụng EBITDA theo Moody's. Các tài liệu sử dụng trong chương này đã được cho phép bởi công ty đầu tư Moody's.

MƯỜI NHƯỢC ĐIỂM CHÍNH CỦA EBITDA VỚI TƯ CÁCH LÀ YẾU TỐ XÁC ĐỊNH CÓ TÍNH NGUYÊN TẮC VỀ LƯỒNG TIỀN MẶT (THEO MOODY'S)⁽⁵⁾.

1. EBITDA bỏ qua các thay đổi trong vốn lưu động và phóng đại dòng tiền trong các giai đoạn tăng vốn lưu động.

2. EBITDA có thể là một thước đo sai lệch về tính thanh khoản.

3. EBITDA không xem xét đến khoản tái đầu tư yêu cầu – cụ thể là đối với các doanh nghiệp có tài sản ngắn hạn.

4. EBITDA không đề cập đến chất lượng của lợi nhuận.

5. EBITDA là một thước đo độc lập, không đầy đủ để so sánh các hệ số mua lại.

6. EBITDA bỏ qua sự khác biệt về chất lượng của dòng tiền thu được từ sự khác biệt của những chính sách kế toán – không phải toàn bộ lợi nhuận đều là tiền mặt.

7. EBITDA không phải là một mẫu số chung cho các nguyên tắc kế toán quốc tế.

8. EBITDA không đảm bảo trong trường hợp thanh toán hợp đồng hàng năm.

9. EBITDA có thể trở nên không thực tế.

10. EBITDA không thích hợp để phân tích nhiều ngành vì nó bỏ qua thuộc tính riêng biệt của các ngành.

(5) Stumpp, P., Marshella, T., Rowan, M., McCreary, R., Coppola, M. "Đưa EBITDA vào phối cảnh: 10 điểm yếu của EBITDA như là các yếu tố xác định cơ bản về dòng tiền mặt" (NY: Dịch vụ các nhà đầu tư của Moody, 06-2000)

Với nhận định đúng đắn về nhược điểm của EBITDA trên đây, nhà đầu tư có thể bắt đầu áp dụng công cụ EV/EBITDA với một sự cân nhắc kỹ lưỡng. Cách tốt nhất là tập trung vào ba biến số: thuế, khấu hao và giảm trừ, và chi phí vốn. Về thuế suất, các nhà đầu tư giá trị nhìn nhận các doanh nghiệp có mức thuế thấp hơn là những doanh nghiệp có EV/EBITDA cao hơn, và ngược lại đối với các doanh nghiệp có mức thuế cao. Tương tự như vậy, họ nhìn nhận các doanh nghiệp có khấu hao và giảm trừ chiếm phần lớn trong EBITDA là các doanh nghiệp có chất lượng kém hơn và tin rằng các doanh nghiệp này có EV/EBITDA thấp hơn. Cuối cùng nhà đầu tư giá trị tập trung vào chi phí vốn và kết luận rằng các doanh nghiệp có chi phí vốn chiếm phần lớn trong EBITDA sẽ có EV/EBITDA thấp hơn. Thêm vào đó, đầu tư vào chi phí vốn phải sinh ra thu nhập lớn hơn chi phí vốn của doanh nghiệp.

Với các biến số này, các nhà đầu tư khôn ngoan tin rằng tỷ số này tốt nhất nên sử dụng cho các doanh nghiệp đã loại bỏ phần lớn nhu cầu về chi phí vốn, và cho các doanh nghiệp mà họ sử dụng các phương pháp khấu hao khác nhau.

Như Moody's đã chỉ ra, EBITDA sẽ phát huy giá trị nếu được sử dụng một cách đúng đắn. Cụ thể, EBITDA vẫn là một công cụ hợp pháp để phân tích các doanh nghiệp mà không làm phát sinh lợi nhuận vào cuối chu kỳ của doanh nghiệp. Việc tách các thành phần cấu tạo của EBITDA thành EBIT, khấu hao và giảm trừ sẽ giúp định giá tốt nhất EBITDA. Phần trăm của EBIT trong EBITDA càng lớn thì dòng tiền cơ sở càng lớn. Đối với các doanh nghiệp có tài sản dài hạn, EBITDA là thước đo hiệu quả hơn.

Các tỷ số về lợi nhuận: EV/Lợi nhuận và Thị giá/Doanh số. Giá trị doanh nghiệp trên lợi nhuận được tính bằng cách lấy giá trị doanh nghiệp bao gồm vốn chủ sở hữu và nợ của doanh nghiệp chia cho lợi nhuận. Giá trị thị trường của vốn cổ phần hiện tại hay thị giá cổ phiếu đem nhân với số

lượng cổ phiếu đang lưu hành rồi chia cho lợi nhuận sẽ cho chúng ta tỷ số thị giá và lợi nhuận trên một cổ phiếu hay P/S.

Tỷ số lợi nhuận là một công cụ rất căn bản nhằm định giá các doanh nghiệp dựa trên lợi nhuận. Các doanh nghiệp có EV/R hay P/S cao tương đối cần phải xem xét lại, còn các doanh nghiệp có EV/R hay P/S thấp hơn thường được định giá hấp dẫn hơn. Nhưng cũng như các công cụ đơn giản khác, tỷ số lợi nhuận cũng thường bị sử dụng sai.

Tỷ số giá trị doanh nghiệp trên lợi nhuận được sử dụng tương tự như tỷ số thị giá trên doanh số. Trong một số ít trường hợp khi mà các nhà đầu tư giá trị sử dụng các tỷ số dựa vào lợi nhuận, họ thích sử dụng EV/R vì nó định giá tổng thể doanh nghiệp. Trong khi đó tỷ số thị giá trên doanh số chỉ định giá phần vốn cổ phần của doanh nghiệp. Nhìn chung, lý do tại sao các nhà đầu tư mạo hiểm thích sử dụng các tỷ số lợi nhuận là vì chúng không bị tác động bởi các quyết định kế toán mà những quyết định này có khả năng ảnh hưởng đến các công cụ giá trị khác như các tỷ số P/E hoặc EV/EBITDA. Ví dụ, các quyết định kế toán như kế hoạch khấu hao, kế toán cho việc mua lại, hàng tồn kho, v.v... không ảnh hưởng đến lợi nhuận.

Có nhiều doanh nghiệp từ năm này qua năm khác đã sử dụng các phương pháp kế toán đáng ngờ để ghi nhận lại lợi nhuận, nhưng những trường hợp này là rất hiếm. Việc không tính đến các quyết định kế toán của doanh nghiệp làm cho EV/R và P/S ít biến động hơn P/E; vì vậy, nhiều nhà đầu tư tin rằng các tỷ số này theo đúng xu hướng giá trị của doanh nghiệp hơn, trái với sự biến động của thị giá cổ phiếu.

Nhiều nhà đầu tư thích sử dụng EV/R hơn P/S vì EV/R là một định giá về giá trị doanh nghiệp căn cứ vào lợi nhuận. Còn P/S về cơ bản là không đồng nhất. Cụ thể, trong P/S, tử số sử dụng giá trị vốn cổ phần của doanh nghiệp; mẫu số sử dụng lợi nhuận sinh ra từ tổng thể doanh nghiệp.

Cơ sở của EV/R là vì chúng ta đang sử dụng lợi nhuận của tổng thể doanh nghiệp ở mẫu số; thì chúng ta phải duy trì sự

thống nhất và sử dụng tổng thể giá trị doanh nghiệp tương ứng. Kết quả là khi sử dụng P/S một doanh nghiệp bị coi là định giá quá thấp mặc dù số liệu cho thấy doanh nghiệp này có quá nhiều khoản nợ trên bảng cân đối kế toán. Vì vậy, khi so sánh một doanh nghiệp này với một doanh nghiệp khác, P/S bỏ qua các khoản nợ mà doanh nghiệp có trên bảng cân đối kế toán - mặc dù đây là một yếu tố quan trọng trong việc định giá doanh nghiệp.

Nhược điểm rất riêng biệt của EV/R và P/S là chúng quá nhấn mạnh vào sự tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai. Ví dụ, các nhà đầu tư thường đưa ra bội số cao cho doanh nghiệp, thể hiện sự tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ mặc dù số liệu cho thấy doanh nghiệp này đang thua lỗ hoặc đang trên đà phá sản. Một số nhà đầu tư gọi đây là tăng trưởng “đau đớn”. Giá trị doanh nghiệp căn cứ vào dòng tiền và lợi nhuận chứ không phải doanh thu. Công cụ EV/R đã bỏ qua lập luận căn bản này. Người ta tin rằng khi sử dụng EV/R thì dòng tiền và lợi nhuận sẽ được sinh ra vào một thời điểm trong tương lai.

Nếu một nhà đầu tư quyết định sử dụng EV/R hay P/S, thì nên phối hợp công cụ này với sự đánh giá khả năng tăng trưởng của ngành mà doanh nghiệp đang hoạt động, vị thế cạnh tranh của doanh nghiệp và lợi nhuận biên của doanh nghiệp - tất cả các yếu tố này sẽ được đề cập đến trong chương 2. Hai phân tích này phối hợp với nhau rất chặt chẽ. Mục tiêu là để loại bỏ các trường hợp tăng trưởng “đau đớn” và để xác định xem có phải là lợi nhuận cao hơn thực sự có khả năng tạo ra giá trị cổ đông bằng lợi thế của sản xuất lớn.

Các chỉ số khác để xác định giá trị doanh nghiệp. Có nhiều biến thể của tỷ số EV/EBITDA được sử dụng bởi các nhà đầu tư. Nào là EV/EBIT, EV/EBITDA - chi phí vốn và EV/dòng tiền. Các tỷ số này có những đặc điểm tương tự như EV/EBITDA, nhưng mẫu số bao gồm nhiều biến hơn chẳng hạn EBITDA - Chi phí vốn, dòng tiền tự do, EBIT, v.v.. với ngoại lệ là tỷ số EV/EBIT không cộng thêm khấu hao.

EV/EBIT thường được sử dụng trong các ngành công nghiệp mà chi phí vốn là đặc thù cho mục đích bảo trì và gần bằng chi phí cho khấu hao và giảm trừ.

Tỷ số PEG. Rất nhiều nhà đầu tư Phố Wall sử dụng PEG để định giá một doanh nghiệp. Nhưng hầu hết các nhà đầu tư giá trị đều không sử dụng nó. Việc tỷ số này được đề cập ở đây là nhằm xem xét một số tranh luận để hiểu được lý do của sự khác biệt này. Tỷ số PEG là một công cụ rất phổ biến và vì vậy luôn tồn tại tranh luận xung quanh tỷ số này. PEG về cơ bản được tính bằng cách lấy P/E của doanh nghiệp chia cho mức tăng trưởng mong đợi. Ví dụ, một doanh nghiệp có P/E là 30 và mức tăng trưởng là 15% sẽ có PEG là 2. Điểm then chốt của tỷ số PEG là mức tăng trưởng được sử dụng ở mẫu số là mức tăng trưởng của lợi nhuận. Một vài nhà đầu tư Phố Wall sử dụng tỷ số này để xác định các doanh nghiệp định giá thấp. Khi tỷ số này nhỏ hơn 1, các nhà đầu tư tin rằng doanh nghiệp đang được định giá “rẻ”.

Mặc dù có nhiều lý do chính đáng để sử dụng công cụ này, nhưng nhà đầu tư giá trị quyết định không sử dụng nó vì một số lý do khá kiên quyết. Các lý do không chính đáng bao gồm lý do về việc có quá nhiều biến thể đối với tỷ số PEG. Ở tử số, tỷ số P/E dao động từ P/E của năm tài chính hoặc P/E của năm dương lịch hiện hành cho đến P/E tương lai. Mẫu số dao động từ mức tăng trưởng của năm tài chính hiện tại cho đến mức tăng trưởng kép hằng năm qua từng chu kỳ cụ thể, chẳng hạn 5 năm. Một số nhà thực hành PEG sử dụng tỷ số P/E mong đợi. Họ cho rằng “Doanh nghiệp giao dịch ở mức gấp 15 lần lợi nhuận năm tới và tăng trưởng ở mức 20% một năm. Như vậy doanh nghiệp này đang được định giá thấp.” Suy luận này có thể sai. Khi các nhà đầu tư sử dụng tỷ số PEG theo cách này, họ đã nhân đôi mức tăng trưởng của doanh nghiệp. Việc sử dụng P/E mong đợi ở tử số đã tính đến triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Nhiều nhà đầu tư ở Phố Wall so sánh tỷ số PEG giữa các ngành với nhau. Nếu một doanh nghiệp có PEG cao tương đối so với ngành, doanh nghiệp này có vẻ được định giá quá cao và ngược lại. Thực tế này cũng có một số sai sót. Ví dụ, những người ráo riết sử dụng PEG áp dụng tỷ số này để định giá các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghệ có các bằng chứng về mức tăng trưởng đáng hứa hẹn. Tuy nhiên, có nhiều hình thức khác nhau về tăng trưởng. Chúng ta hãy cùng xem xét vấn đề kỹ hơn để hiểu được sự khác biệt này. Điểm then chốt của vấn đề là mức lợi nhuận giữ lại của một doanh nghiệp. Nếu hai doanh nghiệp có cùng mức tăng trưởng mà một bên dành phần lớn lợi nhuận của mình để trả cổ tức thì doanh nghiệp này sẽ có mức tăng trưởng đáng mong đợi hơn doanh nghiệp giữ lại 100% lợi nhuận để tái đầu tư.

Việc so sánh PEG chỉ đem lại hiệu quả khi các doanh nghiệp có cùng đặc điểm tăng trưởng và rủi ro đi cùng tăng trưởng đó. Những người thường xuyên sử dụng PEG tin chắc rằng nếu những khác biệt về mức tăng trưởng giữa các doanh nghiệp không được tính đến trong tỷ số PEG thì tỷ số này trở nên vô giá trị. Do đó PEG sẽ giảm xuống thành P/E. Việc tìm ra hai doanh nghiệp có những đặc tính tăng trưởng giống nhau là rất khó khăn, và vì vậy làm hạn chế việc sử dụng PEG.

Các kết quả thu được từ việc so sánh các tỷ số PEG trong một ngành công nghiệp có thể làm sai lệch. Ví dụ một vài doanh nghiệp có mức tăng trưởng lạc quan trong tương lai, do đó rủi ro nhiều hơn, sẽ bị định giá rất thấp vì PEG trở nên rủi ro hơn khi dự án của doanh nghiệp mang nhiều rủi ro. Tương tự như vậy, các doanh nghiệp có thu nhập không đạt tiêu chuẩn của các cổ đông sẽ có tỷ số PEG hấp dẫn hơn các doanh nghiệp có ROE cao.

Nhiều người đề xướng ra PEG tranh luận rằng PEG rất dễ sử dụng, các biến số luôn sẵn có, và nó là một công cụ rất phổ biến trong cộng đồng đầu tư. Điều này đúng, nhưng không phải là lý do duy nhất tại sao nhà đầu tư lựa chọn PEG để định giá

một doanh nghiệp. Chỉ ít thì PEG nên được sử dụng cùng với các công cụ khác – với sự xem xét kỹ lưỡng. Cách tốt nhất để sử dụng PEG – ở bất cứ chừng mực nào – là tìm ra hai công ty giống nhau một cách tuyệt đối với rủi ro về lợi nhuận, triển vọng tăng trưởng và loại hình tương tự và có những đặc điểm về lợi nhuận như nhau.

CÁC CÔNG CỤ CĂN CỨ VÀO TÀI SẢN

Các công cụ định giá dựa vào tài sản không căn cứ vào giá trị của hai doanh nghiệp giống nhau. Chúng căn cứ vào khả năng sinh lời của doanh nghiệp chứ không vào giá trị nội tại của doanh nghiệp. Điểm mấu chốt là tài sản của doanh nghiệp. Có rất nhiều cách để định giá tài sản. Phần trình bày dưới đây sẽ mô tả một trong những phương pháp tốt nhất để định giá tài sản của một doanh nghiệp.

Dòng tiền chiết khấu. Dòng tiền chiết khấu (DCF) là một công cụ định giá phổ biến trong cộng đồng các nhà đầu tư, bao gồm lưu lượng tiền mặt của doanh nghiệp và các nhân tố ảnh hưởng đến tỷ lệ tăng trưởng của dòng tiền. Cụ thể, giá trị của doanh nghiệp được xác định bằng các luồng thu nhập dự kiến mà doanh nghiệp thu được trong tương lai và chiết khấu chúng về giá trị hiện tại bằng một mức lãi suất chiết khấu phù hợp. Mức lãi suất chiết khấu phụ thuộc một phần vào chi phí vốn của doanh nghiệp và mức độ rủi ro của doanh nghiệp đó. Bất cứ một thay đổi nhỏ nào trong các biến phí này, chẳng hạn thay đổi về lãi suất và luồng thu nhập dự kiến, sẽ có một tác động đáng kể lên giá trị doanh nghiệp.

Dòng tiền chiết khấu là một công cụ rất hữu dụng trong việc định giá tài sản của một doanh nghiệp. Điểm cốt lõi là DCF định giá doanh nghiệp mà không cần sử dụng đến các bảng báo giá thị trường và sự kết hợp thời giá của tiền. DCF giúp các nhà đầu tư tập trung vào lợi nhuận của họ dựa trên vốn được đầu tư đơn giản bằng việc buộc họ phải nghĩ về các

câu hỏi sau: Nếu tôi đầu tư vào các quỹ này ngày hôm nay, tôi sẽ nhận được bao nhiêu trong tương lai và tôi sẽ trả bao nhiêu cho việc chấp nhận rủi ro?

Có ba biến số một nhà đầu tư cần phải xem xét khi sử dụng công cụ giá trị DCF – dòng tiền, mức lãi suất chiết khấu, và thời gian. Giá trị của một doanh nghiệp là giá trị chiết khấu của dòng tiền tự do của doanh nghiệp. Dòng tiền tự do của doanh nghiệp có thể được tính toán bằng cách lấy thu nhập ròng của doanh nghiệp, cộng với khấu hao và giảm trừ, và trừ đi chi phí vốn.

Công thức tính dòng lưu chuyển tiền tệ tự do rất đơn giản và dễ tính như sau:

$$\begin{array}{r}
 \text{Thu nhập thuần} \\
 + \text{Khấu hao} \\
 + \text{Giảm trừ} \\
 - \text{Chi phí vốn} \\
 \hline
 = \text{Dòng tiền tự do}
 \end{array}$$

Tỷ lệ chiết khấu người ta sử dụng dựa trên mức rủi ro được liên kết với các chu kỳ tiền mặt. Tuy nhiên, Warren Buffet sử dụng một kiểu tỷ lệ riêng lẻ không xét đến loại doanh nghiệp: "... Để tính giá trị thực chất, hãy lấy những dòng tiền mà bạn mong muốn tạo ra trừ ngược lại với giá trị hiện tại của chúng - trong trường hợp của chúng ta, ở một tỷ lệ Tích lũy lâu dài. Và tỷ lệ chiết khấu đó sẽ không mang lại cho bạn một mức tỷ lệ cao như mong muốn. Nhưng bạn có thể sử dụng hiệu quả của những nhân tố giá trị hiện tại mà bạn có được, bằng cách chiết khấu ngược lại những dòng tiền của bạn ở một tỷ lệ tích lũy lâu dài như một tiêu chuẩn so sánh chung, chỉ để có một tiêu chuẩn khuôn khổ cho tất cả các loại hình kinh doanh. Và nếu như doanh nghiệp đầu tư một cách khôn ngoan, lúc đó mặc dù những dòng tiền từ những khoản chi tiêu lớn này sẽ được chiết khấu nhiều năm hơn, sự tăng trưởng về tiền mặt

trong tương lai sẽ bù đắp cho điều đó. Nếu điều đó không đúng, thì có nghĩa là công ty đã không đầu tư một cách khôn ngoan.”⁽⁶⁾

Khi được hỏi tại sao ông không sử dụng những tỷ lệ chiết khấu khác nhau cho những loại hình kinh doanh khác nhau khi tính đến những thay đổi về những rủi ro đã xảy ra, Buffett trả lời rằng: “Chúng tôi không lo lắng về những rủi ro theo cách truyền thống – ví dụ, trong cách mà bạn đã được dạy ở Wharton. Đó là một câu hỏi hay, hãy tin tôi. Nếu chúng ta có thể hoàn toàn nhìn thấy rõ tương lai của mỗi hoạt động kinh doanh, sẽ không có bất kỳ sự khác biệt nào đối với chúng ta cho dù tiền có được từ việc điều khiển xe hơi trên đường phố hay từ việc kinh doanh phần mềm, bởi vì tất cả lượng tiền được tạo ra – số tiền mà chúng ta đang tính – giữa thời điểm hiện nay và thời điểm đưa ra nhận định cũng sẽ tương đương như nhau đối với chúng ta.”⁽⁷⁾

Các nhà đầu tư sử dụng một Chi Phí Vốn Bình Quân Trọng Số (WACC: Weighted Average Cost of Capital) như tỷ lệ chiết khấu của họ bởi vì đó là một sự đền đáp được mong muốn một cách tổng thể từ toàn bộ doanh nghiệp. Nhà đầu tư sử dụng WACC để tính toán một chi phí vốn bình quân trọng số của vốn bằng việc quan sát 2 thành phần – vốn vay và vốn cổ phần. Các nhà đầu tư cố gắng đo tỉ trọng đáng kể từng phần tùy thuộc vào từng tình hình cụ thể. Hai phần này đã bao gồm tất cả các nguồn vốn, như trái phiếu, nợ ngân hàng dài hạn, và cổ phiếu thường. Chi phí về vốn được tính với công thức như sau:

$$WACC = E/Cap \times E_c + D/Cap \times (1-Tr)$$

Trong đó:

(6) Tập san đầu tư thành công, “Berkshire Hathaway’s Warren Buffett và Charlie Munger” 28 tháng 9, 1998.

(7) Tập san đầu tư thành công, “Berkshire Hathaway’s Warren Buffett và Charlie Munger” 28 tháng 9, 1998.

E = giá trị thị trường vốn cổ phiếu của doanh nghiệp

D = giá thị trường vốn vay của doanh nghiệp

Cap = huy động vốn, tính bằng $E + D$

E_c = chi phí vốn cổ phiếu, là phần lãi mà các cổ đông thu được từ công ty

D_c = chi phí vốn vay, là phần lãi mà người cho vay thu từ công ty

E/Cap = nguồn vốn cổ phiếu tính theo tỉ lệ % trên vốn

D/Cap = nguồn vốn nợ tính theo tỉ lệ % trên vốn

Tr = Mức thuế suất của công ty

Những người sử dụng DCF cũng phải xác định thời gian hữu hạn hoặc vòng đời mong muốn của dòng tiền tệ. Nhiều nhà đầu tư sử dụng một khung thời gian 5 đến 7 năm khi phải xác định giá trị của một doanh nghiệp sử dụng phương pháp DCF. 3 năm thì quá ngắn bởi vì sự định giá DCF lúc đó trở nên giống như một bội số dòng tiền tệ hơn, và thời gian hơn 10 năm thì quá dài cho những hiện tượng tự nhiên tác động lên các doanh nghiệp Mỹ - việc kinh doanh gần như là khác đi trong một thập kỷ.

Giống như những công cụ khác được đề cập ở phần đầu, lại một lần nữa có những ưu điểm và nhược điểm đối với việc sử dụng DCF. Dòng tiền tệ được chiết khấu là một công cụ mạnh hơn, sau đó là P/E và nhiều công cụ khác, do nhiều nhân tố khác nhau. Lý do mạnh nhất khiến P/E sử dụng thu nhập trên mỗi cổ phiếu trong mẫu số, và “thu nhập trên mỗi cổ phiếu đã không tính đến tác động của những tính chất kế toán mang tính tự nhiên hoặc có tính toán trước. Vì thế nó có thể dẫn đến, hoặc cho phép, các nhà quản lý có sự lựa chọn làm mất giá trị trong dài hạn, thường là không kéo theo sự dao động giá cổ phiếu ngắn hạn mà họ hy vọng vào...Việc tính toán thu nhập sẽ rất hữu ích cho việc đánh giá chỉ khi thu nhập là một biểu hiện tốt cho dòng tiền mặt dài hạn được mong muốn của công ty. Tuy nhiên, không phải tất cả các công ty

đều sinh ra các dòng tiền tệ giống nhau cho mỗi đôla thu nhập, do đó phương pháp lợi nhuận như vậy nói chung chỉ hữu ích cho những phép tính có giá trị bậc nhất.”⁽⁸⁾

Cũng có nhiều vấn đề liên quan đến các thử thách trong việc sử dụng DCF, bao gồm những khó khăn để có một tỉ lệ chiết khấu thích đáng. Cũng như phần đông những giá trị rộng lớn trong việc phân tích DCF thì thuộc về những năm xa xôi. Những mối quan tâm khác thì thiết thực hơn. DCF không hữu hiệu trong những tình huống rất chung, như là khi phân tích những công ty có tính chu kỳ, những công ty chuyên thâm tóm, những công ty đang được tái cơ cấu doanh nghiệp, và những công ty với tài sản chìm hoặc sử dụng không đúng mức.

Vấn đề với việc sử dụng DCF khi phân tích những công ty mang tính chu kỳ – những công ty mà có dao động về lợi nhuận theo chu kỳ, cụ thể là dao động theo nền kinh tế - là việc xu hướng của các nhà đầu tư và khả năng dự đoán mức đáy và mức đỉnh của chu kỳ trở nên quá nhiều của một nhân tố trong quá trình đánh giá DCF. Nói cách khác, một tác động suôn sẻ lên những dòng tiền tệ sẽ phải được sử dụng và như vậy sẽ bóp méo hiện trạng kinh tế của doanh nghiệp.

Sử dụng DCF trong những công ty sử dụng một chiến lược thâm tóm thông qua tăng trưởng cũng rất mơ hồ không chắc chắn, bởi vì nó có thể dẫn đến một đánh giá thấp và sai. Đội ngũ quản lý của các công ty mà cạnh tranh với những công ty khác như là một phương tiện phát triển thường làm như thế, bởi vì họ tin vào những khoản tiết kiệm mà gần như là được giành lấy bởi sự kết hợp các hoạt động kinh doanh. Vấn đề với các doanh nghiệp sử dụng DCF là năng lực của các nhà quản lý để đạt được phần tiết kiệm này có ý nghĩa rất lớn đối với giá trị của các doanh nghiệp và sự tính toán DCF. Thêm vào đó,

(8) Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. *Giá trị: tính toán và quản lý giá trị của công ty*, trang 73,74 (John Wiley and Sons, Inc).

nhà đầu tư sử dụng DCF sẽ phải điều chỉnh lại tỉ lệ chiết khấu của họ để kết hợp những rủi ro kinh doanh mới cho quá trình thâm tóm công ty.

Tương tự, những công ty đã trải qua sự thay đổi lớn hoặc tái cơ cấu sẽ thu được một giá trị thấp dưới DCF. Như đã thảo luận ở chương 4, những công ty đã trải qua quá trình tái cơ cấu có thể sẽ là những cơ hội lớn cho nhà đầu tư giá trị. DCF, tuy nhiên, không phải là một cách tốt nhất để đánh giá các loại cơ hội này bởi vì tỉ lệ chiết khấu thích hợp và dòng tiền tệ để sử dụng thì thường là không được nhận ra. Những công ty trải qua quá trình tái cơ cấu đã đảm nhận một quy trình đang tiếp diễn. Hiểu theo đúng nghĩa, nó có thể thay đổi cấu trúc vốn hoặc cách quản lý của một công ty, nó có thể loại bỏ tài sản, các bộ phận chuyển nhượng,...tất cả những điều đó làm thay đổi dòng tiền tệ tương lai và rủi ro của công ty. Vì thế, chiết khấu dòng tiền tệ tương lai của công ty sẽ rất khó khi có những việc không thể đoán trước được.

Cuối cùng, một trong những nét đặc trưng của nhà đầu tư giá trị là tìm kiếm những giá trị tiềm ẩn trong công ty để khám phá những tài sản tiềm ẩn mà đang được công ty tận dụng. Rủi thay, DCF không phải là một công cụ tốt nhất để sử dụng cho những nỗ lực đó. Trong tình huống như vậy, DCF sẽ chỉ có thể đánh giá được các loại tài sản thấy rõ hoặc là những tài sản mà sản sinh ra dòng tiền tệ. Chẳng hạn, tài sản không dùng đến như đất đai hoặc những thỏa thuận cấp phép sẽ không được tính là có trị giá theo DCF. Tốt nhất, DCF có lẽ được sử dụng cùng với các công cụ khác, chứ không được sử dụng một mình bởi vì nó đơn giản là không đầy đủ.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền nhằm đánh giá công ty không phải là một công cụ mới. Nó là một công cụ đã qua thử thách của thời gian. Các nhà đầu tư giá trị sử dụng DCF khi dòng tiền tệ của công ty không quá mang tính tuần hoàn, và nó có thể được thừa nhận rằng họ sẽ có những rủi ro đã nắm

trái tương đối giống các khó khăn trong tương lai dự đoán trước từ 5-7 năm.

Tổng cộng. Phương pháp tổng cộng là cần thiết cho việc thực hiện kinh doanh ở những bộ phận khác nhau, mà có thể yêu cầu các công cụ khác nhau để đánh giá từng bộ phận. Ví dụ, nếu một phương pháp dùng để đánh giá Tổng công ty GE, một số phép đo sẽ được sử dụng bởi vì nhà đầu tư sẽ đánh giá việc kinh doanh dụng cụ GE khác so với bộ phận dịch vụ tài chính của họ hoặc bộ phận NBC. Mẫu 10-K thường là nơi mà các nhà đầu tư bắt đầu tìm hiểu tình hình kinh tế của mỗi doanh nghiệp trong một công ty cụ thể.

Ví dụ, trong mẫu 10-K của Varian Associates năm 1997, mục có tiêu đề “Các bộ phận ngành” liệt kê 3 bộ phận kinh doanh của công ty, và bao gồm những thông tin liên quan tới lợi nhuận, thu nhập trước thuế, tài sản, chi phí vốn và khấu hao của mỗi bộ phận. Với những thông tin này trong tay, nhà đầu tư giá trị có thể tiến hành phương pháp đánh giá toàn bộ công ty.

Công cụ dựa trên giao dịch kinh doanh

Công cụ dựa trên giao dịch kinh doanh dựa vào những giá trị mà các công ty giành được đặt trên nền tảng tài sản của một công ty. Việc áp dụng các công cụ ít khắt khe hơn chủ yếu sử dụng các phép đo giá trị giống nhau mà người mua cổ phiếu doanh nghiệp đã sử dụng trên thị trường chung. Những phép đo này có thể bao gồm EV/dòng tiền tệ, P/S, DCF, ... Nó phụ thuộc vào những dữ liệu có sẵn. Yêu cầu duy nhất là nhà đầu tư giá trị mạnh dạn tìm kiếm những giao dịch kinh doanh trước của các ngành kinh doanh tương tự. Những thông tin phong phú có thể được tìm thấy trên mạng thông tin doanh nghiệp trên Internet, các chương trình tài chính trên truyền hình, hoặc báo chí.

Những bội số đánh giá mà đã được trả không được để cập

đến một cách rõ ràng và nhà đầu tư phải tự xác định. Ví dụ, nếu bạn nghe trên CNBC rằng công ty X đang mua công ty Y với giá 700 triệu đôla, nhà đầu tư sẽ phải quan sát những ước đoán về thu nhập, lãi ... của năm trước đó và năm kế tiếp để có cách sử dụng thích hợp.

ĐÁNH GIÁ HERMAN MILLER

Với mức giá của Herman Miller \$17 trên một cổ phiếu vào tháng 2 năm 1999, tôi đã đánh giá doanh nghiệp này và đi đến kết luận rằng đó là doanh nghiệp tốt trong một ngành hấp dẫn và đang được điều hành bởi những con người khôn ngoan, như được diễn tả ở Chương 2. Bước kế tiếp là sẽ chỉ ra công ty đó trị giá bao nhiêu và nếu như giá trị hiện tại ở mức \$17 có đủ cho việc chiết khấu.

Mục tiêu đầu tiên của tôi là phải hiểu giá trị của công ty đó. Tôi đã tính toán giá trị doanh nghiệp của công ty, giá trị này kết hợp các biến số quan trọng như giá cổ phiếu của công ty, lượng vốn thị trường, thông tin về tình hình vốn vay và tiền mặt của công ty, và giá trị của doanh nghiệp.

Sau khi tính toán vốn thị trường và giá trị doanh nghiệp, mục tiêu kế tiếp của tôi là sẽ xác định tiền lãi và dòng tiền tự do cho công ty.

Sau đó tôi sẽ nhìn vào chỉ số EBITDA của Herman Miller bởi vì những giao dịch kinh doanh đã được thông báo trước đó đã cung cấp đủ dữ liệu để tính toán quy mô giao dịch kinh doanh trên cơ sở EBITDA. Cách tính toán này sẽ chứng minh tính hữu ích trong việc tính toán giá trị của doanh nghiệp.

Kết hợp mọi thứ lại với nhau, tôi có hiểu biết về nơi mà công ty đang kinh doanh liên quan đến những đánh giá riêng về giá trị của công ty.

Cuối cùng, tôi sử dụng 3 kỹ thuật đánh giá khác nhau để lập một lưới tam giác về giá trị của công ty – dòng tiền tẻ chiết

khẩu, tỷ lệ giá trên thu nhập mỗi cổ phiếu và đánh giá thị trường - tư nhân. Sử dụng con số dòng tiền tự do trong cách tính DCF, tôi sẽ có một giá trị khoảng 2.6 tỉ đôla cho giá trị vốn cổ phiếu của công ty. Với một giá trị P/E cân bằng hợp lý nhân với 14 lần, tôi sẽ có giá trị 1,9 tỉ đôla. Cuối cùng tôi dựa vào sự kết hợp hoạt động kinh doanh trong ngành trong quá khứ để tạo ra một dãy giá trị cho những gì tôi đã nghĩ rằng doanh nghiệp sẽ xứng đáng để trở thành một khách hàng tiềm năng. Tôi sử dụng bội số của EBITDA bởi vì đó là một trong những công cụ đánh giá có thể so sánh tốt nhất vào lúc đó, để thẩm định giá trị của công ty. Sau đây là cách tính.

Kết hợp lại, 3 công cụ này sẽ cho ra một giá trị \$26 mà đó sẽ là giá mà tôi rút khoản đầu tư của mình vào Herman Miller 18 tháng sau đó.

Hình 3.2 Giá trị doanh nghiệp Herman Miller

Giá cổ phiếu	17\$
Cổ phiếu đang lưu hành	85
Vốn thị trường	1.455\$
Cộng với Nợ	166
Trừ đi Tiền mặt	115
Giá trị công ty	1.496\$

Hình 3.3 Cách tính dòng tiền tự do của Herman Miller

	Báo cáo 1998	Ước tính năm tới
Tổng thu nhập	1.719\$	1.800\$
Thu nhập thuần	128	135
Cộng D&A	51	62
Dòng tiền	179\$	197\$
Trừ đi: Vốn	74	100
Dòng tiền tự do	105\$	97\$

Hình 3.4 Cách tính EBITDA và EBITDA trừ đi vốn của Herman Miller

	Báo cáo 1998	Ước tính năm tới
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh(EBIT)	208\$	222\$
Cộng D&A	<u>51</u>	<u>62</u>
EBITDA	259\$	284\$
Trừ đi vốn	<u>74</u>	<u>100</u>
EBITDA - Vốn	185\$	184\$

Hình 3.5 Cách tính giá trị của Herman Miller

	Báo cáo 1998	Ước tính năm tới
P/E	11,3x	10,7x
EV/Tổng thu nhập	0,9x	0,8x
EV/Dòng tiền tự do	14,2x	15,4x
EV/EBITDA-Vốn	8,1x	8,1x
EV/EBITDA	5,8x	5,3x

Hình 3.6 Giá trị bỏ ra

EBITDA năm tới	284\$
Bội số mà người mua phải trả	<u>8,0x</u>
Giá trị doanh nghiệp để người mua có thể trả	2.272\$
Trừ đi nợ	166
Cộng với tiền mặt	<u>115</u>
Giá trị vốn cổ phiếu	2.221\$

Hình 3.7 *Lập một giá trị tam giác theo cách của Herman Miller*

	Giá trị
Công cụ đánh giá P/E	1.870\$
Công cụ DCF	2.550
Giá trị bỏ ra	<u>2.221</u>
Trung bình	2.214\$
Cổ phiếu đang lưu hành	<u>85</u>
Giá trị cổ phiếu tiềm năng	26,04\$

Hình 3.8 *Báo cáo thu nhập theo Herman Miller*

	30/05/98	31/05/97	01/06/96
(ĐVT: Nghìn, ngoại trừ giá trị cổ phần)			
LỢI NHUẬN RÒNG	1.718.595\$	1.495.885\$	1.238.931\$
CHI PHÍ BÁN HÀNG	<u>1.079.756</u>	<u>961.961</u>	<u>848.985</u>
TỔNG LỢI NHUẬN	638.839\$	533.924\$	434.946\$
Chi phí kinh doanh động:			
Bán hàng, chung và chi phí quản lý	396.698	359.601	316.024
Thiết kế và nghiên cứu	33.846	29.140	27.472
Hòa giải tranh chấp tài sản trí tuệ	–	–	16.515
Lỗ	<u>–</u>	<u>14.500</u>	<u>–</u>
TỔNG CHI PHÍ KINH DOANH	430.544\$	403.241\$	360.011\$
THU NHẬP	208.295\$	130.683\$	74.935\$
Chi phí khác:			
Lãi vay	-8.300	-8.843	-7.910
Thu nhập từ lãi suất	-11.262	-8.926	-6.804
Lỗ tỷ giá hối đoái	270	1.687	1.614
Khác	<u>1.456</u>	<u>3.196</u>	<u>2.119</u>
CHI PHÍ THUẬN KHÁC	-1.236\$	4.800\$	4.839\$
THU NHẬP TRƯỚC THUẾ THU NHẬP	209.531	125.883	70.096
Thuế thu nhập	<u>81.200</u>	<u>51.485</u>	<u>24.150</u>
THU NHẬP RÒNG	128.331\$	74.398\$	45.946\$
THU NHẬP MỖI CỔ PHIẾU – CƠ BẢN	1,42\$	0,79\$	0,46\$
THU NHẬP MỖI CỔ PHIẾU – ĐẢ TRỪ CHI PHÍ	1,39\$	0,77\$	0,46\$

Hình 3.9 Lưu chuyển tiền mặt của Herman Miller

(Đvt: Nghìn)	30/05/98	31/05/97	01//0696
Lưu chuyển tiền tệ từ các hoạt động kinh doanh:			
Thu nhập thuần	128.331\$	74.398\$	45.946\$
Các điều chỉnh để hài hòa thu nhập thuần và tiền mặt ròng từ các hoạt động kinh doanh	<u>140.392</u>	<u>143.772</u>	<u>78.512</u>
TIỀN RÒNG TỪ CÁC HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	268.723\$	218.170\$	124.458\$
Lưu chuyển tiền tệ từ các hoạt động đầu tư:			
Các khoản nợ phải thu	561.923	449.405	455.973
Các khoản thu	(544.182)	(460.956)	(454.261)
Các khoản phụ trội về tài sản và thiết bị	(73.561)	(54.470)	(54.429)
Khoản thu từ việc mua bán tài sản và thiết bị	870	5.336	13.486
Tiền ròng trả cho các khoản thu	(4.076)	(9.743)	(5.101)
Các khoản khác	<u>(7.102)</u>	<u>(1.548)</u>	<u>(212)</u>
LƯU CHUYỂN TIỀN MẶT RÒNG TRONG HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ	(66.128\$)	(68.880\$)	(44.544\$)
Lưu chuyển tiền tệ từ các hoạt động tài chính:			
Các khoản vay ngắn hạn	192.808	236.627	517.862
Các khoản trả nợ ngắn hạn	(189.619)	(239.417)	(579.613)
Các khoản vay dài hạn			270.985
Các khoản trả nợ dài hạn	(70)	(186)	(222.772)
Cổ tức phải trả	(13.516)	(12.463)	(13.015)
Cổ phiếu phổ thông được phát hành	18.529	11.989	12.203
Cổ phiếu phổ thông được mua lại	(201.982)	(97.962)	(25.101)
Các khoản phải trả lại từ việc vay vốn	<u>(172)</u>	<u>(116)</u>	<u>(250)</u>
LƯU CHUYỂN TIỀN MẶT RÒNG TRONG HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH	(193.959\$)	(101.528\$)	(39.701\$)
Ảnh hưởng của sự thay đổi tỷ giá hối đoái trên tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt	<u>519</u>	<u>1.346</u>	<u>352</u>
TĂNG TIỀN MẶT RÒNG VÀ CÁC KHOẢN TƯƠNG ĐƯƠNG TIỀN MẶT	9.155\$	49.108\$	40.565\$
Tiền mặt và tương đương tiền mặt đầu năm	<u>106.161</u>	<u>57.053</u>	<u>16.488</u>
TIỀN MẶT VÀ CÁC KHOẢN TƯƠNG ĐƯƠNG TIỀN MẶT CUỐI NĂM	115.316\$	106.161\$	57.053\$

Hình 3.10 Bảng cân đối kế toán của Herman Miller

(Đvt : Nghìn, Ngoại trừ số liệu về cổ phần và đơn vị cổ phần)	30/05/98	31/05/97
VỐN		
Vốn lưu động:		
Tiền mặt và các khoản tương đương tiền mặt	115.316\$	106.161\$
Các khoản phải thu trừ đi các khoản giảm trừ \$13,792 vào năm 1998 và \$12,943 vào năm 1997	192.384	179.242
Hàng tồn kho	47.657	53.877
Các chi phí trả trước và các chi phí khác	44.778	46.584
TỔNG TÀI SẢN LƯU ĐỘNG	400.135\$	385.864\$
Tài sản và thiết bị:		
Đất đai và những vùng được mở mang	27.279	26.936
Công trình kiến trúc và những vùng được mở mang	156.605	156.002
Máy móc thiết bị	364.817	364.653
Các công trình xây dựng dở dang	47.171	25.991
TỔNG TÀI SẢN VÀ THIẾT BỊ	595.872\$	555.582\$
Trừ đi khấu hao tích lũy	305.208	290.355
TÀI SẢN VÀ THIẾT BỊ RÒNG	290.664\$	265.227\$
Các khoản thu, trừ đi khoản giảm trừ (allowances) \$8,430 vào năm 1998 và \$8,489 vào năm 1997	27.522	47.431
Tài sản khác	66.025	57.065
TỔNG TÀI SẢN	784.346\$	755.587\$
NỢ VÀ VỐN CỔ ĐÔNG		
Nợ ngắn hạn:		
Séc không nhập quỹ	35.241	25.730
Suất nợ dài hạn hiện tại	10.203	173
Nợ phải trả	19.542	17.109
Các khoản phải trả	92.241	76.975
Nợ dãn	221.105	165.624
TỔNG SỐ NỢ NGẮN HẠN	378.332\$	285.611\$
Nợ dài hạn, trừ đi số nợ ngắn hạn ở trên	100.910	110.087
Các nợ khác	74.102	72.827
TỔNG SỐ NỢ	553.344\$	468.525\$
Vốn cổ đông:		
Cổ phiếu ưu đãi, không có mệnh giá (10,000,000 cổ phần được ủy quyền, không có cổ phần nào được phát hành)	-	-
Cổ phiếu phổ thông, \$.20 mệnh giá (120,000,000 cổ phần được ủy quyền, 86,986,957 và 46,030,822 cổ phần được phát hành và tồn đọng trong năm 1998 và 1997)	17.397	9.207
Vốn đóng đủ phụ trội	-	-
Lợi nhuận giữ lại	227.464	292.237
Điều chỉnh tình tiến tích lũy	-9.360	-10.863
Các chương trình cổ phiếu quản trị chính	-4.499	-3.519
TỔNG VỐN CỔ PHẦN	231.002\$	287.062\$
TỔNG NỢ VÀ VỐN CỔ ĐÔNG	784.346\$	755.587\$



CHƯƠNG 4

XÁC ĐỊNH YẾU TỐ XÚC TÁC VÀ HIỆU QUẢ

"Cần có sự thay đổi lớn. Tăng giá trị, hoặc để người khác làm việc đó cho bạn."⁽¹⁾

Michael F. Price

ĐỊNH NGHĨA YẾU TỐ XÚC TÁC

Các nhà đầu tư định nghĩa từ "yếu tố xúc tác" một cách khác nhau. Một số nhà đầu tư coi yếu tố xúc tác là các sự kiện xảy ra một lần, chẳng hạn sự chuyển nhượng hay sáp nhập. Các nhà đầu tư khác có định nghĩa rộng hơn về vấn đề này, trong đó bao gồm các sự kiện hay một chuỗi các sự kiện tạo ra sự thay đổi. *The American Heritage Dictionary* định nghĩa yếu tố xúc tác là "chất làm đẩy nhanh một quá trình hoặc sự kiện..."⁽²⁾. Một quá trình là một chuỗi các hoạt động liên tục. Một sự kiện theo lối suy nghĩ thông thường về một yếu tố xúc

(1) *Fortune*, "Michael Price: The Scariest S.O.B on Wall Street." 12/9/1996.

(2) *The American Heritage Dictionary*, Second College Edition (Boston: Houghton Mifflin, trang 247), 1985.

tác, có thời gian ngắn hơn một quá trình hay một sự việc “xảy ra một lần”. Dù định nghĩa về yếu tố xúc tác của một nhà đầu tư mang tính truyền thống hay được dựa trên cơ sở rộng hơn, điều chắc chắn là tất cả các yếu tố xúc tác đều được mong đợi là sẽ tạo ra sự thay đổi - một sự đổi khác tốt cuộc sẽ làm tăng giá trị của doanh nghiệp.

Nhà đầu tư giá trị Seth Klarman giải thích tại sao nhiều nhà đầu tư giá trị dựa vào việc xác định các loại trường hợp này: “Nhà đầu tư giá trị luôn phải để ý tìm các yếu tố xúc tác. Trong khi việc mua tài sản được giảm giá với giá thấp hơn chính là đặc điểm của quá trình đầu tư giá trị, sự xác định một phần hay toàn bộ giá trị thấp hơn thông qua một yếu tố xúc tác là phương pháp quan trọng tạo ra lợi nhuận. Ngoài ra, sự có mặt của yếu tố xúc tác còn làm giảm rủi ro.”⁽³⁾

Không phải tất cả các yếu tố xúc tác đều giống nhau. Có yếu tố xúc tác dành cho “giá trị doanh nghiệp” và yếu tố xúc tác dành cho “cổ phiếu”. Yếu tố xúc tác giá trị doanh nghiệp bao gồm các giao dịch kinh doanh như một cuộc hợp nhất hoặc thôn tính công ty. Các yếu tố xúc tác cổ phiếu làm tăng giá cổ phiếu của một công ty mà không làm tăng giá trị của doanh nghiệp. Các sự kiện làm thay đổi giá cổ phiếu mà không tác động đến giá trị của công ty không phải là tác nhân “thực sự”, mà chỉ có các thay đổi quan sát được hay sự đề phòng các thay đổi không bao giờ trở thành sự thực. Một thí dụ về các yếu tố xúc tác quan sát được chính là các đợt chia tách cổ phiếu. Các đợt chia tách cổ phiếu về cơ bản thường làm thay đổi số lượng cổ phiếu của một công ty nhưng không gây tác động thực tế đến dòng lưu chuyển tiền tệ, sự tăng trưởng hay tình trạng lợi nhuận của doanh nghiệp đó.

(3) Klarman, S., *Biên độ an toàn* (New York: HarperBusiness, 1991, trang 164).

Tác động duy nhất mà các đợt chia tách cổ phiếu tạo ra là chúng khuyến khích sự sở hữu cổ phiếu đối với công chúng, vì giá mỗi cổ phiếu giảm đi. Người ta có cảm giác công ty này có giá trị giảm đi. Giá cổ phiếu có thể thấp hơn, nhưng không phải giá mà người ta đang phải trả cho giá trị thực tế của doanh nghiệp. Hành động này, không còn nghi ngờ gì nữa, trước kia đã làm tăng cơ sở cổ đông.

Các yếu tố xúc tác “cổ phiếu” khác có thể bao gồm cái mà các nhà kinh doanh tại Phố Wall gọi là “sự đổi ngành”. Điều này xảy ra khi các nhà đầu tư lớn, đặc biệt là các tổ chức và quỹ tương hỗ bán cổ phiếu của một ngành để mua cổ phiếu của ngành khác.

Tuy nhiên, cuốn sách này tập trung vào yếu tố xúc tác đối với giá trị doanh nghiệp - các sự kiện xảy ra làm tăng giá trị của công ty, cho dù giá cổ phiếu của công ty này phản ứng thế nào. Người ta tin rằng rốt cuộc thị trường sẽ nhận thấy giá trị đã được tạo ra, chuyển nhượng hay giảm đi bởi một sự kiện như vậy và coi đó là một yếu tố xúc tác có giá trị.

Thảo luận tiếp theo liên quan đến các yếu tố xúc tác với ý nghĩa rộng hơn. Nó bao gồm nhiều định nghĩa về các yếu tố xúc tác, từ cộng đồng đầu tư giá trị, cũng như quan điểm của các CEO và nhà quản lý tạo ra các sự kiện này.

Có nhiều sự kết hợp yếu tố xúc tác khác nhau, có thể khác nhau về thể loại hay khoảng thời gian để chúng trở nên có hiệu quả. Các sự kiện này có thể được sinh ra từ bên trong hoặc do bên ngoài đem lại. Khoảng thời gian chính là độ dài thời gian mà các yếu tố xúc tác thực tế xảy ra. Một số yếu tố xúc tác là các sự kiện một lần, chẳng hạn bán tài sản hay sáp nhập. Các yếu tố xúc tác cũng có thể được định nghĩa là các sự kiện xuất phát từ cả bên trong tổ chức và từ cả các nhân tố bên ngoài. Seth Klarman giải thích, “Có một số tác động nhằm làm cho giá cổ phiếu sát với giá trị cơ bản. Các quyền của bộ phận quản lý như phát hành hay mua lại cổ phiếu, sự chuyển nhượng cho công ty con, tái tư bản hoá, và, như một giải pháp cuối cùng,

thanh lý hoặc bán doanh nghiệp đều có thể thu hẹp khoảng cách giữa giá và giá trị.”⁽⁴⁾

Một số yếu tố xúc tác gây ra tác động ngắn hơn hoặc tức thời hơn, cũng như các khoản lợi nhuận đang tăng. Chẳng hạn, như đã nêu tại Chương 1, sự giải tán của Varian Associates đã có một tác động thực sự và tích cực, vượt ra ngoài các khoản tiết kiệm từ một cơ cấu doanh nghiệp gọn lại. Như bộ phận quản lý của công ty đã giải thích, quá trình tổ chức lại tạo điều kiện cho nhiều sự kiện kế tiếp sau đó và thực hiện một số các mục tiêu đã đặt ra. Sự thay đổi này nâng cao trình độ của công ty mới, bởi bộ máy quản lý trở nên tập trung hơn. Và các công ty có nhiều khả năng hơn trong việc tạo ra các động lực cụ thể cho người lao động của mình. Sự phân tích cũng mang lại cho mỗi công ty độc lập cơ hội tăng nguồn vốn và đưa ra các quyết định phân bổ vốn của mình - trong đó tất cả đều có lợi ích dài hạn.

CÁC YẾU TỐ XÚC TÁC TIỀM NĂNG

Như hình dưới minh họa, có các yếu tố xúc tác phát sinh từ bên trong và từ bên ngoài. Sau đây là một vài thí dụ về hai loại xúc tác này.

CÁC YẾU TỐ XÚC TÁC BÊN TRONG

Bộ máy quản lý mới có thể được lập ra. Bộ máy quản lý mới hay một sự thay đổi tập trung vào bộ máy quản lý hiện nay có thể chứng tỏ là một yếu tố xúc tác có hiệu lực. Các nhà quản lý mới có thể đưa ra một số sáng kiến để nâng cao giá trị của các cổ đông, chẳng hạn cắt giảm chi phí, tổ chức lại, sự loại bỏ ...

Công ty có thể áp dụng một chiến lược doanh nghiệp mới. Những người tìm kiếm giá trị luôn theo dõi các thay đổi

(4) Klarman, S., *Biên độ an toàn* (New York: HarperBusiness, 1991, trang 101).

	Sự kiện một lần; Ngắn hạn	Một loạt các sự kiện liên tục; Dài hạn
Bên ngoài	Toàn bộ ngành: chẳng hạn, hoạt động M&A	Ngành công nghiệp theo chu kỳ ra khỏi phạm vi của mình
Bên trong	Bán tài sản, sự chuyển nhượng mua lại cổ phiếu	Thay đổi về tổ chức có hiệu lực: các chiến lược hoạt động và /hoặc chiến lược doanh nghiệp mới

Hình 4.1. Ma trận yếu tố xúc tác

trong chiến lược của một công ty. Trong khi những thay đổi này rất tinh vi và khó phát hiện khi quan sát từ bên ngoài, thì các thay đổi về vị thế trong ngành, sự tập trung vào sản phẩm ... của công ty thường được chứng minh là các yếu tố xúc tác lớn và đầy ý nghĩa trong quá trình tạo ra giá trị dài hạn cho các cổ đông.

Các nhà đầu tư đang cố gắng xác định sự thay đổi phải xác định những gì mà các chiến lược doanh nghiệp mới đang cố gắng tác động tới. Có nhiều mục tiêu mà các chiến lược đó nhằm vào. Một nhà đầu tư phải tập trung vào sự tác động mà các chiến lược này có thể gây ra đối với sự tăng trưởng và khả năng thu lợi nhuận. Trong cuốn sách của Michael Porter, Chiến lược cạnh tranh, ông đã đưa ra trường hợp trong đó các doanh nghiệp thường có sự cân bằng giữa sự tăng lợi nhuận bằng cách thực hiện một chiến lược giảm chi phí để đạt lợi nhuận cao hơn thông qua các sản phẩm khác biệt.⁽⁵⁾ Chẳng hạn, khi các công ty tăng giá bán sản phẩm và dịch vụ của mình, họ có thể tăng biên độ lợi nhuận. Tuy nhiên, do giá bán

(5) Porter, M., *Chiến lược cạnh tranh* (New York: The Free Press, 1980, trang 35-36).

của mỗi sản phẩm cao hơn, họ sẽ phải chịu sự giảm đi về lượng. Các công ty thường lựa chọn giữa việc tập trung hoặc vào lượng, hoặc vào giá bán để thúc đẩy sự tăng trưởng lợi nhuận cao. Sự tập trung vào giá bán thường đòi hỏi một công ty phải có các sản phẩm hoặc dịch vụ cao cấp hơn, trong khi sự tập trung vào lượng đòi hỏi hiệu quả hoạt động cao để tạo ra cho doanh nghiệp các ưu thế về chi phí. Các hành động này, với tất cả các điều kiện khác tương đương, sẽ thúc đẩy sự tăng lợi nhuận, cuối cùng là tăng thu nhập cổ phiếu.

Các nhà đầu tư thường nhìn vào tỷ suất lợi nhuận trên vốn như một công cụ phân tích triển vọng tăng lợi nhuận. Nhà đầu tư tính toán tỷ suất này bằng cách lấy con số lợi nhuận có sẵn trên báo cáo thu nhập, chia cho số vốn của doanh nghiệp thể hiện trên bảng cân đối kế toán. Một tỷ số lợi nhuận/vốn cao hơn sẽ hạn chế nhu cầu mà một doanh nghiệp phải tái đầu tư tiền vào sự tăng trưởng tài chính, do đó làm tăng lưu lượng tiền tệ và cuối cùng là tăng giá trị của doanh nghiệp. Nếu tỷ số này tăng lên, tiền lãi đầu tư trên số vốn của công ty cũng tăng lên.

Thật không may, các yếu tố xúc tác mang tính chiến lược thành công lại thường tồn tại không lâu. Nghiên cứu đã chỉ ra rằng nếu một công ty có lợi nhuận cao do việc áp dụng một chiến lược, các đối thủ cạnh tranh cũng sẽ bắt chước nó và làm giảm khả năng sinh lời của chiến lược đó. Cơ hội tốt nhất cho yếu tố xúc tác như vậy, dựa trên một chiến lược tốt hơn, là dành cho một công ty nằm trong một ngành có nhiều rào cản hay một doanh nghiệp có kế hoạch kinh doanh đòi hỏi các nguồn lực lớn và nhiều kinh nghiệm mới có thể bắt chước được.

Không phải tất cả các chiến lược doanh nghiệp đều nhằm vào việc tăng lợi nhuận. Sự tăng trưởng về lợi nhuận hoặc lượng tiền mặt thường bắt nguồn từ các đợt phân bổ vốn gia tăng trong các khu vực có mức lợi nhuận cao hơn trong doanh nghiệp. Tuy nhiên, sự phân bổ vốn cao hơn trong các khu vực

này thường tạo ra chi phí từ các lưu lượng tiền của công ty. Nếu các đợt phân bổ này tập trung vào khu vực mang tính rủi ro cao hơn, chúng có thể làm tăng chi phí vốn của doanh nghiệp, do đó làm giảm giá trị của doanh nghiệp.

Nhiều nhà đầu tư thường tập trung trước tiên vào sự tác động mà các quyết định đầu tư tạo ra đối với tổng chi phí vốn của một công ty, nhằm đánh giá mức lợi nhuận tiềm năng của họ.

Mục tiêu là để xác định số vốn được phân bổ cho các khu vực có khả năng thu lợi cao hơn trong doanh nghiệp, mà vẫn không làm tăng chi phí vốn hay rủi ro. Khi sự gia tăng về khả năng thu lợi nhuận được tăng lên do nguồn vốn tăng, và có một tác động rất nhỏ lên chi phí vốn của doanh nghiệp, thì giá trị của doanh nghiệp hiển nhiên sẽ tăng. Các nhà đầu tư hiểu rằng nếu sự gia tăng khả năng sinh lợi là do công ty tham gia vào các hoạt động kinh doanh mới, mang tính rủi ro hơn so với hoạt động kinh doanh chính của nó, thì sẽ có khả năng là sự gia tăng về chi phí vốn của một công ty sẽ phải bù cho phần lợi nhuận từ sự gia tăng khả năng thu lợi.

Các công ty cũng có thể thực hiện chiến lược sản phẩm mới. Sự đe dọa đối với các hoạt động của một công ty nằm trong rủi ro đối với lưu lượng tiền mặt của nó. Một nhân tố có tác động đến lưu lượng tiền mặt là mức độ "hấp dẫn" được tìm thấy với các sản phẩm và dịch vụ của một công ty. Khi nói đến một doanh nghiệp, "sự hấp dẫn" về cơ bản có nghĩa là khả năng thu hút các khách hàng quen thuộc. Khách hàng có càng nhiều cơ hội chọn lựa sản phẩm, thì hoạt động và lưu lượng tiền mặt của công ty càng mang tính rủi ro. Điều này dẫn tới chi phí vốn cao hơn và sự đánh giá thấp hơn đối với doanh nghiệp. Các nhà đầu tư giá trị theo dõi yếu tố xúc tác tiềm năng làm giảm rủi ro hoạt động bằng cách làm cho sản phẩm và dịch vụ của công ty trở nên hấp dẫn hơn. Quảng cáo thường là phương pháp lựa chọn của một công ty khi thực hiện mục tiêu này.

Hiệu quả hoạt động tăng lên cũng có thể là một yếu tố xúc tác. Các chiến lược hoạt động mới dựa trên hiệu quả có thể là các nhân tố mạnh và kéo dài, có thể làm tăng giá trị của một doanh nghiệp. Rõ ràng là doanh nghiệp trong một ngành nhất định càng có giá trị cao thì biên độ lợi nhuận của nó càng cao. Do đó, nếu một công ty có thể tăng lợi nhuận hoạt động của nó so với các công ty ngang cấp khác, nó sẽ tạo ra giá trị lớn hơn cho các cổ đông của mình.

Một công ty có thể thực hiện nhiệm vụ này bằng nhiều cách, từ việc nâng cao văn hoá của doanh nghiệp đến việc thay đổi chính sách hoạt động của mình. Nhà đầu tư thường nhắm vào các công ty có biên độ lợi nhuận thấp so với các công ty khác trong ngành, bởi vì các công ty này sẽ có lợi nhất từ yếu tố xúc tác loại này.

Cắt giảm chi phí là một trong các biện pháp ưa chuộng của bộ máy quản lý. Phương pháp được bộ máy quản lý lựa chọn phổ biến nhất để nâng cao hiệu quả hoạt động là cắt giảm chi phí. Các đợt cắt giảm chi phí chung là các yếu tố xúc tác tiềm năng chỉ khi chúng không bắt nguồn từ các nguồn sẽ đóng góp cho thu nhập hoạt động và sự tăng trưởng tương lai. Thông thường, các công ty giảm chi phí bằng cách giảm hoạt động nghiên cứu và đào tạo, mặc dù điều này có thể làm giảm tiềm năng tăng trưởng tương lai của các công ty. Sự cắt giảm chi phí như vậy là không khôn ngoan, và sẽ luôn gây thiệt hại cho công ty trong dài hạn.

Giá trị có thể đến từ một số nguồn, chẳng hạn như công nghệ, con người, sản phẩm, công tác đào tạo của một doanh nghiệp... Cắt giảm chi phí với tư cách là phương thức duy nhất làm tăng giá trị doanh nghiệp có thể là một trò chơi nguy hiểm. Trên thực tế, cắt giảm chi phí thường được hứa hẹn như một biện pháp điều chỉnh các quyết định của bộ máy

lãnh đạo vốn làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Chẳng hạn quyết định thu tóm doanh nghiệp. Các công ty thường trả quá nhiều cho các công ty khác và đưa ra cơ hội cắt giảm chi phí để làm yên lòng cổ đông. Thật không may, hiếm khi những hứa hẹn này được thực hiện. Các nhà đầu tư đều rất ý thức được vấn đề này. Nhà đầu tư giá trị biết rằng sự hứa hẹn cắt giảm chi phí càng lớn, thì họ càng phải nhìn sâu hơn vào triển vọng thực tế có khả năng xảy ra. Nó thường là một dấu hiệu thể hiện rằng có gì đó đang được đánh giá quá mức, hay ai đó đang trả quá mức.

Thực tế của vấn đề là các công ty thường thấy khó khăn hơn khi chia tách các nguồn lực không đóng góp với các nguồn lực có đóng góp vào lợi nhuận hữu hình. Luôn ghi nhớ điều này, các nhà đầu tư giá trị phải mất thời gian nghiên cứu chi tiết của các chiến lược cắt giảm chi phí do đội ngũ quản lý đưa ra. Hứa hẹn càng lớn, sự nghi ngờ càng cao.

Các nhà đầu tư thường xem chiến lược tài chính mới như một yếu tố xúc tác tiềm năng. Một phương pháp mà doanh nghiệp có thể tăng khả năng sinh lời là giảm chi phí vốn của mình một cách tinh tế. Mặc dù có một số phương pháp mà một công ty có thể thực hiện mục tiêu này, sự thay đổi trong chiến lược tài chính của doanh nghiệp thường là tác nhân làm tăng khả năng sinh lời và giá trị doanh nghiệp. Chi phí vốn của doanh nghiệp là sự kết hợp chi phí nợ và chi phí nguồn cung cấp tài chính bằng vốn cổ phiếu của công ty đó. Giá trị của doanh nghiệp thường được xác định bằng lưu lượng tiền mặt tạo ra bởi công ty đó, trừ đi chi phí vốn. Thông thường, việc cắt giảm chi phí vốn của công ty sẽ làm tăng giá trị của doanh nghiệp. Để cắt giảm chi phí vốn của doanh nghiệp, bộ máy quản lý thường thay đổi mức nợ và vốn cổ phiếu trên bảng cân đối kế toán. Chi phí nợ thường thấp hơn chi phí vốn cổ phiếu, bởi người cho vay chịu rủi ro ít hơn so với người nắm giữ cổ phiếu. Do đó, công ty có chi phí nợ

tương đối nhiều hơn sẽ làm giảm được chi phí vốn và tăng giá trị doanh nghiệp của mình.

Tuy nhiên, quá nhiều nợ có thể làm tê liệt công ty và đẩy nó vào tình trạng nguy hiểm về tài chính. Khi chi phí vốn giảm xuống, giá trị của doanh nghiệp sẽ chỉ tăng lên nếu mức nợ cao hơn không ảnh hưởng đến lưu lượng tiền mặt của doanh nghiệp. Đây là một sự cân bằng tinh vi mà các nhà đầu tư giá trị phải đánh giá cẩn thận.

Giảm mức thuế phải chịu có thể là một yếu tố xúc tác tiềm năng. Giá trị của một công ty được dựa trên lưu lượng tiền mặt tự do sau thuế của doanh nghiệp. Sự cắt giảm hợp lý và có ý nghĩa đối với mức thuế phải chịu có thể là một yếu tố xúc tác tiềm năng để làm tăng giá trị của doanh nghiệp. Rõ ràng là, có các quy định thuế nhất định mà bộ máy quản lý không thể - và không nên - tránh. Tuy nhiên, có các sáng kiến nhất định có thể thực hiện được nhằm làm giảm gánh nặng thuế. Những sáng kiến này bao gồm việc các công ty đa quốc gia chuyển thu nhập lòng vòng để lợi dụng chính sách thuế tối ưu, tận dụng lỗ từ hoạt động kinh doanh của các công ty khác để bảo vệ cho thu nhập tương lai, hay sử dụng chính sách quản lý rủi ro phức tạp để làm giảm mức thuế trung bình của công ty. Các hệ thống quản lý rủi ro thường san bằng thu nhập đều khắp khoảng thời gian để giúp công ty hạn chế mức thuế thu nhập cao.

Nhìn chung, các nhà đầu tư giá trị thường hoài nghi về chính sách thuế nhằm làm tăng giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, nếu công ty có thể luôn duy trì sự hiệu quả, các nhà đầu tư sẽ phải tặng thưởng cho bộ máy quản lý, nếu lượng tăng tiền mặt đã được duy trì vì lợi ích của cổ đông.

Giảm nguồn vốn lưu động để lưu thông tiền mặt. Nguồn vốn lưu động không thuộc loại tiền mặt trong một công ty là khoản chênh lệch giữa tài sản lưu động phi tiền mặt và các

khoản nợ ngắn hạn không thuộc nguồn vốn vay. Nguồn vốn này thường bao gồm hàng tồn kho và các khoản phải thu trừ đi các khoản phải trả. Vốn lưu động có thể được sử dụng như một yếu tố xúc tác, do bất cứ khoản tiền mặt nào nằm trong số vốn lưu động không thể được đưa vào sử dụng trong các lĩnh vực khác của công ty - các khu vực có thể tạo ra lợi nhuận cao hơn. Không cần nói cũng biết, việc tăng nguồn vốn lưu động chính là việc tiền mặt được sử dụng mạnh, và nó chỉ có thể tăng giá trị của doanh nghiệp nếu các khoản đầu tư trong nguồn vốn lưu động được giảm đi.

Các công ty thường coi nguồn vốn lưu động là một cơ hội tăng giá trị cổ đông bởi nó rất đơn giản. Tuy nhiên, trên thực tế, nó tinh tế hơn so với hầu hết các công ty có nhà đầu tư tin tưởng. Sự thất bại trong việc tăng nguồn vốn lưu động có thể ảnh hưởng đến sự tăng trưởng tương lai và thu nhập hoạt động kinh doanh của công ty. Đó là do các công ty thường duy trì hàng tồn kho và bán chịu cho khách hàng để khuyến khích họ mua nhiều hàng hoá và dịch vụ hơn. Nếu công ty giảm nguồn vốn lưu động quá nhiều, nó có thể làm giảm doanh thu bán hàng và cuối cùng làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Khi coi độ mạnh của nguồn vốn lưu động như một yếu tố xúc tác tiềm năng, nhà đầu tư giá trị đánh giá rủi ro tiềm năng mà công ty có thể làm mất đi lợi nhuận khi làm giảm các khoản đầu tư vào nguồn vốn lưu động. Nhà đầu tư giá trị cũng nhằm vào việc sử dụng công nghệ và các hệ thống hàng tồn kho của công ty để tạo điều kiện thuận lợi cho việc giảm nguồn vốn lưu động, có thể gây tác động tích cực đến giá trị của doanh nghiệp.

Việc giảm các khoản đầu tư vốn để tạo ra giá trị đòi hỏi phải tinh tế. Việc giảm vốn thường là một yếu tố xúc tác được sử dụng nhằm tăng giá trị của doanh nghiệp, nếu công ty có thể giảm được chi phí vốn thực của mình trên tài sản hiện có. Các khoản đầu tư vốn của công ty - sự chênh lệch giữa chi phí vốn và khấu hao - là khoản tiền mặt chảy ra khỏi công ty, làm giảm lưu lượng tiền mặt. Lượng tiền mặt này

thường được sử dụng để cung cấp nguồn vốn cho những cơ hội tăng trưởng tương lai, trong khi vẫn duy trì các tài sản khác trong công ty.

Việc sử dụng chi phí vốn như một phương pháp tăng giá trị doanh nghiệp phải được thực hiện một cách tinh tế. Trong khi một công ty có thể tạo ra dòng tiền mặt chảy vào bằng cách giảm đầu tư vào tài sản hiện có, công việc có thể tạo ra giá trị cho các cổ đông, nó cũng có thể phải chịu rủi ro làm giảm tuổi thọ của những tài sản này. Ngược lại, nếu một công ty đầu tư toàn bộ vốn vào tài sản hiện có, có thể sẽ xảy ra trường hợp không có dòng tiền tự do - một động lực có thể làm giảm giá trị của doanh nghiệp. Tìm ra đúng mức độ chi phí vốn yêu cầu là bước đầu tiên đánh giá xem liệu việc giảm nó để tạo ra tiền mặt nhằm đầu tư vào vào các nơi khác có làm tăng giá cổ phiếu hay không.

Mua lại cổ phiếu là một trong các yếu tố xúc tác ưa chuộng của các nhà đầu tư. Thông thường, một yếu tố xúc tác này dẫn tới một yếu tố xúc tác khác. Có các yếu tố xúc tác nhằm làm giảm khoảng cách về giá trị giữa giá cổ phiếu hiện thời của một công ty với giá trị ẩn của doanh nghiệp. Rõ ràng là, khi giá cổ phiếu của một doanh nghiệp được giao dịch ở mức thấp hơn nhiều so với giá trị hợp lý của doanh nghiệp thì nhà đầu tư giá trị hầu như tìm kiếm các yếu tố xúc tác. Yếu tố xúc tác phổ biến nhất, và chắc chắn là ít phức tạp nhất trong quá trình thực hiện, là việc mua lại cổ phiếu.

Việc mua lại cổ phiếu có thể được thực hiện hầu hết trong các công ty giao dịch công khai; nó thường do bộ máy quản lý xác định được cơ hội - khoảng cách giá trị giữa giá cổ phiếu của công ty và giá trị của nó - nhằm phát động một chương trình mua lại cổ phiếu. Rất khó để dự báo một quyết định như vậy của bộ phận quản lý, và có được lợi ích từ quyết định đó. Các thông báo về chương trình mua lại cổ phiếu thường tạo ra ngay sự tăng giá cổ phiếu của một công ty.

Việc mua lại cổ phiếu của công ty là một trong các công cụ phổ biến nhất mà bộ máy quản lý sử dụng để tạo ra giá trị cổ đông, bởi nó sẽ đem lại nhiều lợi nhuận cho cổ đông. Kết quả là, không còn nghi ngờ gì về việc nhà đầu tư thích theo dõi các chương trình mua lại cổ phiếu: "Chúng ta sử dụng quá nhiều thời gian vào các đợt tái cơ cấu lớn và nhỏ," Mike Price cho biết. "Thông thường khi chúng ta sở hữu các cổ phiếu này, họ đang bán cổ phiếu ở dưới giá trị phá vỡ và dưới giá trị sổ sách, vì thế hầu hết thời gian có ý nghĩa đối với họ khi mua lại cổ phiếu của chính mình. Chúng ta muốn xem việc bán tài sản tạo ra lợi nhuận, và làm cho công ty thu được tiền và mua lại cổ phiếu ..."⁽⁶⁾.

Một công ty thường mua lại cổ phiếu của chính mình theo ba cách: a) mua lại cổ phiếu trên thị trường mở; b) mua lại cổ phiếu thông qua việc thương lượng riêng, và c) bằng cách mời đấu thầu mua lại cổ phiếu. Trong một cuộc mời thầu, công ty thường công bố lượng cổ phiếu muốn mua, mức giá sẵn sàng trả và thời gian hiệu lực của đợt đấu thầu. Việc mua lại cổ phiếu trên thị trường mở thường phổ biến hơn. Trong một đợt mua lại cổ phiếu trên thị trường mở, công ty này không cần phải thông báo cho thị trường về hành động của mình. Tuy nhiên, công ty sẽ phải công bố kế hoạch mua lại cổ phiếu. Các đợt mua lại cổ phiếu thông qua thương lượng riêng thường liên quan tới việc mua cổ phiếu từ một cổ đông lớn thông qua các cuộc thương lượng trực tiếp với công ty. Trong số ba phương pháp mà công ty mua lại cổ phiếu, phương pháp thương lượng riêng là ít phổ biến nhất.

Có sáu nguyên nhân chủ yếu mà các công ty mua lại cổ phiếu của chính mình: 1) nhằm giảm khoản cổ tức phải trả của công ty nhưng không làm giảm giá trị cổ tức; 2) báo hiệu cho thị trường cổ phiếu rằng cổ phiếu của công ty đang bị đánh giá thấp; 3) làm tăng thu nhập trên mỗi cổ phiếu; 4) thay đổi cơ

(6) Barron's "A man for all markets", 11/3/1985.

cấu vốn của công ty; 5) mua cổ phiếu của một người bán cổ phiếu lớn; và 6) tạo ra cho các cổ đông hiện thời một sự phân phối tiền mặt tiện lợi về mặt thuế.⁽⁷⁾

Sự phân phối tiền mặt là mục tiêu chung nhất cho các bộ máy quản lý. Tuy nhiên, một trong các vấn đề mà nhà đầu tư tập trung vào là các công ty mua lại cổ phiếu của mình phải trả một khoản lãi trên mức giá thị trường. Rủi ro là công ty có thể phải trả quá nhiều cho chính cổ phiếu của mình, do đó chuyển sự giàu có từ cổ đông dài hạn của công ty sang cổ đông bán cổ phiếu.

Các nhà đầu tư giá trị xem việc mua lại cổ phiếu là một sự thu nhận mà công ty đạt được; giá bán đó là đúng.

Bộ máy quản lý của công ty có thể cũng mua lại cổ phiếu nhằm làm giảm lượng tiền tức bằng tiền mặt. Số tiền tiết kiệm được thông qua việc giảm lượng cổ tức này được mong đợi là cao hơn nhiều so với các khoản tiền được sử dụng để mua lại cổ phiếu. Điều này cho thị trường thấy rằng, so với khoản tiền trả cho một cổ tức, việc mua lại cổ phiếu là một khoản đầu tư tốt hơn và có thể luôn tạo ra sự giàu có cho cổ đông.

"Sự báo hiệu" cũng có thể là một yếu tố xúc tác rất mạnh. Do công ty sẵn sàng chi tiền để mua lại cổ phiếu của mình, nó cho thấy rằng bộ máy quản lý rất tự tin vào công việc kinh doanh và rằng giá cổ phiếu của công ty đang bị đánh giá thấp đi. Việc báo hiệu sự tự tin như vậy có thể làm cho giá cổ phiếu cao hơn.

Việc mua lại cổ phiếu thường làm tăng thu nhập trên mỗi cổ phiếu. Việc tăng thu nhập trên mỗi cổ phiếu có thể tốt hơn nhiều lần so với khi công ty sử dụng khoản nợ mới để mua lại cổ phiếu. Hành động này không chỉ làm tăng thu nhập cổ phiếu mà còn tăng ROE của một doanh nghiệp. ROE có thể

(7) Tập san Applied Corporate Finance, "Mua lại cổ phiếu phổ thông: Họ thực sự thực hiện kế hoạch gì," Larry Dann, Đại học Oregon, 1983, trang 72-79.

tăng do sự thay đổi cơ cấu vốn của doanh nghiệp.

Nguyên nhân cuối cùng cho việc mua lại cổ phiếu là mua lại cổ phiếu của một cổ đông lớn đang tìm cách thanh lý cổ phiếu. Hành động này có thể rất có lợi, đặc biệt nếu mua lại cổ phiếu từ một cổ đông đang muốn làm giảm các kế hoạch tạo giá trị đã được chứng minh của một công ty.

Sự chuyển giao cổ phiếu và chia nhỏ vốn cổ phần có thể là một phương pháp tốt để tăng giá cổ phiếu của một công ty. "Sự chuyển giao là một giao dịch miễn thuế trong đó công ty mẹ chuyển nhượng công việc kinh doanh cho công ty con mới và sau đó trả một khoản cổ tức đặc biệt cho các cổ đông của mình nắm giữ cổ phiếu của công ty con mới đó. Sau khi chuyển giao, doanh nghiệp mới là một công ty riêng, có giao dịch công khai với một cơ sở cổ đông tương tự như cơ sở cổ đông của công ty mẹ. Cổ đông của công ty mẹ nhận cổ phiếu của công ty con trên cơ sở dữ liệu có sẵn, mà không cần xem xét hay chịu các khoản thuế phải trả."⁽⁸⁾ Một quá trình chia nhỏ vốn cổ phần thường xảy ra trước khi chuyển giao, cho phép chỉ một phần phân chia nhỏ được đưa ra công chúng. Sự khác nhau chính giữa quá trình tạo vốn cổ phần và quá trình chuyển giao là việc tạo ra vốn cổ phần làm tăng lượng tiền mặt cho công ty mẹ còn một quá trình thì không.

Có bốn lợi ích của việc chuyển nhượng cổ phiếu và chia nhỏ vốn cổ phần. Trước hết, sự chuyển nhượng có thể giúp các công ty tái tập trung vào các năng lực chủ yếu của mình bằng cách cho phép họ chia tách các bộ phận kinh doanh không phù hợp về mặt chiến lược, hoạt động và tài chính với công ty mẹ. Thứ hai, do sự chênh lệch về giá trị tạo ra giữa công ty được chuyển nhượng và công ty mẹ, các cổ đông thường hoan

(8) Cornell, J., Spin-off to Pay-off (New York: McGraw-Hill, 1998, trang 3).

nghe hành động này. Chẳng hạn, một công ty tăng trưởng chậm và lợi nhuận thấp có một bộ phận tăng trưởng nhanh và lợi nhuận cao, có thể là đối tượng tốt cho việc chuyển nhượng do sự chênh lệch đánh giá tiềm năng.

Ngoài ra, công ty có một vài bộ phận và các cơ cấu phức tạp thường khó đánh giá, và thường bị đánh giá thấp hơn đáng kể so với giá trị của các bộ phận của nó. Chuyển nhượng cho các bộ phận thường là một biện pháp làm giảm sự đánh giá thấp của công ty này.

Thứ ba, công ty được chuyển nhượng cũng có cơ hội tạo ra giá trị cổ đông bằng cách thực hiện một cơ cấu công ty mới. Các công ty được chuyển nhượng mới thường có bộ máy quản lý rất tập trung gồm những người có động cơ mạnh nhằm tạo ra giá trị cổ đông. Đặc điểm thứ tư, và có lẽ là lý do mang tính chất tài chính nhất đối với một cuộc chuyển nhượng, là ưu thế về thuế. Công ty mẹ và các cổ đông nhận cổ tức không bị đánh thuế, cho dù công ty mẹ có lợi nhuận tài chính, ví như nó đã bán tài sản. Ngoài ra, các cổ đông nhận cổ tức không bị đánh thuế, ngay cả khi họ nhận được thu nhập từ cổ tức.

Khi xem xét việc đầu tư vào một quá trình chuyển nhượng hay tạo ra vốn cổ phần, nhà đầu tư giá trị đánh giá công việc kinh doanh, cơ hội tạo ra giá trị của doanh nghiệp, và bộ máy quản lý. Giống như các khoản đầu tư khác, những thuộc tính này rất quan trọng để hiểu được cơ hội giá trị của doanh nghiệp đó. Ngoài ra, nhà đầu tư giá trị tập trung vào các vấn đề liên quan tới quá trình tổ chức lại như vậy, bao gồm những thay đổi trong kế toán, phân bổ nợ và các vấn đề phân chia như mối quan hệ giữa công ty được chuyển nhượng và công ty mẹ, và các triển vọng chấp nhận được theo quy luật.

Có bốn nguyên nhân chủ yếu để một công ty xem xét việc sử dụng yếu tố xúc tác chuyển nhượng nhằm tăng giá cổ phiếu. Trước tiên, một bộ phận có cơ sở vốn cổ phần và các cổ đông của riêng mình có thể tăng nguồn cung cấp tài chính thông qua cổ phiếu với tư cách là một đơn vị độc lập. Nguyên

nhân thứ hai cho một sự chuyển nhượng có thể là do các quy chế hiện hành đòi hỏi. Nguyên nhân này có thể xuất phát từ Ủy ban Thương mại Liên bang và Bộ tư pháp yêu cầu một công ty phải bán hoặc chuyển nhượng một bộ phận để có được sự chấp thuận về mặt quy định cho giao dịch lớn hơn. Công ty này cũng có thể chuyển nhượng một bộ phận để nhận được mức tín dụng tốt hơn. Nguyên nhân cuối cùng cho một cuộc chuyển nhượng là khả năng một bộ phận đang được xem xét có thể không phù hợp lắm với chiến lược doanh nghiệp của công ty mẹ.

Chia tách. Chia tách tương tự như chuyển nhượng. Sự khác nhau là trong quá trình chia tách, các nhà đầu tư phải chọn công ty nào mà họ muốn sở hữu, công ty mẹ hay công ty mới, nhưng không được chọn cả hai. Nếu các nhà đầu tư muốn sở hữu công ty con, họ phải đổi cổ phiếu của công ty mẹ lấy cổ phiếu của công ty mới. Công ty mẹ thường đưa ra sự kích thích về giá đối với công ty mới nhằm khuyến khích các cổ đông đổi cổ phiếu của công ty mẹ lấy cổ phiếu của công ty con. Công ty mẹ nhiệt tình làm công việc này vì trên thực tế, đây là việc mua lại cổ phiếu đối với công ty mẹ. Sự khác nhau cơ bản giữa một chương trình mua lại cổ phiếu và một đợt chia tách là thay vì sử dụng tiền mặt để mua lại cổ phiếu, quá trình chia tách cho phép công ty mẹ sử dụng nguồn cổ phiếu mới phát hành như một nguồn tiền tệ. Các nhà đầu tư giá trị tập trung vào đặc trưng của hai doanh nghiệp, các giá trị của chúng, và mức giá mà họ có thể mua cổ phiếu.

Bán tài sản - Bán tài sản chỉ là một phần tạo ra giá trị. Nửa kia là việc sử dụng số tiền thu được. Việc bán tài sản của công ty thường là dấu hiệu tốt để tăng giá trị. Tài sản trong công ty biểu hiện các khoản đầu tư đã được thực hiện, tạo ra thu nhập hoạt động hiện thời cho doanh nghiệp đó. Thông thường, nếu các tài sản này tạo ra lợi nhuận đầu tư thấp hơn

chi phí vốn của công ty, hoặc những gì chúng có khả năng tạo ra, thì chúng trở thành các đối tượng dễ bị bán nhất.

Có nhiều phương pháp mà nhà đầu tư có thể đánh giá mức độ giá trị của một đợt bán tài sản. Để đạt được điều đó, nhà đầu tư giá trị lấy giá trị hiện tại của dòng tiền mong đợi mà công ty có thể thu được nếu không bán tài sản đó, và so sánh với số tiền nhận được từ việc bán tài sản. Nếu khoản tiền nhận được từ việc bán tài sản thấp hơn giá trị hiện tại của dòng tiền mong đợi, thì việc bán hàng hoá sẽ có tác động tiêu cực đến giá trị của cổ đông. Nếu số tiền nhận được lớn hơn giá trị hiện tại của dòng tiền, thì việc bán tài sản sẽ làm tăng giá trị cho cổ đông. Nếu tiền thu được từ việc bán tài sản ngang bằng với giá trị hiện tại của dòng tiền mong đợi, thì việc bán tài sản sẽ không có giá trị thực đối với cổ đông.

Việc sử dụng tiền mặt thu được từ bán tài sản cũng có thể là một yếu tố xúc tác. Thông thường có ba cách sử dụng khoản tiền nhận được. Thứ nhất, công ty có thể đầu tư khoản tiền này vào thị trường chứng khoán. Thứ hai, công ty có thể đầu tư số tiền vào các khu vực khác của công ty để tạo ra lợi nhuận cao hơn. Cuối cùng, một phương án ít rủi ro nhất là công ty chia số tiền thu được từ bán tài sản cho các cổ đông bằng cách mua lại cổ phiếu hoặc chia cổ tức.

Chết tốt hơn sống: sự đóng cửa toàn bộ hoặc từng phần thường là một yếu tố xúc tác mạnh. Sau khi thu được lợi nhuận trên vốn nhỏ hơn chi phí vốn của mình, việc đóng cửa một phần hay toàn bộ sẽ là yếu tố xúc tác mạnh. Đóng cửa sẽ ngừng việc đầu tư vào các dự án kinh doanh làm phá hủy giá trị, và trả lại tiền vốn cho các cổ đông. Đóng cửa toàn bộ hay một phần có thể là cách tốt nhất làm tăng giá trị của doanh nghiệp đối với các công ty có hoạt động kinh doanh kém và làm giảm giá trị. Việc đóng cửa sẽ là một yếu tố xúc tác nếu giá cổ phiếu của công ty được giao dịch ở dưới giá trị thanh lý - giá trị được tính như giá trị thực của tài sản hữu hình của công ty.

CÁC YẾU TỐ XÚC TÁC BÊN NGOÀI

Sự có mặt của các cổ đông hoạt động (shareholder activists). Các nhà hoạt động có thể bao gồm từ các nhà đầu tư cá nhân tới các nhà đầu tư thuộc tổ chức, hoặc có thể đến từ các cấp sở hữu hoặc quỹ trợ cấp công cộng. Mục đích của họ có thể bắt nguồn từ chủ nghĩa tích cực của doanh nghiệp, liên quan tới các vấn đề về sự quản lý doanh nghiệp hoặc tới các chính sách của công ty về môi trường. Sự có mặt của các nhà hoạt động thường là một yếu tố xúc tác cho sự thay đổi. Thậm chí nếu sự chống lại cụ thể đối với bộ phận quản lý bị thất bại, các sự kiện tác động tiềm năng khác thường được khởi đầu như một kết quả.

Chẳng hạn, một cuộc chiến đấu công khai với bộ phận quản lý có thể khuyến khích các cuộc thảo luận bên trong tổ chức về các mối quan tâm của cổ đông. Phương tiện thông tin đại chúng cũng có thể nhìn vào các vấn đề được tiết lộ công khai bởi các cổ đông bất đồng quan điểm. Dù để thực hiện các mục tiêu cụ thể hay để bắt đầu các hành động bổ sung khác, nhà hoạt động doanh nghiệp có thể áp dụng một số phương pháp để đạt được mục tiêu của mình. Các phương pháp này bao gồm các trận chiến ủy thác, các chiến dịch viết thư, bổ sung các nghị quyết của cổ đông, và sử dụng phương tiện thông tin đại chúng như một diễn đàn công khai. Trong khi nhiều nhà hoạt động có thể công khai chống lại bộ máy quản lý của công ty, nhà đầu tư giá trị rất quan tâm tới các nhà hoạt động đang tập trung vào việc làm tăng giá trị của doanh nghiệp bằng cách khuyến khích xảy ra một sự kiện thúc đẩy ở dạng nào đó.

Các nhà hoạt động thường đưa ra đề xuất rất cụ thể cho đội ngũ quản lý của công ty, chẳng hạn như các chiến lược quản lý tài chính và doanh nghiệp nhằm tăng giá trị của doanh nghiệp. Hành động được các nhà hoạt động thực hiện nhằm làm tăng sự lãnh đạo doanh nghiệp thường bao gồm các đề

xuất làm tăng số lượng các giám đốc bên ngoài, thành lập bộ phận kiểm toán riêng, hoặc chống lại việc trả công và thù lao thái quá cho bộ phận quản trị.

Các nhà hoạt động cổ đông thường nhằm vào một công ty để giảm thiểu tác động của các cơ chế kiểm soát, chẳng hạn các điều khoản chống lại sự tiếp quản do bộ máy quản lý xây dựng lên để hạn chế ảnh hưởng của các cổ đông chống đối. Các biện pháp chống tiếp quản có thể làm giảm giá cổ phiếu của một công ty, đặc biệt là trong thời kỳ bộ máy quản lý của công ty hoạt động kém trong một ngành công nghiệp mạnh. Chiến thuật chống tiếp quản phổ biến nhất là việc sử dụng viên thuốc độc. Điều này về cơ bản làm cho cổ phiếu của công ty kém hấp dẫn đối với người mua tương lai. Đó chính là chiến lược làm cho cổ phiếu của một công ty kém tính hấp dẫn đối với những người quan tâm tới việc tiếp quản của đối thủ. Thật không may, viên thuốc độc có lẽ là một trong những chiến thắng lớn nhất của bộ máy quản lý trong cuộc chiến giành quyền kiểm soát doanh nghiệp với trách nhiệm hữu hạn. Chiến thuật này giữ cho đội ngũ quản lý yếu kém và các thành viên ban quản trị không bị thay đổi, và tiếp tục làm thất vọng nhiều nhà đầu tư đang tin tưởng vào trách nhiệm của bộ máy quản lý.

Michael Price cho biết "Đây là một hệ thống thị trường tự do. Khi sở hữu cổ phiếu, bạn phải có quyền quyết định những gì xảy ra với doanh nghiệp đó. Và ban giám đốc nên bảo vệ cổ đông của mình, chứ không phải các bộ máy quản lý. Ngay cả khi cổ đông ủng hộ cho họ, ban giám đốc này mới thật sự có quan hệ mật thiết với bộ máy lãnh đạo. Hội đồng quản trị bổ nhiệm ban giám đốc, thường xảy ra hơn so với việc ban giám đốc bổ nhiệm bộ máy quản lý. Thật không may, nhưng đó là những gì chúng ta có..."⁽⁹⁾

Nhà hoạt động cổ đông Carl Icahn cho biết "Nhìn lại quá

(9) Barron's "A man for all markets", 11/3/1985.

khử, tôi nghĩ lẽ ra tôi nên làm mọi việc theo quyền hạn của tôi để chống lại "viên thuốc độc" và những cản trở khác do bộ máy quản lý tạo ra trông thập kỷ qua. Tôi đáng ra nên là người dẫn dắt nhiệm vụ pháp lý, nhưng tôi không đủ sắc sảo về mặt chính trị. Trong phân tích cuối cùng này, tôi chỉ là một gã thích đầu tư ..."⁽¹⁰⁾

Ngoài những điều tương tự như Price và Icahn, các nhà đầu tư thuộc tổ chức như The California Public Employee's Retirement System (CalPERS) có một vai trò rất rõ ràng và công khai như các nhà hoạt động cổ đông. Trên thực tế, hàng năm, CalPERS đưa ra một danh sách các công ty đòi hỏi một mức độ nhất định sự hoạt động của cổ đông. Danh sách này được các nhà đầu tư giá trị theo dõi một cách rộng rãi.

Để đưa ra danh sách này, CalPERS sử dụng ba tiêu chí cho việc lựa chọn công ty: các công ty có lợi nhuận ba năm thấp tính theo giá cổ phiếu, các công ty phân bổ vốn một cách thiếu hiệu quả, và các công ty có cơ cấu lãnh đạo doanh nghiệp không đầy đủ.

"Tập thể các cổ đông có quyền chỉ đạo đường lối của doanh nghiệp. Tác động tiềm tàng của quyền hạn này đang dao động. Thông qua hành động của cổ đông, sự thịnh vượng kinh tế có thể được tạo ra hoặc bị phá hủy. Theo quan điểm của CalPERS, trách nhiệm nảy sinh từ quyền hạn này phải được thực hiện một cách hợp lý."⁽¹¹⁾

Hoạt động sáp nhập ngành cũng có thể có hiệu quả.
Hoạt động sáp nhập trong một ngành có thể là yếu tố xúc tác bởi nó thường tạo ra các quy chuẩn nhằm đánh giá các công ty khác trong cùng ngành. Cái xác định tác động của hoạt động sáp nhập trong một ngành cụ thể chính là việc đánh giá của

(10) *Fortune*, "Icahn Fights Back," 14/8/2000.

(11) CalPERS: Shareowner Action, <http://www.calpers-governance.org/alert/default.asp>, tháng 1/2002.

các thành viên khác trong ngành thường được tìm thấy trong lý do cho những hành động khác.

Có một vài lý do tại sao các công ty sáp nhập với nhau. Năm nguyên nhân chủ yếu cho hành động sáp nhập mà nhà đầu tư giá trị tập trung vào bao gồm tận dụng ưu thế của các hệ thống kinh tế quy mô, sự đa dạng hoá, khai thác năng lực về vốn vay, lợi ích về thuế, và khép lại khoảng cách giá trị hay sự đầu tư tài chính đơn thuần bởi công ty khác. Về khoảng cách giá trị, các công ty thường mua các thực thể dựa trên khoảng cách giá trị nhất định trên thị trường. Khoảng cách này thường là sự chênh lệch giữa giá trị công và giá trị riêng của doanh nghiệp. Sự chênh lệch về giá trị thường là kết quả trực tiếp của các tài sản chất lượng cao bị quản lý kém hoặc bị đánh giá nhầm trên thị trường, và do đó bị người mua tiềm năng nhìn nhận khác đi.

Khả năng của các nhà đầu tư nhằm xác định đối tượng tiềm năng có thể là rất hữu ích bởi chúng đánh giá một sự đầu tư tiềm năng. Một mục tiêu thu tóm tốt có thể là một doanh nghiệp đang quản lý tài sản rất kém hoặc một doanh nghiệp có tài sản quá phức tạp để có thể được đánh giá một cách thỏa đáng bởi thị trường chung. Chẳng hạn, các công ty có một vài đơn vị kinh doanh thường giao dịch giảm giá đối với giá trị sau thuế của tổng hợp các bộ phận. Các tài sản này thường là những đối tượng thu tóm tốt, đặc biệt nếu bên thu tóm có thể tạo ra giá trị bằng cách thanh lý doanh nghiệp sau khi sáp nhập.

Việc tận dụng ưu thế của các nền kinh tế quy mô thực tế hay được cảm nhận là một lý do phổ biến khác cho việc các công ty hợp nhất. Các nền kinh tế quy mô làm giảm mạnh chi phí thực hiện kinh doanh của một công ty qua thời gian, và do đó làm tăng biên độ lợi nhuận, và cuối cùng là tăng giá trị của doanh nghiệp. Các công ty luôn tìm kiếm mục tiêu trong nhóm các doanh nghiệp cùng ngành mà với nhóm này, họ có thể thu lợi từ sự gia tăng quy mô sản xuất, doanh thu và marketing, nghiên cứu và phát triển, và quá trình phân phối.

Với sự đa dạng hoá, cho dù bằng sản phẩm hay thị trường, các công ty tìm kiếm để thu tóm các công ty mà họ tin là sẽ làm tăng giá trị cho cổ đông của mình. Thật không may, bản thân sự đa dạng hoá không tạo ra giá trị cổ đông, như đã chứng minh bởi thực tế rằng các công ty đa ngành nghề kinh doanh thường kinh doanh giảm giá "tổng thể" cho tổng các bộ phận. Nguyên nhân cho sự giảm giá này là cổ đông có thể tự đa dạng hoá bằng cách mua cổ phiếu của nhiều công ty khác nhau và giữ chúng trong danh mục đầu tư. Sự đa dạng hoá "bắt buộc" không đặc biệt hấp dẫn khi các ưu thế cạnh tranh và khả năng sinh lời không được thừa nhận do bản thân nó.

Ngoài ra, các tập đoàn thường không có những doanh nghiệp thuộc loại "tốt giống" mà toàn là các công ty yếu kém.

Cơ cấu tài chính của một doanh nghiệp cũng có thể là nguyên nhân cho một bên thu tóm công ty. Chẳng hạn, việc khai thác khả năng vốn vay của một mục tiêu là lý do có thể thực hiện đối với quá trình thu tóm. Một công ty yếu kém với khả năng về vốn vay chưa sử dụng hết thường là một mục tiêu bởi khả năng vay vốn sẵn có để giúp cung cấp nguồn tài chính cho sự thu tóm này. Tương tự, việc gia tăng khả năng vốn vay sẽ làm giảm chi phí vốn của công ty kết hợp đó, và do đó sẽ làm tăng giá trị của doanh nghiệp.

Việc có được lợi ích đáng kể về thuế có thể cũng đóng một vai trò quan trọng trong quá trình này. Nhà đầu tư giá trị thường quan tâm đặc biệt vào các lợi ích liên quan đến lỗ hoạt động chuyển sang và tính toán khấu hao. Cả hai khoản mục này thường có tác động tích cực đến dòng tiền của người mua, bởi chúng có thể làm giảm mức thuế của họ. Lượng tiền mặt tự do sau thuế tăng lên, và hiển nhiên, giá trị doanh nghiệp cũng tăng lên.

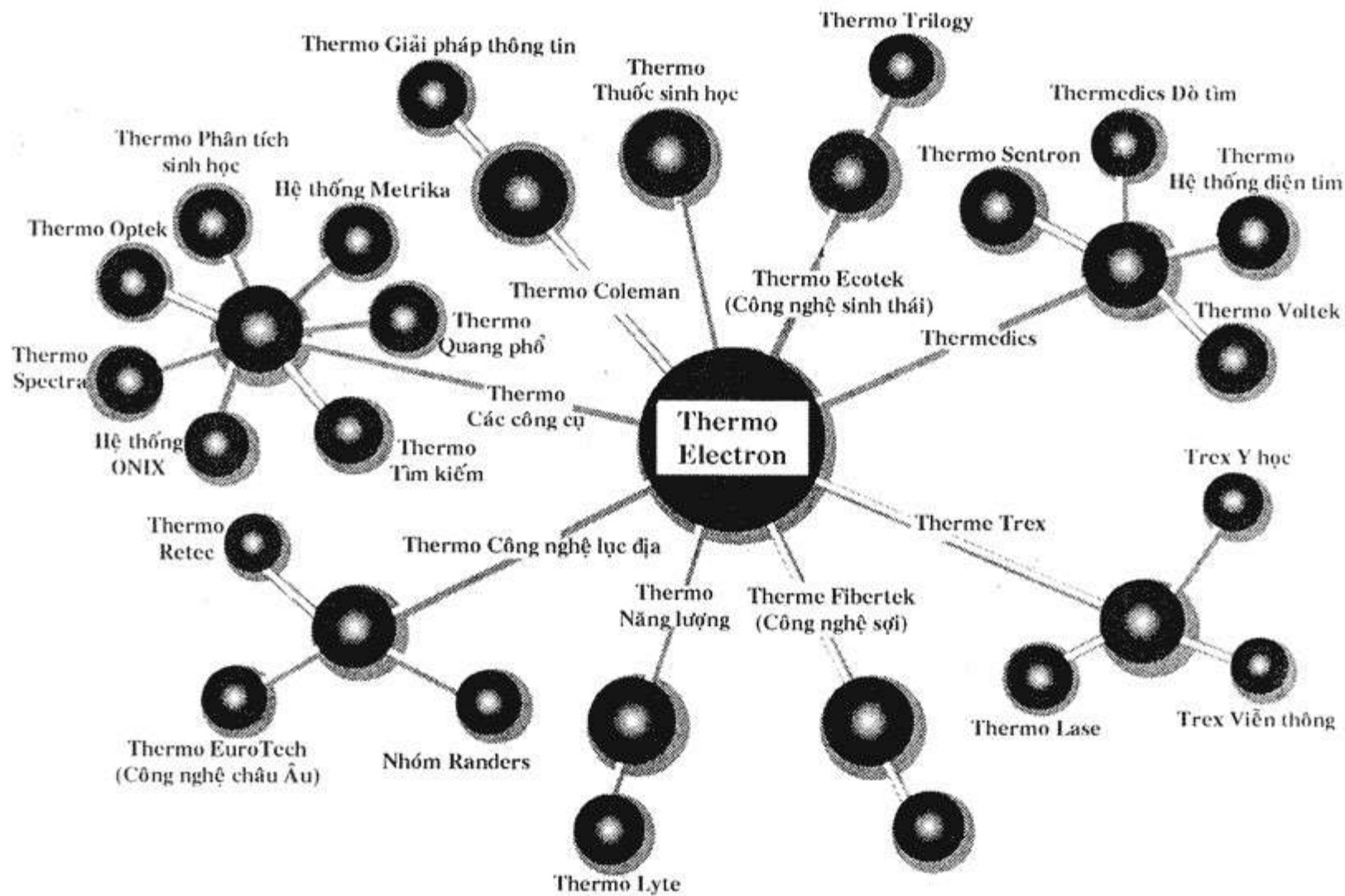
Thời gian: yếu tố xúc tác bên ngoài thâm lặn. Kết thúc của một yếu tố xúc tác mang tính tạm thời, tiêu cực- một sự kiện hay một chuỗi các sự kiện bất lợi, chẳng hạn chi phí mua nhựa thông cao đối với các công ty bao bì hoặc giá dầu thấp đối với

các công ty liên quan đến dầu - cũng có thể nhanh chóng làm tăng giá trị. Trong các trường hợp này, thời gian thường là yếu tố xúc tác tốt nhất, bởi nhiều nhân tố kinh tế, chính trị hay tài chính hoạt động thông qua hệ thống để thay đổi quá trình hoạt động của công ty. Thời gian có thể là một yếu tố xúc tác nếu không có sự thay đổi nào xảy ra và mô hình tuần hoàn hoặc theo mùa được xác định cụ thể. Nhà đầu tư giá trị cố gắng tận dụng các trường hợp này, bởi họ có định hướng dài hạn hơn.

Tóm lại, tất cả các khả năng này đều là duy nhất đối với mục tiêu sâu tóm cụ thể. Do đó, nhà đầu tư giá trị tập trung vào đặc tính của mỗi hành vi sáp nhập trong một ngành cụ thể, nhằm tiến tới một sự điều chỉnh hợp lý theo lý do tại sao các thành viên khác trong ngành có thể là mục tiêu tiếp theo, và xứng đáng nhận được giá trị cao hơn.

BỘ MÁY QUẢN LÝ LÀM TĂNG GIÁ TRỊ TẠI TẬP ĐOÀN THERMO ELECTRON

Vào mùa thu năm 1998, tôi bắt đầu đọc về một tập đoàn rất đa dạng có tên Thermo Electron. Vào thời điểm đó, Thermo là công ty hàng đầu trong sản xuất các thiết bị đo đặc sinh y học, phân tích và kiểm tra định lượng. Công ty cũng có một vị thế tốt trên thị trường trong một số các lĩnh vực khác như tái chế giấy, các hệ thống chụp tia X vú, các hệ thống năng lượng lựa chọn, các sản phẩm tẩy lông... Công ty đã cung cấp một loạt các dịch vụ trong đó có dịch vụ quản lý trách nhiệm môi trường và sử dụng nguồn lực bên ngoài, các phương tiện laze và các dịch vụ tương tự. Tổng cộng, công ty đã cạnh tranh trong hơn 15 ngành và có lượng cổ phiếu lớn trong hơn 20 công ty giao dịch công khai. Thermo cũng rất đa dạng về mặt địa lý, với các hoạt động kinh doanh tại 22 quốc gia. 56% doanh thu của công ty thực hiện tại Mỹ, 30% từ Châu Âu, 10% từ Châu Á và 4% từ Châu Mỹ Latin.



Chiến lược tăng trưởng hàng đầu của công ty gồm hai phần: kế hoạch thu tóm và kế hoạch thương mại hoá các thiết bị dựa trên công nghệ. Từ năm 1995, công ty đã bỏ ra khoảng \$1,8 tỷ trong việc chiếm lĩnh các thị trường mới và tăng sự bành trướng của sản phẩm. Chiến lược thương mại hoá của Thermo bao gồm việc phát triển một công nghệ đặc biệt, thành lập một công ty chuyên về công nghệ đó, bán lượng nhỏ các cổ phiếu của công ty con cho các thị trường cổ phiếu công, và xác định khoản tiền thu được từ các đợt bán cổ phiếu này. Đây là chiến lược khôn khéo đã được thực hiện rất hiệu quả với một số nguyên nhân. Có lẽ lợi ích dễ nhận ra nhất là chiến lược này cho phép Thermo trở thành một công ty đa ngành nghề với sự kết hợp của các hoạt động kinh doanh tăng trưởng cao và có độ chín muồi, được hỗ trợ bằng một bảng cân đối kế toán rất mạnh. Công ty đã được thị trường đánh giá rất cao.

Sau khi đọc báo cáo hàng năm của tất cả các công ty con và một số các đối thủ cạnh tranh chính của công ty, tôi thấy thích hầu hết các hoạt động kinh doanh mà họ tham gia. Kết luận của tôi được dựa trên một phân tích dọc về dòng tiền từ các hoạt động kinh doanh chính của Thermo. Rõ ràng ngay từ đầu, Thermo là một công ty có nhiều lợi nhuận với dòng tiền tự do lớn, mặc dù chúng có giảm một chút trong năm trước. Công ty có vị trí đứng đầu gần như trong tất cả các thị trường mà họ cạnh tranh. Chiến lược của công ty dường như đã tạo ra một sự thành công lớn.

Tôi tiếp tục chứng minh thêm để hiểu được tại sao lại có sự sụt giảm về lợi nhuận và dòng tiền, dựa vào sự tăng trưởng của ngành và thị phần của công ty. Quá trình phân tích sâu hơn cho thấy rằng trong những năm gần đây, chiến lược của Thermo đã mở rộng quá mức, và công ty bắt đầu mất sự tập trung bởi nó chệch ra khỏi các khoản đầu tư chủ yếu vào các thiết bị sinh y học và phân tích. Ngoài ra, khi bắt đầu phân tích công ty kỹ hơn, tôi thấy rằng Thermo đang có sự giảm đi về doanh thu và sự tăng trưởng thu nhập do sự yếu kém trong

thị trường thiết bị bán dẫn, sự yếu kém trong các thị trường công nghiệp, đồng đôla Mỹ mạnh lên, và cuộc khủng hoảng kinh tế Châu Á. Một đánh giá nhanh cho thấy 20% đến 30% các công ty con của Thermo không đóng góp vào thu nhập hoạt động.

Thermo Electron rất rẻ và đang kinh doanh trên thị trường với các giá trị thị trường riêng dựa trên cơ sở dòng tiền tự do và tổng hợp các bộ phận. Cổ phiếu của công ty đang giao dịch với mức giá khoảng \$14 mỗi cổ phiếu. Sự đánh giá của tôi về giá trị của công ty là khoảng \$30 mỗi cổ phiếu, dựa trên các giá trị bị loại, thu nhập giá thông thường hóa, và dựa trên cơ sở dòng tiền tự do. Thermo có bảng cân đối kế toán mạnh. Đội ngũ quản lý trong các bộ phận khác nhau đã rất mạnh, và mỗi bộ phận của công ty đều có những người lãnh đạo dày dạn. Sau khi so sánh con số hoạt động của công ty trong khoảng thời gian 7 năm với các đối thủ cạnh tranh của họ, tôi rất hài lòng với năng lực điều hành công ty của bộ phận quản lý. Tôi đã tính toán biên độ an toàn của tôi - một khái niệm được thảo luận tại Chương 5 - khoảng chừng \$10,50, dựa trên một đánh giá bao gồm những gì tôi đã tin tưởng là có khả năng thu lợi cao mà công ty có thể đạt được, bán hoặc dễ dàng cung cấp tài chính. Suy nghĩ này được dựa trên quá trình tạo ra dòng tiền tự do của công ty và khả năng vốn vay của công ty, và có các giao dịch được cung cấp tài chính từ việc bán tài sản của công ty.

Các nguyên nhân để không theo đuổi cơ hội này - mà tôi đang xem xét - là rằng Thermo lúc đó đang có áp lực cạnh tranh lớn trong các hoạt động kinh doanh chính, và ngành công nghiệp bán dẫn, một ngành công nghiệp chủ yếu của Thermo, đang bị giảm đi, đặc biệt tại Châu Á. Cơ cấu doanh nghiệp duy nhất của công ty cũng có thêm các thách thức tiềm năng.

Sử dụng Năm chìa khóa (Five Keys), sự đánh giá cuối cùng của tôi có thể được tóm tắt như sau:

- Tôi thích công ty này, ngành này và quá trình quản lý của những người lãnh đạo công ty.

- Tôi thích giá bán hiện thời \$14 mỗi cổ phiếu.
- Tôi đã nghĩ rằng công ty này được đánh giá ít nhất ở mức \$30 vào thời điểm đó, tạo ra một tiềm năng tăng 114%.

- Phần đánh giá thấp hơn của tôi là 25%, nhưng tôi đã bị thuyết phục rằng một rủi ro như vậy được bảo đảm dựa trên thực tế rằng với một giá bán như vậy, công ty đã bị tư nhân hoá hoặc bán.

"Chìa khóa" duy nhất, đã không được xác định tại điểm đó, là một yếu tố xúc tác mạnh. Tôi đã làm một số việc để đưa ra vài phương án mà ban lãnh đạo có thể khép lại khoảng cách đánh giá; tuy nhiên, lúc đó chúng tôi không phải là cổ đông của công ty. Tôi đã đợi gần 4 tháng và hầu như đã quên mất Thermo Electron.

Sau đó vào ngày 15/3/1999, công ty đã thông báo rằng công ty đã bổ nhiệm một CEO mới để theo dõi các hoạt động hàng ngày của công ty. CEO mới là một giám đốc bên ngoài công ty trong thời gian 2 năm. Ông ta đã thay thế cho người sáng lập công ty.

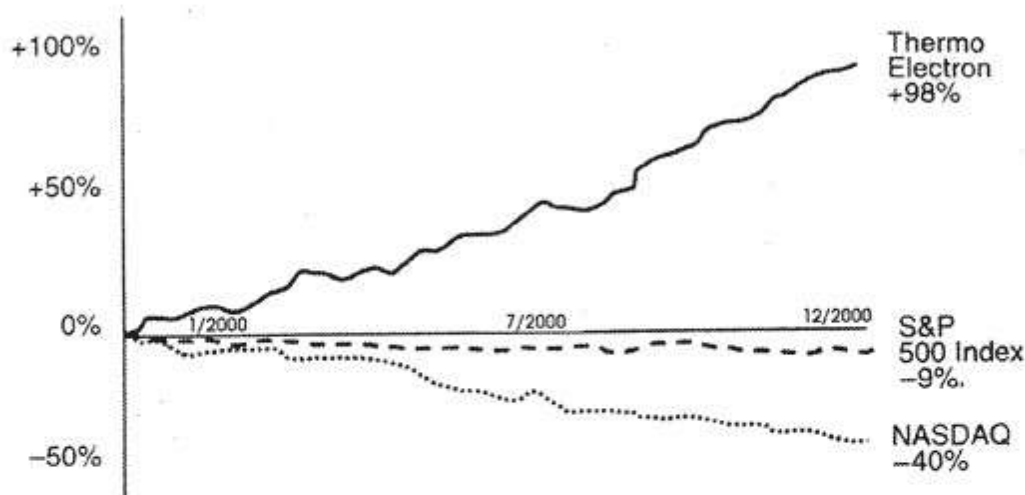
Chúng tôi đã trở thành những người sở hữu công ty từ ngày đó.

Với yếu tố xúc tác đó - một CEO mới thay thế - chúng tôi đã tin rằng một kế hoạch tái cơ cấu mạnh sẽ có khả năng xảy ra hơn, và một CEO mới từ bên ngoài sẽ có khả năng hơn trong việc khởi đầu các kế hoạch bạo dạn nhằm tạo ra giá trị cổ đông. Đến lúc kết thúc mua cổ phần của công ty, chúng tôi nắm 6% cổ phần, tổng gần 11 triệu cổ phiếu - số lượng đủ để có được sự quan tâm của Giám đốc điều hành (CEO).

Sau khi nghiên cứu vấn đề quản lý trong gần một năm, vị tân Giám đốc điều hành đã đưa ra một kế hoạch tái cơ cấu triệt để và làm rất nhiều người trong số chúng tôi ngạc nhiên. Đối với các Mẫu báo cáo 8K của Thermo Electron cùng với SEC, những gì tôi đọc được sẽ được trình bày trong phụ lục D.

**Phụ lục 4.2: Giá cổ phiếu của Thermo Electron
so với giá cổ phiếu của S&P và NASDAQ**

Phân tích cuối cùng sẽ bao gồm một vài phân tích sinh ra



từ bên ngoài và bên trong nhằm hàn gắn khoảng cách về định giá tại công ty. Các phân tích này bao gồm:

- Một đội ngũ quản lý mới và tập trung
- Sự có mặt của các nhà hoạt động cổ đông
- Tăng trưởng ngành trong vấn đề nghiên cứu thuốc
- Các chiến lược kinh doanh và hợp tác mới nhằm tăng lợi

nhuận

- Một kế hoạch được đệ trình về việc 2 công ty tách khỏi công ty mẹ được miễn thuế

- 1 tỉ đô la thu được từ việc bán tài sản và ngừng kinh doanh.

Rõ ràng, cổ đông hài lòng.



CHƯƠNG 5

QUI TẮC “BIÊN ĐỘ AN TOÀN”

“Qua các tác phẩm và bài học của ông, Benjamin Graham đã có ảnh hưởng rất lớn đến nhiều nhà đầu tư. Có lẽ, khái niệm “Biên độ an toàn” là sự đóng góp vĩ đại và rất lâu dài của ông đối với công việc đầu tư”⁽¹⁾

Joel Greenblatt

BIÊN ĐỘ AN TOÀN LÀ GÌ?

Trong cuốn sách “Nhà đầu tư thông minh”, Benjamin Graham miêu tả khái niệm “biên độ an toàn” là một phần quan trọng của bất kì quá trình đầu tư nào. Ông còn cho rằng biên độ an toàn là một yếu tố đầu tư có thể được chứng minh về mặt khối lượng bằng các phân tích cơ bản và từ góc nhìn mang tính lịch sử⁽²⁾.

Định nghĩa về biên độ an toàn của ông là khoảng cách giữa giá cả và giá trị. Khi tất cả yếu tố khác bằng nhau, nếu khoảng cách giữa giá và giá trị càng lớn thì cấp độ an toàn càng cao. Graham cũng cho biết thêm rằng biên độ an toàn rất quan trọng vì nó làm giảm thiểu sai sót trong việc đánh giá kinh doanh hoặc giá trị thực của doanh nghiệp.

“Cụ thể là các vấn đề thỏa thuận của người mua sẽ chú trọng vào khả năng đầu tư để chống lại những phát triển tiêu cực. Trong nhiều trường hợp, ông đã không thực sự chú trọng về triển vọng của công ty. Nếu mọi thứ được mua dựa trên thỏa thuận, thậm chí nếu khả năng sinh lời của công ty bị giảm sút vừa phải cũng không làm việc đầu tư có được một kết quả khả quan. Và sau đó, “biên độ an toàn” sẽ sử dụng đúng mục đích của nó”⁽³⁾.

Về bản chất, việc tính toán biên độ giới hạn không bao giờ liên quan đến tính chất không ổn định của giá cổ phiếu của một công ty. Để tập trung vào phần lớn giá trị, nhà đầu tư sẽ chủ yếu dựa trên giá trị thực của công ty đang được xem xét.

Trong phần - Năm yếu tố cơ bản khung giá trị, vấn đề cơ bản của “biên độ an toàn” có thể được áp dụng trong một vài kiểu cơ hội đầu tư. Tuy nhiên, khái niệm trên sẽ có tác dụng tốt nhất đối với các công ty bị đánh giá thấp. Đơn giản, “biên độ an toàn” luôn luôn dựa trên giá cổ phiếu và giá trị của các công ty. Giá bạn trả sẽ giúp xác định độ an toàn đối với công việc đầu tư của bạn, tuy nhiên không chỉ có giá. Đó là sự chênh lệch giữa giá được trả và giá trị của doanh nghiệp xác định “biên độ an toàn”. Giá tốt nhất liên quan đến giá trị sẽ có được tại các doanh nghiệp bị đánh giá thấp.

Thậm chí với “biên độ an toàn”, một quyết định đầu tư vẫn có thể không đạt hiệu quả tốt. Áp dụng đối với trường hợp trên, thì quy tắc khái niệm “biên độ an toàn” không sai bởi vì khái niệm chỉ đưa ra sự đảm bảo về tỷ lệ phần trăm nhà đầu tư không thua lỗ. Và khái niệm cũng không khẳng định rằng nhà đầu tư sẽ không thua lỗ.

Trong thời kỳ hiện đại ngày nay, khái niệm “biên độ an toàn” của Benjamin Graham đã được điều chỉnh rất nhiều. Đã có một vài khác biệt giữa cách tính biên độ an toàn của Graham so với vài cách tính “biên độ an toàn” ngày nay. Tính bao trùm của khái niệm này là ở chỗ nó chú trọng vào tầm quan trọng của việc đánh giá cơ hội của nhà đầu tư nhiều hơn là chú trọng

vào các yếu tố cơ học thực tế và các chi tiết của việc tính toán “biên độ an toàn”. Một vài nhà đầu tư đã sử dụng một loạt các đơn vị đo khác nhau để xác định cấp độ an toàn của một công ty. Họ rất quan tâm đến giá trị tài sản, lợi nhuận và luồng tiền mặt. Các nhà đầu tư cũng sử dụng một loạt các đơn vị đo khác nhau ngay trong trường hợp một trong số các nhà đầu tư không tiếp tục làm việc với mục đích là không bao giờ bị bất ngờ. Dựa trên tiêu chí này, các nhà đầu tư giá trị tìm kiếm một vài đơn vị đo khác nhau: giá thị trường, mức thu nhập cổ tức, luồng tiền mặt theo giá, cũng như một số dự báo phụ đối với khái niệm “biên độ an toàn” của Graham. Ví dụ, nếu lợi nhuận giảm nhà đầu tư hi vọng một trong các đơn vị đo sẽ giới hạn các ảnh hưởng tiêu cực đối với giá cổ phiếu của một công ty, ví dụ: giá trị trên sổ sách.

Việc mua các công ty có “biên độ an toàn” sẽ giúp tránh được việc mua phải các công ty mắc nợ để có thể điều chỉnh việc định giá cổ phần. Khi một cổ phần được giao dịch ở mức giá cao, thì sự kỳ vọng về công ty là rất lớn, do vậy bất kỳ sự thay đổi tiêu cực nào hoặc sự thất vọng nhỏ sẽ dẫn đến một hậu quả vô cùng thảm khốc. Mua cổ phiếu có độ an toàn lớn có nghĩa là ta đã mua được các cổ phần chi phí thấp nhất có thể.

Nhà đầu tư giá trị cũng tin tưởng rằng “biên độ an toàn” cũng nằm trong mong muốn về cấp độ rủi ro của một nhà đầu tư. Sự khác biệt về cấp độ an toàn giữa các nhà đầu tư phụ thuộc vào các yếu tố như số lượng biến động mà họ sẵn sàng vượt qua, những sai lầm mà các nhà đầu tư sẽ phải chấp nhận và có thể bao gồm những thua lỗ về mặt tài chính mà họ sẽ phải gánh chịu.

Một vài điều chỉnh trong định nghĩa “biên độ an toàn” bao gồm các giá trị tài sản vô hình của doanh nghiệp. Trong phần Năm yếu tố cơ bản của giá trị đã tiếp cận và đề cập đến “biên độ an toàn” hơi khác một chút. Tiêu chí trong phần này xem xét “biên độ an toàn” như là một cơ chế hỗ trợ cổ phiếu công ty.

Về cơ bản, điều này đã đặt ra một câu hỏi: “Điều gì đang hỗ trợ giá cổ phiếu tại cấp độ hiện tại? hoặc “Tại sao giá cổ phần không giảm nhiều so với giá hiện tại trong ngày hôm nay?”, “biên độ an toàn” của FKV nhận thức được rất rõ điều gì có thể sai và đâu không phải là khoản chiết khấu để tính giá công bằng - độ an toàn sẽ dựa chủ yếu trên giá trị tài sản.

LẬP LUẬN VỀ SỐ LƯỢNG VÀ CHẤT LƯỢNG

Nhà đầu tư giá trị thường kết hợp các yếu tố về số lượng và chất lượng để có được các cấp độ an toàn đối với một loại cổ phiếu cụ thể. Các yếu tố về số lượng có thể bao gồm việc phân tích giá trị thanh lý và giá trị cổ phiếu nắm giữ. Các yếu tố về chất lượng như việc xem xét vị thế của công ty trên thị trường, danh tiếng, thế mạnh nhãn hiệu, vv...

LẬP LUẬN VỀ SỐ LƯỢNG

Theo như các sách của ông, khi Graham đầu tư, ông chú ý vào giá trị tài sản và “biên độ an toàn”. Khi xem xét vào hai yếu tố là giá trị tài sản và “biên độ an toàn”, ông cố gắng tránh việc bị thua lỗ nặng bằng cách mua cổ phiếu của các công ty ở “mức giá trị rỗng”- ở một mức giá bằng giá trị tài sản hiện tại của công ty trừ đi toàn bộ các khoản nợ, đưa ra rất ít giá trị về tài sản, nhà xưởng, trang thiết bị máy móc. Dường như Graham chú trọng rất ít đến các công ty cũng như quá trình kinh doanh. Sự tập trung của ông đơn thuần là tập trung vào số lượng.

Tuy nhiên, vấn đề cốt lõi của việc phân tích một công ty về mặt số lượng lại là đánh giá khả năng sinh lời của các tài sản công ty đó. Như được nêu trong chương 2, việc đánh giá nêu trên sẽ giải quyết các vấn đề cụ thể của doanh nghiệp và động lực ngành mà công ty đó đang hoạt động.

Giá trị thanh lý: Dựa trên hiểu biết về lĩnh vực này, các nhà đầu tư sẽ phải đưa ra quyết định về phương tiện đánh giá biên độ an toàn mà họ sẽ sử dụng. Nếu công ty đang được nhà đầu tư cân nhắc hoạt động trong một lĩnh vực đang đi xuống, nhà đầu tư có thể sử dụng giá trị tài sản thanh lý nếu các tài sản như vậy là rất ít hoặc không có ích, và đặc biệt nếu tài sản đó là riêng biệt cho lĩnh vực kinh doanh cụ thể.

Giá trị thanh lý của một công ty là hoàn toàn khác so với giá trị của một công ty đang tự đứng vững, đang chuyển đổi. Việc chuyển đổi các nguồn lực của công ty đang hoạt động trong một lĩnh vực phát triển và có khả năng sinh lời sẽ phải được định giá cao hơn so với giá trị thanh lý của công ty đó bởi vì việc chuyển đổi các nguồn lực của công ty thành giá trị cổ đông sẽ được thực hiện một cách hiệu quả. Đối với các ngành đang đi xuống thì hoàn toàn trái ngược - tài sản thanh lý sẽ được định giá lớn hơn vì bán tài sản của công ty là việc chuyển đổi nguồn lực tốt hơn so với quá trình kinh doanh của công ty đó. Trong việc tính toán giá trị thanh lý tài sản, một vài nhà đầu tư lại thích cách tiếp cận khác, đó là đầu tiên tính toán giá trị tài sản, sau đó trừ các khoản nợ.

Để tính toán được con số này, một vài nhà đầu tư đã lấy giá trị tiền mặt và giá trị các loại chứng khoán có thể giao dịch. Giả sử đối với các loại chứng khoán ngắn hạn, giá trị của các loại chứng khoán này sẽ được xác định dựa trên giá trị danh nghĩa vào thời điểm thị trường chứng khoán định giá hoặc chúng được định giá theo các tài liệu mới nhất của các trung tâm chứng khoán (SEC). Sau đó, họ sẽ đưa ra một khoản chiết khấu đối với các tài sản khác như máy móc, tài sản và trang thiết bị. Phụ thuộc vào ngành và phụ thuộc vào hiệu quả của trang thiết bị, khoản chiết khấu có thể từ 20% các loại hàng hóa cùng loại mà được các ngành khác sử dụng, đến 80% đối với các loại hàng hóa đặc biệt chuyên dùng trong một ngành cụ thể. Các khoản chiết khấu cao nêu trên là một phần giá trị quan trọng đối với

các tài sản nêu trên. Các loại tài sản vô hình khác như danh tiếng của công ty, không nằm trong quá trình định giá.

Giá trị thay thế. Đối với công ty đang hoạt động trong một ngành ổn định, các nhà đầu tư có thể chọn lựa để định giá tài sản ở mức chi phí thay thế. Bởi vì, nếu một công ty đối thủ muốn tham gia vào lĩnh vực, ngành nêu trên, thì công ty cạnh tranh sẽ vừa phải mua phương thức hoạt động vừa phải xây dựng quá trình hoạt động kinh doanh từ đầu. Nếu làm như vậy, công ty sẽ phải bỏ ra một số tiền đặt cọc trên giá trị tài sản. Ngoài ra, để xây dựng quá trình hoạt động mới, công ty đó phải mua tài sản ở mức giá ưu đãi.

Do vậy, cần thiết phải sử dụng việc định giá chi phí thay thế như là thước đo "biên độ an toàn" đối với các công ty triển vọng trong các lĩnh vực ổn định.

Nhìn chung, quá trình đánh giá chi phí thay thế gần giống như quá trình thanh lý; tuy nhiên, việc thanh lý có sự điều chỉnh cụ thể về tài sản nhiều hơn. Giống như trong biện pháp thanh lý, tiền mặt và các loại chứng khoán sẽ được định giá theo giá trị nêu trong sổ sách. Trong khi đó, giá trị các loại chứng khoán sẽ được định giá chính xác hơn nếu sử dụng giá trị thực tế trên thị trường của các loại chứng khoán do công ty đó sở hữu, tuy nhiên các thông tin này thường rất ít tiết lộ cho các cổ đông bên ngoài. Có một số người lo ngại rằng một người nào đó có thể có được thông tin khi sử dụng giá trị đầu tư trên thị trường trôi nổi số lượng lớn, do đó công ty này cần phải không ghi nhận phần đầu tư trong quá khứ mà không có hiệu quả hoặc đã không có hiệu quả- ví dụ các đầu tư mà đã được mua bán trong suốt quá trình "Bùng nổ Internet".

Sau khi xem xét tiền mặt và các loại chứng khoán, các nhà đầu tư giá trị sẽ quan tâm đến các khoản thu của một công ty. Các khoản thu trong bảng cân đối kế toán sẽ là phần cần phải điều chỉnh bởi chúng sẽ xác định việc khách hàng có chậm trễ thanh toán hay không. Nếu một công ty tham gia vào lĩnh vực

đó muốn xây dựng mức thu tương tự, thì công ty dường như sẽ phải chịu khoản nợ cao hơn so với các công ty đã đi vào hoạt động trước đó. Do vậy, giá trị thay mới các khoản thu phải điều chỉnh để thể hiện sự gia tăng khách hàng trả nợ không đúng hạn⁽⁴⁾.

Các nhà đầu tư dường như xem xét kỹ lưỡng chi phí trong bảng kê tài sản bởi vì việc xác định giá trị thay mới phụ thuộc nhiều vào các vấn đề cụ thể của một công ty. Ví dụ, nếu số tiền trong bảng kê là \$ 80 triệu, nhưng công ty đó đã tồn kho một số lượng hàng hoá thành phẩm trong một thời gian dài, do đó sẽ công bằng nếu cho rằng một công ty khác muốn tham gia vào kinh doanh bằng cách mua công ty có số lượng hàng tồn kho nhiều nêu trên, sẽ không đưa quá nhiều tài sản vào bảng kê tài sản. Do vậy, cần tăng chi phí thay thế trong trường hợp bảng kê tài sản có ghi lại lợi ích các chi phí vật liệu thô. Và một chủ doanh nghiệp sẽ không được hưởng lợi từ các chi phí thấp như vậy.

Ví dụ, nếu một công ty làm đồ chơi bằng nhựa và có nhiều nguyên liệu thô đã được mua trước đó vào thời điểm giá nguyên liệu nhựa thấp thì một doanh nghiệp khác mới tham gia vào thị trường đồ chơi sẽ không có lợi thế như vậy khi tham gia vào một thời gian khác. Chi phí trong bảng kê tài sản sẽ cao hơn so với chi phí nêu trong bảng cân đối kế toán. Do vậy, các nhà đầu tư sẽ tăng chi phí để tương ứng với tài sản trong các bảng cân đối kế toán.

Các loại tài sản lưu động khác như chi phí trả trước, thuế trả sau sẽ là giá trị danh nghĩa. Chi phí trả trước là các khoản mà một công ty phải trả trước như tiền thuê nhà trong năm. Thuế trả sau là khoản thuế sẽ được chính phủ hoàn trả, các khoản thuế trả sau có giá trị thực do vậy không cần phải điều chỉnh. Các loại tài sản cố định và không lưu động khác cần phải chú ý cẩn thận hơn. Không giống như tài sản lưu động, việc điều chỉnh đối với tài sản cố định và không lưu động sẽ có ảnh hưởng quan trọng đến giá trị tài sản của công ty.

Trong bảng cân đối kế toán, tài sản trang thiết bị máy móc

(PP&E) là tài sản cố định lớn nhất. Các nhà đầu tư sẽ đánh giá (PP&E) để có được giá trị thay mới tốt nhất. Phần tài sản trong (PP&E) sẽ được trình bày bên dưới giá trị thay mới nếu đó là bất động sản, đất đai sẽ có giá trong thời gian dài.

Phụ thuộc vào tình trạng thực tế của nhà máy, PP&E sẽ được các nhà đầu tư đánh giá trên hoặc bên dưới chi phí thay thế. Sự bất đồng về chi phí sẽ rất lớn vì nhiều nguyên nhân khác nhau. Trước tiên, bảng kê khấu hao giá trị sổ sách và chi phí thay thế của bảng kê không giống với giá trị kinh tế của tài sản. Ví dụ, đất cát có thể mất giá trong một vài thập kỷ, tuy nhiên giá trị của tài sản có thể được đánh giá rất cao cũng trong khoảng thời gian ngắn. Ngoài ra, lạm phát cũng có tác động tiêu cực đến giá trị thực của tài sản. Việc khấu hao tài sản đó được đánh giá dựa trên chi phí lịch sử. Chi phí lịch sử thường không có mối liên quan nào đến giá trị thực hiện tại của tài sản. Do vậy, thu nhập có thể bị khai khống lên mà nguyên nhân là do sử dụng chi phí tài sản lịch sử thấp chứ không phải là do việc sử dụng chi phí thị trường hiện hành của tài sản⁽⁵⁾.

Chữ cái “E” là chữ cái đầu của từ tiếng Anh “Equipment” trong cụm từ viết tắt PP&E và trang thiết bị sẽ bị khấu hao trong vòng đời sử dụng của chúng. Trang thiết bị bao gồm: máy móc, dụng cụ, máy tính, vv... Rất khó để xác định chính xác tất cả trang thiết bị mặc dù tất cả đều được gọi chung là trang thiết bị máy móc. Trừ trong trường hợp nhà đầu tư hiểu biết cụ thể về lĩnh vực và có đủ hiểu biết để nắm rõ được những gì nằm trong khái niệm trang thiết bị máy móc, và phần lớn các nhà đầu tư thường có sự đánh giá riêng về khái niệm trang thiết bị máy móc.

Khi xét đến uy tín của một công ty, một người nào đó có thể đánh giá ở con số không do nó thể hiện sự gia tăng tài sản được định giá quá mức. Nguyên nhân là do người đó không nhận biết được bức tranh toàn cảnh về môi trường tài chính. Thực tế là chỉ có tài sản hữu hình nằm trong giá trị tài sản của một doanh nghiệp⁽⁶⁾.

Cố nhiều lý do tích cực cũng như tiêu cực khi xem xét giá trị danh tiếng của một công ty trong việc phân tích “biên độ an toàn”. Một vài nhà đầu tư nhận thấy danh tiếng là một khoản chi phí về tài sản vô hình (như: nhãn hiệu, văn hóa doanh nghiệp, danh tiếng, sự tin tưởng của khách hàng) đối với các công ty mới tham gia thị trường. Ví dụ, Warren Buffet coi giá trị tài sản vô hình như giấy phép phát sóng, nhãn hiệu của một số hãng đồ uống, là một phần quan trọng trong các lý lẽ phân tích của ông. Tuy nhiên, một số nhà đầu tư khác lại tin tưởng rằng tài sản vô hình là rất ít và không có “biên độ an toàn” và họ muốn tập trung hơn vào việc phân tích tài sản hữu hình⁽⁷⁾.

Rõ ràng, trình độ chuyên môn nghề nghiệp như là một phần của việc phân tích giá trị để điều chỉnh uy tín một cách phù hợp. Để đánh giá lại danh tiếng của một công ty, một vài nhà đầu tư sử dụng phần trăm tài sản - thường từ 10% đến 60% giá trị tài sản được nêu trong bảng cân đối kế toán. Sau đó con số này sẽ được điều chỉnh đến cấp độ mà tài sản vô hình đóng góp vào giá trị của toàn công ty. Công ty có giá trị thương hiệu tốt và có được vị thế mạnh với tỉ lệ khách hàng trung thành cao, sẽ có được giá trị danh tiếng cao hơn so với các công ty có vị thế hoặc nhãn hiệu thấp hơn.

Nhìn chung, việc định giá tài sản vô hình của một công ty phụ thuộc chủ yếu vào doanh thu. Ví dụ, nếu một sản phẩm nổi tiếng có giá cao hơn so với các sản phẩm trung bình là do nhãn hiệu của sản phẩm đó có giá trị hơn. Trong khi mua bán, khách hàng thường sẽ phải trả nhiều tiền hơn cho các sản phẩm có nhãn hiệu. Cũng tương tự như vậy, việc định giá giấy phép, bản quyền và thương hiệu sẽ dựa chủ yếu vào những doanh thu tương ứng được tạo ra. Ngoài ra, việc định giá tài sản vô hình có thể được tính toán bằng cách nhân đôi giá trị của tài sản tương tự đã được bán trong quá khứ.

Ví dụ, việc định giá một công ty truyền thông có sản phẩm nổi tiếng- như một bộ phim hoặc một kênh truyền hình- sẽ được

thực hiện qua hai bước. Bước thứ nhất, đánh giá quá trình kinh doanh khi không có sản phẩm nổi tiếng nêu trên. Bước tiếp theo sẽ định giá phần trăm đóng góp của sản phẩm đó.

Tỷ lệ nợ của một công ty đóng vai trò quan trọng trong thế mạnh về "biên độ an toàn". Cần phải lưu ý đối với các công ty nợ nần nhiều bởi vì việc tính toán sai tài sản của công ty sẽ có ảnh hưởng rất nhiều đến giá trị cổ phần. Chúng ta cần phải xem xét vấn đề này một cách cẩn thận. Do vậy, nhiều nhà đầu tư đã xem xét rất kỹ các khoản nợ của công ty nếu thế mạnh tài chính của công ty đó xếp loại B hoặc thấp hơn đường giá trị - "*Value Line*". Bạn luôn luôn phải đưa ra sự đánh giá độc lập của riêng mình về khoản nợ của công ty, nhưng đường giá trị-*Value line* sẽ là điểm xuất phát tốt để bắt đầu.

Việc đánh giá các nghĩa vụ trong quá khứ, các khoản nợ dài hạn và các nghĩa vụ hiện tại của công ty là rất quan trọng. Các nghĩa vụ hiện hành của công ty bao gồm các trách nhiệm cần thiết trong điều kiện kinh doanh bình thường. Ví dụ các khoản phải chi phí như: lương, các chi phí cộng dồn, các điều khoản về tín dụng với bên cung ứng, vv.. Các nghĩa vụ nêu trên thường sẽ được liệt kê dưới dạng nợ ngắn hạn và sẽ đáo hạn trong vòng 1 năm. Tóm lại, khoản nợ càng nhiều - không quá nhiều - thì khoản đầu tư của công ty đó sẽ ít đi.

Các nhà đầu tư có thể khấu trừ các khoản nợ đó từ giá trị tài sản thay thế để có được giá trị thay thế mới của tài sản ròng. Mục đích đánh giá giá trị thay mới của một công ty có ý nghĩa quan trọng với cổ đông. Bằng cách sử dụng giá trị thay mới của tài sản ròng, nhà đầu tư có thể khấu trừ từ con số này hai loại nợ: khoản nợ trong quá khứ và nợ dài hạn. Khoản nợ trong quá khứ bao gồm cả khoản thuế cũ. Nợ dài hạn là khoản nợ chính thức được công ty thực hiện trên bảng cân đối kế toán. Sau khi trừ đi nợ dài hạn, người nắm giữ cổ phần sẽ nhận được giá trị tài sản ròng.

Diễn giải giá trị thay thế mới: So sánh giá trị tài sản và

giá trị của một công ty sẽ giúp ta có được cái nhìn sâu hơn về công ty đó. Nhiều nhà đầu tư cho rằng nếu giá trị tài sản lớn hơn giá trị của công ty đó thì nguyên nhân là do công ty hoạt động kém hoặc do lĩnh vực hoạt động của công ty không phát triển. Trong trường hợp này, quá trình hoạt động của công ty thực sự đã phải trả giá song song, làm mất hết nguồn lực khan hiếm của nó.

Nếu giá trị tài sản xấp xỉ bằng giá trị định giá hiện hành của công ty, điều này cho biết trình độ quản lý của công ty là bình thường và công ty không có ưu thế cạnh tranh so với các đối thủ.

Cuối cùng, nếu giá trị tài sản nhỏ hơn giá trị thực của công ty, thì các nhà đầu tư sẽ nhận được thông điệp quan trọng. Trong trường hợp này, các nhà đầu tư cho rằng công ty đã có sự tăng trưởng đáng kể trong khả năng cạnh tranh hoặc công ty đang có một đội ngũ quản lý giỏi. Và các nhà đầu tư cũng tin rằng nếu có thể mua được cổ phiếu của công ty dưới giá trị tài sản, họ sẽ có cơ hội kiếm tiền trên thị trường, hoặc công ty này sẽ bị các công ty khác mua lại - ví dụ nhân tố khác sẽ xuất hiện.

Đánh giá giá trị trên sổ sách: Một vài nhà đầu tư sẽ dựa vào giá trị trên sổ sách của công ty để tìm hiểu giá trị thực của công ty đó nếu nó bị thanh lý. Tuy nhiên, người đó cần phải điều chỉnh phù hợp để có thể sử dụng sổ sách một cách chính xác trong các trường hợp này. Việc điều chỉnh bao gồm sự thay đổi về danh tiếng và lạm phát. Nếu một công ty có tài sản trong bảng cân đối kế toán như bất động sản, thì giá trị trong sổ sách cần phải điều chỉnh lại tương ứng trong quá trình phân tích thanh lý.

LẬP LUẬN VỀ CHẤT LƯỢNG

Việc tính toán giá trị của một công ty sẽ dựa vào luồng tiền mặt đã được điều chỉnh trừ, mà luồng tiền mặt này được sinh ra từ tài sản của công ty đó. Tuy nhiên, trong quá trình phân tích thực tế một vài tài sản, không dễ định giá bởi vì tài sản đó

không tạo ra luồng tiền mặt. Một vài loại tài sản hữu hình trong loại này bao gồm bất động sản, bằng sáng chế, các loại giấy phép và các quyền khác. Các loại tài sản vô hình có thể bao gồm danh tiếng, nhãn hiệu, v.v...

Việc suy luận về chất lượng là việc xác định giá trị của các loại tài sản trên. Các nhà đầu tư thường không dựa quá nhiều vào tài sản hữu hình vì số lượng giá trị thực hỗ trợ giá bị giới hạn. Cách tốt nhất để định giá các loại tài sản trên là sử dụng phương pháp tương đối, mặc dù trên thực tế rất khó tìm ra các tài sản so sánh tương đối.

Định giá theo cách suy đoán riêng - việc định giá dựa trên những suy đoán hợp lý của nhà đầu tư về giá trị của một công ty dựa trên giao dịch đã được thỏa thuận riêng- là việc định giá được sử dụng để đảm bảo các cấp độ an toàn cho công ty. Nguyên nhân là do, nếu một công ty có sự quản lý tốt và làm ăn tốt được giao dịch ở mức giá đủ hấp dẫn để có thể thu hút các công ty khác lên giá để mua lại công ty đó, thì nhà đầu tư sẽ xem mức giá nêu trên như là giá sàn đối với cổ phần. Giả sử chủ nghĩa tư bản vẫn tồn tại và phát triển, thì giá cổ phiếu của các công ty có luồng tiền mặt tốt sẽ không bao giờ rớt xuống con số 0.

Nếu một công ty mua bán trên thị trường đại chúng với giá trị đứng giá cao hơn 8 lần so với luồng tiền mặt tự do, khi mà thị trường tư nhân đang mua công ty trên ở giá trị đứng giá cao hơn 5 lần luồng tiền mặt tự do, thì sau đó có thể kết luận hợp lý rằng giá của công ty đó sẽ lớn hơn 5 lần giá trị đứng giá. Do việc định giá của thị trường đại chúng và thị trường tư nhân, các nhà đầu tư giá trị sẽ theo dõi sát sao mọi động thái của thị trường buôn bán tư nhân nhằm đưa ra một giá sàn cho các công ty được mua bán công khai.

Được việc mà không mất tiền. Việc định giá “tổng số phần” có thể có ích trong việc xác định cấp độ an toàn cho giá cổ phần. Các nhà đầu tư thường tách công ty thành các phần,

không phải vì công ty đó đang tan rã, mà để xác định liệu giá hiện tại có đưa ra một hoặc nhiều mảng kinh doanh tự do hay không. Trong hoàn cảnh này, người đầu tư có thể lấy ví dụ General Electric và xem xét cơ sở của việc định giá “tổng số phần” để có thể xác định liệu giá hiện hành có thể hiện đầy đủ giá trị của các công việc kinh doanh của công ty. Giá cổ phiếu của GE sẽ cho biết cấp độ an toàn nếu thị trường đại chúng định giá các phần kinh doanh khác nhau một cách dè dặt, ví dụ đơn vị NBC được thị trường đại chúng định giá bằng không. Trong khi nhà đầu tư phải sử dụng một vài kỹ thuật số lượng để có thể tiếp cận con số trên, thì nhà đầu tư đó cũng có khả năng về chất lượng để đánh giá chính xác toàn bộ môi trường thị trường các phương pháp và dụng cụ định giá cần thiết để đánh giá từng đơn vị mà có thể xác định sự thành công của đầu tư.

Chỉ số mức thu nhập cổ tức: Do mức cổ tức được tạo ra cho nhà đầu tư nên cổ tức có thể là một nguồn an toàn. Nhà đầu tư thường so sánh cổ tức của các đầu tư khác với các số liệu rủi ro tương tự. Ví dụ, nếu công ty XYZ mua bán ở mức 40\$ một cổ phiếu và có mức cổ tức là 1,16\$/năm thì mức thu nhập cổ tức của công ty đó là 3%. Nếu giá cổ phiếu giảm xuống 25\$ một cổ phiếu thì mức thu nhập cổ tức sẽ là 5%. Giả sử nếu không có sự giảm sút nào về luồng vốn của công ty, thì mức thu nhập cổ tức 5% là quá nhiều trong điều kiện môi trường thị trường bình thường. Các nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư nhận thức được thu nhập, sẽ điều chỉnh mức thu nhập cổ tức tương ứng bằng cách mua cổ phiếu của công ty đó. Loại cổ tức mà dễ dàng có được rất ít khi được sử dụng như một yếu tố duy nhất trong việc xác định cấp độ “biên độ an toàn” của một cổ phiếu.

Viễn cảnh về lịch sử. Việc diễn giải cụ thể quá trình hình thành công ty cũng có thể có tác dụng trong việc đánh giá giá trị hiện hành của công ty đó. Không phải là các con số trên

biểu đồ có thể giúp ta phán đoán được xu hướng tương lai của thị trường cổ phiếu. Điều này chỉ đơn thuần là việc giải thích về mặt lịch sử, nhà đầu tư sẵn sàng trả điều gì để có được quyền kinh doanh tại các thị trường khác nhau. Tuy nhiên, phương pháp này sẽ chỉ giới hạn đối với các công ty mà có chu kỳ tự nhiên nhiều hơn trong mô hình kinh doanh của họ.

RỦI RO VÀ NHỮNG ĐIỀU KHÔNG CHẮC CHẮN

Hiểu được các rủi ro và sự không chắc chắn là một phần quan trọng trong việc đánh giá cấp độ biên độ an toàn của một công ty. Việc nhà đầu tư nhận biết khoảng cách giữa hai cấp độ an toàn, hoặc sự chênh lệch có thể thay đổi như thế nào hay các công cụ cần thiết để xác định số lượng khả năng đi xuống của các quyết định đầu tư, là rất quan trọng.

Sự khác nhau giữa hai khái niệm này là: rủi ro có thể xác định về mặt số lượng còn sự chắc chắn thì không xác định được. Có nhiều loại rủi ro và không chắc chắn khác nhau. Đơn giản, việc chấp nhận rủi ro là khi nhà đầu tư không chắc chắn điều gì sẽ xảy ra trong các chuỗi sự kiện trong tương lai. Chấp nhận điều rủi ro và sự không chắc chắn là khi một nhà đầu tư không biết điều gì có thể xảy ra với một loạt kết quả không rõ ràng.

PHƯƠNG PHÁP TIẾP CẬN RỦI RO

Đối với nhà đầu tư, chỉ có hai loại rủi ro: rủi ro về thị trường nói chung và rủi ro cơ bản về kinh doanh. Mối quan hệ về toàn bộ vấn đề rủi ro như sau:

Tổng rủi ro đầu tư = Rủi ro kinh doanh cơ bản + Rủi ro thị trường nói chung

Rủi ro kinh doanh cơ bản dựa chủ yếu vào các hiện tượng xấu có thể gây tác động tiêu cực cho công ty và cho giá cổ phiếu. Quy tắc “biên độ an toàn” sẽ tập trung chủ yếu vào việc

giảm thiểu loại rủi ro này. Mặc dù nguyên nhân gây ra rủi ro kinh doanh cơ bản là rất nhiều nhưng chúng có thể xác định được về mặt số lượng. Các loại rủi ro này có thể tính toán. Các loại rủi ro này bao gồm: chương trình cắt giảm chi phí không thành công, sự thất bại của một sản phẩm mới, thua lỗ cổ phiếu trên thị trường, giao dịch hợp đồng thất bại, v.v...

Rủi ro thị trường nói chung là không cụ thể đối với bất kỳ một công ty nào. Nó phụ thuộc nhiều hơn vào các yếu tố vĩ mô như, nền kinh tế, lạm phát, lãi suất, v.v... Nhà đầu tư không có khả năng tự bảo vệ trước những loại rủi ro nêu trên. Nó như là một điều tất yếu mà các nhà đầu tư phải chấp nhận, do vậy rất nhiều nhà đầu tư không muốn cố gắng quá nhiều để loại bỏ các rủi ro này. Việc đa dạng hóa phải được thực hiện một cách hết sức cẩn thận nếu một nhà đầu tư nào đó cố gắng giảm thiểu rủi ro đầu tư. Trên thực tế, nhà đầu tư đa dạng càng nhiều, danh mục đầu tư của nhà đầu tư đó càng giống như thị trường mở rộng. Tuy nhiên, danh mục đầu tư càng giống thị trường mở rộng bao nhiêu thì càng xuất hiện nhiều rủi ro bấy nhiêu trên thị trường.

Việc giới hạn các rủi ro thị trường nói chung là rất khôn ngoan vì nó là một vấn đề bình thường trong đầu tư và sẽ không là sự tập trung chủ yếu về mặt chiến lược của ai đó nhằm giảm thiểu toàn bộ rủi ro. Nhìn chung, các nhà đầu tư không dành nhiều thời gian dự đoán xu hướng kinh tế hoặc tính nhạy cảm của thị trường. Bỏ ra quá nhiều thời gian để cố dự đoán về tương lai là không nên mà nên tập trung chủ yếu vào rủi ro kinh doanh cơ bản.

Việc tận dụng lợi thế rủi ro thị trường nói chung là rất quan trọng. Tuy nhiên nên cố gắng tránh dự đoán nó. Trong sự kiện khủng hoảng tại Châu Á và Mỹ La tinh năm 1998 khi mà các nhà đầu tư vẫn còn sợ hãi, tôi đã phát hiện ra giá trị trong các công ty mà tôi không sở hữu. Trước khi có sự dịch chuyển này, thị trường liên tục có sự đánh giá quá cao nhiều ngành kinh doanh.

Vào cuối năm 1998, tôi đã nhận thấy giá trị quan trọng được đánh giá quá tầm tại Tập đoàn FDX - hãng vận tải hàng đầu trên thế giới. Vào thời điểm đó, FedEx đang hoạt động trong một ngành vô cùng thuận lợi với những chi phí đầu vào nhiên liệu thấp, nhu cầu dịch vụ vận tải gia tăng. Kết quả đánh giá của tôi cho thấy cổ phiếu của FedEx đang được mua bán ở thị trường định giá với mức giá dưới 22\$/cổ phiếu. Tương ứng với điều đó, tôi cũng thấy một cơ hội rất lớn để có được tiền tại Tập đoàn FDX do việc định giá “dưới mức” tạm thời của công ty vào thời điểm đó.

Ngoài ra, một số phân tích khác cũng cho thấy rằng ở mức giá hiện hành lúc đó, tôi không chỉ có thể mua các hoạt động tại Mỹ trên thị trường định giá tư nhân mà còn có thể có được hoạt động quốc tế một cách miễn phí. Tôi đồng thời cũng nghi khả năng tập đoàn FDX có thể kinh doanh thương mại trực tuyến trong thời gian dài. Việc đánh giá định ra lối thoát của tôi cũng cho thấy rằng công ty này có giá trị thực xấp xỉ \$45 một cổ phiếu, không bao gồm sự tăng trưởng sắp tới.

Với một “biên độ an toàn” đủ mạnh do thương hiệu cổ phiếu của tập đoàn, do sự có được lượng tiền mặt, thị phần, tình hình trong bảng cân đối kế toán ...thì việc mua tập đoàn FDX ở việc định giá cổ phiếu trên thị trường tư nhân sẽ có mức rủi ro kinh doanh cơ bản thấp- mọi rủi ro được tôi phát hiện đều dựa trên thị trường đại chúng. Tôi không cố gắng dự đoán khi nào thì rủi ro của thị trường chung sẽ giảm thiểu. Tôi chỉ biết rằng nó có thể sẽ dừng ở một mức nào đó đúng lúc. Và mọi việc xảy ra sớm hơn so với tôi dự đoán, việc bán cổ phiếu của tập đoàn ở mức giá \$42/cổ phiếu cho thấy mức lãi đạt +68% khi thị trường vẫn tiếp tục định giá quá cao cổ phiếu của FDX.

PHÁT HIỆN VÀ TRÁNH CÁC VỤ VIỆC KHÔNG CHẮC CHẮN

Có hai loại hiện tượng không chắc chắn: hiện tượng với kết quả có thể dự đoán nhưng thị trường không biết; và hiện

tượng với kết quả có thể dự đoán nhưng nhà đầu tư không biết. Hiện tượng không chắc chắn của thị trường thường ít xuất hiện tại các thị trường sôi động. Tại đó sẽ có sự không chắc chắn về một hiện tượng cụ thể và những ảnh hưởng của chúng. Vụ việc 11-9 là một ví dụ. Thông thường hơn, loại hiện tượng không chắc chắn này có thể là vụ việc cụ thể của một công ty hoặc của một ngành. Ví dụ vào năm 1998, rất nhiều bệnh viện và các công ty dịch vụ y tế gia đình như Columbia HCA, Quorum Healthcare, Bervely Enterprise và Vencor đã bị mất giá tại thị trường do vụ không chắc chắn về việc các nhà làm luật tại Washington D.C đưa ra một cơ cấu thanh toán mới hay không.

Trong thời gian này, một vài công ty đã phá sản, một vài công ty phải tự tái cơ cấu và một số công ty khác quyết định rằng giá cổ phiếu của công ty đã bị đẩy xuống quá thấp đến mức bán cổ phiếu trên thị trường tư nhân- khi ban lãnh đạo phải ra ngoài vay tiền mua lại toàn bộ cổ phiếu của các cổ đông - là cách thức tốt nhất để cứu công ty. Luôn luôn tồn tại các hiện tượng không chắc chắn trên thị trường. Vào năm 2002, sự không chắc chắn là nguyên nhân giải thích tại sao rất nhiều công ty danh tiếng đã mất đi 1/10 giá trị chỉ trong một đêm. Sự không chắc chắn dẫn đến liệu công tác kế toán của công ty đó có đáng tin cậy hay không, đặc biệt đối với các khoản nợ ngoài bảng cân đối kế toán. Các khoản nợ bên ngoài bảng cân đối kế toán là một kỹ thuật kế toán khá thịnh hành từ những năm trước.

Các thành viên của cộng đồng những nhà đầu tư chung có thể biết hậu quả, nhưng một số nhà đầu tư cụ thể thì không. Hậu quả này cũng làm liên tưởng đến sự không chắc chắn vì nó thường đặt ra câu hỏi cho nhà đầu tư: Bạn có phải là chủ sở hữu tốt nhất đối với công ty đó hay chưa? Nhiều nhà đầu tư tìm thấy chính bản thân họ trong đó. Thông thường, mọi người cung cấp cho nhà đầu tư cái gọi là ý tưởng đầu tư vĩ đại nhất. Chỉ có một vấn đề duy nhất là nhà đầu tư không hiểu vấn đề

kinh doanh này. Đây không phải là rủi ro. Đó là do sự không chắc chắn và thậm chí nếu họ mua cổ phiếu, họ cũng không được trang bị đầy đủ để theo dõi quá trình đầu tư bởi vì họ không biết kiểm tra, theo dõi điều gì.

Vấn đề là không giống như rủi ro, vụ việc không chắc chắn không thể tính toán được. Chú ý nhà đầu tư mua quá trình kinh doanh chứ không phải là cổ phần. Ai sẽ mua công việc kinh doanh mà họ không hiểu biết gì? Bạn sẽ định giá chúng bằng cách nào? Làm sao bạn biết khi nào bạn đưa ra một mức giá phù hợp cho chúng? Do vậy, cho dù sự việc không chắc chắn bắt nguồn từ thị trường thông thường hay một ai đó thiếu hiểu biết về một lĩnh vực kinh doanh cụ thể, nhà đầu tư sẽ không đầu tư vào các công ty không chắc chắn.

TẬP ĐOÀN MAYTAG: TÌM RA CẤP ĐỘ AN TOÀN

Vào tháng 9/1999, cổ phiếu của Maytag rớt giá thảm hại. Giá cổ phiếu giảm từ 65\$/cổ phiếu xuống 30\$/một cổ phiếu - giảm 54%. Không mấy ngạc nhiên, tôi bắt đầu tìm kiếm giá trị trong cảnh đổ nát. Tôi không phải là ông chủ cổ phiếu nhưng cơ hội đã gọi tên tôi. Tôi quan sát Mẫu 10 - K và Đường giá trị gần nhất của công ty.

XÁC NHẬN GIÁ TRỊ

Tôi thích những gì tôi đọc được từ quá trình quan sát ban đầu của công ty- cụ thể là chiến lược của công ty đó tạo ra giá trị cho cổ đông. Giá trị hoàn trả cổ phần của Maytag là 31% vào năm 1997, 51% vào năm 1998 và 70% vào năm 1999. Dựa vào kiến thức của tôi về các lĩnh vực có khả năng sinh lời cao, mặc dù trước đó chúng tôi đang trong giai đoạn mở rộng kinh tế, xu hướng này trong khả năng sinh lời của Maytag sẽ không chắc sẽ diễn ra.

Đoạn trích từ Mẫu báo cáo 10-K Maytag năm 1998

Doanh thu thuần: Doanh thu thuần của công ty trong năm 1998 tăng 19% so với năm 1997. Doanh thu ròng năm 1998 bao gồm doanh thu bán tập đoàn G.S Blodgett (“Blodgett”), một hãng sản xuất dụng cụ nấu ăn thương mại, tập đoàn G.S Blodgett được công ty mua lại vào ngày 1/10/1997. Không tính Blodgett, doanh thu thuần của công ty tăng 16% vào năm 1998 so với năm 1997.

Doanh thu thuần bán các dụng cụ gia đình tăng 15% vào năm 1998 so với năm 1997. Doanh thu tăng từ một năm trước do công ty giới thiệu các sản phẩm mới, bao gồm mặt hàng sản phẩm giặt là mang tên Neptune Maytag, tủ lạnh Maytag, sản phẩm nấu ăn Maytag, máy hút bụi Hoover, máy giặt thảm Hoover. Bên cạnh đó, doanh thu ròng từ năm trước là do khối lượng hàng hóa chuyển tới Sears, Roebuck và Co, và khối lượng hàng hóa trong các Hợp đồng của công ty đã bắt đầu được bán các loại dụng cụ nhãn hiệu Maytag thông qua các cửa hàng Sears tại Mỹ từ tháng 2/1998. Bên cạnh đó, doanh thu thuần của công ty tăng là do mức độ tăng trưởng về khối lượng trong việc vận chuyển các loại hàng hóa của năm 1998 so với năm 1997.

Doanh thu các dụng cụ thương mại đã tăng 84% từ năm 1997. Đạt được doanh thu như trên là do tăng doanh thu khối lượng của sản phẩm Dixie-Narco năm 1997 và bao gồm kết quả kinh doanh của Blodgett năm 1997. Không tính doanh thu của Blodgett, doanh thu của công ty tăng 48% từ năm 1997.

Doanh thu thuần từ việc bán dụng cụ tại nước ngoài tăng 5% trong năm 1998 so với năm 1997. Nguyên nhân tăng trưởng là do khối lượng đơn vị cao do bù giá đối với các mẫu được lựa chọn để thích ứng với các điều kiện cạnh tranh ở Trung Quốc.

Lợi nhuận tổng: Lợi nhuận tổng của công ty đã tăng từ 27,5% năm 1997 lên 29% năm 1998.

Biên độ tổng của các dụng cụ gia đình đã tăng vào năm 1998 so với năm 1997 do tăng khối lượng bán hàng và kết hợp doanh thu các sản phẩm, chi phí nguyên liệu thô thấp, và sự xuất hiện chi phí bắt đầu sản xuất của dây chuyền sản xuất tủ lạnh mới mà công ty phải chịu trong năm 1997.

Tổng biên độ dụng cụ thương mại tăng trong năm 1998 so với năm 1997 là do tăng số lượng bán hàng, được bù lỗ một phần từ việc làm ăn không hiệu quả từ các hoạt động tại cơ cấu và sản xuất của công ty Blodgett.

Biên độ tổng dụng cụ quốc tế giảm từ năm 1998 so với năm 1997 do việc giảm giá bán các mặt hàng được lựa chọn.

Công ty nhận biết được giá nguyên liệu thô năm 1998 sẽ thấp hơn so với năm 1997 và hi vọng giá nguyên liệu thô năm 1999 cũng thấp tương tự so với năm 1998⁽⁸⁾.

Thu nhập ròng: Thu nhập ròng năm 1998 là 281 triệu \$, hoặc thu nhập trên cổ phiếu là 2,99\$ trên một cổ phiếu so sánh với thu nhập ròng năm 1997 là 180 triệu \$ và thu nhập cổ tức trên một cổ phiếu là 1,84\$. Thu nhập ròng và thu nhập cổ tức trên một cổ phiếu bị ảnh hưởng là do phải chịu phí đặc biệt vì tiến hành thu nợ sớm trong cả hai năm. Chi phí sau thuế do thu nợ sớm là 5,9 triệu \$ năm 1998 và 3,2 triệu \$ năm 1997⁽⁹⁾.

Tôi biết rằng chúng ta đang đứng ở sau chín phân so với cuộc đua này, tôi chỉ không biết liệu chúng tôi đang ở lô thứ 17 hay 18. Nếu giá cổ phiếu vẫn tiếp tục giảm mạnh, tôi xác định phải xem xét nhanh tình hình của công ty. Tôi đã tải về toàn bộ các bài báo mới nhất của công ty, Mẫu 10-Q và một số tài liệu SEC khác để có thể hiểu được tính kinh tế của kinh doanh và bắt đầu xem xét sâu hơn các con số.

Sau khi phân tích hệ số thu nhập trên vốn cổ phần (ROE) của Maytag, có ba chiến lược quan trọng đáng chú ý. Thứ nhất là khả năng sản xuất của công ty. Maytag đã áp dụng kỹ thuật sản xuất cho phép tăng đầu ra nhưng lại làm tăng rất ít chi phí

về vốn. Mục đích của chiến lược này là thu được càng nhiều càng tốt bên ngoài các cơ sở sẵn có mà không làm tăng khả năng bằng cách xây dựng thêm nhiều nhà máy sản xuất. Chiến lược này cũng giúp Maytag tránh lãng phí và làm tăng chất lượng sản phẩm của Maytag và tăng biến bằng việc sử dụng ít thời gian và nguồn lực sản xuất từng loại sản phẩm.

Maytag có kinh nghiệm trong việc duy trì các kênh phân phối luôn luôn có đầy sản phẩm, chính điều này đã giúp công ty duy trì được thị phần của mình trên thị trường, cụ thể là thị trường đầu cuối. Ngoài ra, công ty cũng có một chiến lược khác - đưa ra các sản phẩm chất lượng cao với mức giá đặc biệt. Trong khi vẫn duy trì 20% các sản phẩm loại giá rẻ thì toàn bộ tăng tốc cải tiến để sản xuất ra các sản phẩm có tính khác biệt dành cho các đối tượng khách hàng mong muốn mua.

Cuối cùng, công ty tận dụng tối đa giá trị nhãn hiệu. Công ty đã sử dụng nhãn hiệu của mình để thâm nhập vào các kênh bán hàng và mở rộng phạm vi bán lẻ. Sự nhận biết về nhãn hiệu sẽ là một lợi thế cạnh tranh rất tốt đối với những công ty mới gia nhập thị trường.

Tôi đã xác nhận đánh giá của mình về các chiến lược của Maytag ngay sau khi đọc xong mẫu 10-K, đường giá trị và sau khi tìm kiếm các thông tin thông qua trang web của công ty. Giá mà tôi sẵn sàng trả là 29\$/cổ phiếu hoặc thấp hơn. Khi tôi bắt đầu thực hiện ý tưởng này vào năm 1999, cổ phiếu được mua bán tốt hơn giá mua mà tôi tham chiếu. Đến tận tháng 3/2000 tôi mới có cơ hội mua được Maytag với mức giá mà tôi nghĩ là phải chăng.

Vào thời điểm đó, tôi đánh giá lại cơ sở mua công ty này của mình. Một lần nữa tôi kết luận rằng, tôi rất thích chiến lược mà công ty đang thực hiện, dưới mức giá 29\$, công ty đang mua bán trên thị trường ít hơn 8,5 lần thu nhập so với con số ước tính của tôi là 3,5\$ trong năm tiếp theo. Tôi hài lòng trả gấp 8,5 lần Chỉ số lợi nhuận (P/E) cho công ty Maytag. Con

số này vừa phải hơn so với con số từ 3,8\$ đến 4,0\$ mà đội ngũ lãnh đạo của công ty đang mong đợi. Dựa trên thu nhập hoặc những gì mà tôi nghĩ công ty này có thể kiếm được trong môi trường kinh tế bình thường, thì tỉ lệ P/E của công ty là rất hấp dẫn. Giá trên cũng là khá rẻ nếu dựa trên giá trị doanh nghiệp và cơ sở luồng tiền mặt.

Tiếp theo, tôi phân tích giá trị giấy phép của công ty bằng cách sử dụng kỹ thuật nêu trong Chương 3, lập hình tam giác giá trị, sử dụng việc đánh giá giá trị nguyên thủy, và việc phân tích luồng tiền mặt ở tỉ lệ phát triển bình thường. Cuối cùng, tôi đã đưa ra giá \$50/cổ phiếu của Maytag tại thời điểm đó.

Với mức giá mua 29\$ và 50\$ giá trị doanh nghiệp, tôi cố gắng phát hiện ra chất xúc tác thúc đẩy quá trình đánh giá cổ phiếu. Tôi tình cờ phát hiện ra một số chất xúc tác tiềm năng. Ba điều quan trọng nhất bao gồm nỗ lực tổ chức lại mà công ty đang thực hiện. Công ty đang đặt ra mục tiêu cắt giảm \$100 triệu từ một chương trình cắt giảm chi phí được thực hiện trong 24 tháng tới. Việc tiết kiệm chi phí bắt nguồn từ việc cải thiện sản xuất, cắt giảm chi phí hành chính và củng cố các đơn vị kinh doanh. Các lĩnh vực tiết kiệm khác sẽ đến từ việc thay đổi vốn và mua lại cổ phần. Một chất xúc tác khác đó là khả năng công ty ổn định trở lại hoặc trở nên tích cực.

Cuối cùng, tôi xem xét khả năng toàn bộ doanh thu của Maytag như là một sự kiện xúc tác sẽ diễn ra nếu giá cổ phiếu tiếp tục giảm trên thị trường, dựa trên luồng tiền mặt và điểm mạnh của bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp.

TÌM KIẾM SỰ AN TOÀN

Bước tiếp theo tôi sẽ đánh giá khả năng tụt giá cổ phiếu trên thị trường hoặc “biên độ an toàn”. Để xác định được cấp độ an toàn, tôi dựa vào việc đánh giá chi phí thay thế toàn bộ công ty. Tôi đang cố gắng đánh giá rủi ro mà tại đó cổ phiếu có thể gặp phải nếu nền kinh tế không phục hồi. Tôi chắc chắn ở

một vài điểm trong tương lai; tôi không biết khi nào và điều gì sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu nếu nền kinh tế tiếp tục trở nên ảm yếu.

Tôi đã xem xét một đoạn ghi chú trong mẫu 10-K cùng với SEC, để phán đoán giá trị kinh tế tài sản của công ty nếu công ty được giao bán tại lần định giá “xương sống”. Các nhà đầu tư giá trị chuyên nghiệp điều hành một mô hình kinh doanh chi tiết khi tiến hành đánh giá “biên độ an toàn” của một công ty. Tuy nhiên, sau đó là cách thức – đằng sau phong thư để có được kết quả tương tự. Mọi số liệu được dựa trên các con số trong mẫu 10-K và báo cáo hàng năm của công ty.

Tiền là tiền mặt và các khoản tương ứng tiền mặt sẽ là khoản đầu tư có tính thanh khoản. Do vậy, chúng phải được định giá đầy đủ giá trị. Định giá các khoản nợ phải thu không thể thực hiện một cách trực tiếp. Các khoản nợ phải thu là các khoản nợ kinh doanh- thuộc về công ty. Trước khi xem xét doanh thu, tiền mặt từ các khoản nợ phải được thu về. Phần lớn các công ty theo dõi rất sát thời gian trung bình tiến hành thu các khoản nợ kể trên. Thậm chí xuất hiện dịch vụ chuyên nghiệp tiến hành thu các khoản tiền khó đòi. Tùy thuộc vào ngành, tôi thường sử dụng 60% đến 90% số nợ phải thu để đưa vào tính toán. Đánh giá cuối cùng về thị trường đối với của Maytag và dự đoán rằng nền kinh tế đất nước này đang suy giảm nên tôi đã sử dụng phần trăm thấp nhất.

Maytag báo cáo chi phí tồn kho bằng phương pháp last-in, first-out (LIFO) đối với 77% hàng tồn kho của công ty. Các loại chi phí hàng tồn kho khác sẽ được xác định dựa trên phương pháp first-in, first-out (FIFO). Maytag có hàng tồn kho như: thép, nhựa,... và do vậy, nhìn chung tôi đã sử dụng giá trị tài sản cao của các loại hàng tồn kho đã được báo cáo.

Các loại thuế thu nhập trả dần thể hiện sự chênh lệch tạm thời về kết quả thuế tương lai giữa số lượng trên sổ sách và thuế cơ bản của tài sản và nợ. Lợi ích từ loại thuế trả dần này là một điều gì đó có giá trị đối với những ai muốn mua công ty này, nhưng đối với người khác thì nó chẳng có ý nghĩa gì.

Đối với các loại tài sản khác, tôi sử dụng những gì mà tôi tin là phần trăm công bằng của giá trị đã được báo cáo. Ví dụ, các loại tiền trợ cấp trả trước và các loại tài sản trợ cấp vô hình được định giá bằng không. Mặc dù chúng vẫn có giá trị nhưng đối với bài này, tôi xem chúng không quan trọng đối với các giá trị của doanh nghiệp đáng quan tâm.

Maytag báo cáo tài sản, nhà máy trang thiết bị trên chi phí cơ bản. Các tài sản này được định giá thấp bằng phương pháp đường thẳng để tính toán khấu hao tài sản so với vòng đời kinh tế có ích của tài sản. Công ty ước tính vòng đời có ích của các loại tài sản trên là từ 15 đến 45 năm đối với các loại nhà xưởng và từ 5 đến 20 năm đối với các loại trang thiết bị máy móc. Xét về quy luật kinh doanh, cũng công bằng nếu thông báo giá trị của tài sản đó gần như giá trị nêu trong sổ sách.

Ngoài việc có được giá trị hợp lý tài sản của công ty, tôi cũng gộp giá trị cổ tức đảm bảo. Với chi phí vốn cổ phần gần 8,5%, một nhà đầu tư có thể sử dụng công thức cổ tức/chi phí vốn cổ phần để tính ra giá trị cổ tức đối với mỗi người nắm giữ cổ phần. Số tiền công ty Maytag chi trả cho cổ tức là \$68 triệu một năm.

Giá trị cổ phiếu chi trả cho cổ đông là xấp xỉ \$800 triệu. Dựa trên cách tính toán đơn giản trên, tôi đã có được cấp độ an toàn cho công ty có trị giá 2,1 tỉ \$ hay 24\$/cổ phiếu.

Bên cạnh đó, tôi cũng xem xét việc đánh giá của thị trường tư nhân và phạm vi đánh giá nguyên thủy đối với công ty để có được góc nhìn khác nhau đối với những cấp độ an toàn. Dựa trên yếu tố cơ bản của việc định giá nguyên thủy và đưa ra bản chất chu kỳ của kinh doanh, tôi xem xét phạm vi định giá mà tại đó cổ phiếu của công ty được giao dịch trong một thời gian. Trên hết, tôi sắp mua được một công ty có thể sinh lời và tập trung với mức định giá hấp dẫn với 72% khả năng giá đi lên và 17% giá đi xuống, dựa trên giá trị công bằng và việc đánh giá biên độ an toàn.

Phụ lục 5.1 Tính toán giá trị tài sản đơn giản

Đơn vị tính 1000	Tháng 12/1999			Giá trị
Tiền mặt và giá trị tương đương	\$ 28.815	x 100%	=	\$ 28.815
Nợ	494.747	x 70%	=	346.323
Tồn kho	404.120	x 70%	=	282.884
Nhà xưởng, Thiết bị, Máy móc(PP&E)	976.108	x 90%	=	878.497
Các tài sản khác	540.458	x 80%	=	432.366
Tổng tài sản hiện tại	\$2.444.248			\$1.968.886
Giá trị cổ tức				800.000
Trừ nợ				641.278
Giá trị ẩn				\$2.127.608
Cổ phiếu đã phát hành				90.000
Giá trị tài sản ẩn trên cổ phiếu				\$24

DỰA VÀO BIÊN ĐỘ AN TOÀN

Tại thời điểm Maytag tổ chức cuộc họp hàng năm vào tháng 5, tôi đã là ông chủ cổ phiếu và có một vài chất xúc tác đang ấp ủ trong công ty. Đầu tư là một quá trình năng động cần phải được kiểm tra, cập nhật ngay lập tức và cần phải có sự quan sát kỹ lưỡng cơ sở đầu tư.

Sau khi theo dõi tình hình công ty trong vòng 1 năm, vào tháng 10/2000, tôi đã bán cổ phiếu. Tôi đã bắt đầu nhận ra việc đầu tư của tôi sẽ không giữ được các chất xúc tác hiệu quả. Tôi đã đưa ra một số chất xúc tác để thấy được sự tiến triển, tuy nhiên mọi thứ không như tôi nghĩ. Trong khi có nhiều

người lạc quan trong giai đoạn này, thì các vấn đề kinh doanh cơ bản không bao giờ như ta mong đợi và các xúc tác đã không có hiệu quả. Thậm chí những gì là doanh thu lớn của công ty đã không được cụ thể hóa.

Sau khi phân tích báo cáo quý ba của công ty gửi đến SEC và tham dự cuộc họp các cổ đông, tôi đã có 5 lý do để bán số tiền đầu tư của tôi ở Maytag. Lý do thứ nhất liên quan đến vấn đề giá. Những diễn giải của tôi về thông cáo báo chí của công ty trong quý ba là môi trường giá - là khả năng của cổ phiếu Maytag tăng hoặc giữ giá ở mức cao - đang trở nên ngày càng tồi tệ và không có một dấu hiệu nào cho thấy công ty có khả năng duy trì sản phẩm của mình ở mức giá cao. Điều này là rất tuyệt vời đối với người tiêu dùng nhưng sẽ là rất tồi đối với các doanh nghiệp. Sau đó, tôi cũng xem xét kết quả tài chính của hai công ty đối thủ của Maytag và đưa ra nhận xét rõ ràng là Maytag đang bị đe dọa. Hai đối thủ này thực sự đang tác động rất mạnh vào vấn đề giá. Và lợi nhuận trong lĩnh vực kinh doanh mà Maytag đang hoạt động có thể giảm xuống trong 12 đến 18 tháng tới. Do vậy tôi tin tưởng rằng, Maytag sẽ không có khả năng tạo ra giá trị cho cổ đông của công ty ở mức hiện tại khi xem xét việc rút giá của các loại dụng cụ.

Lý do thứ hai liên quan đến khối lượng trong khi con số về khối lượng do công ty báo cáo tốt hơn nhiều so với những gì tôi mong muốn, cụ thể là đối với các đơn vị Nam Mỹ, tuy nhiên mảng dụng cụ thương mại quan trọng lại giảm với con số rất ngạc nhiên là 13%.

Bên cạnh đó, công ty cũng đang gặp phải một số vấn đề liên quan đến việc phân phối. Một trong những nhà phân phối lớn của Maytag đã quyết định rút khỏi việc kinh doanh các dụng cụ gia đình, và các nhà phân phối còn lại đang có ý định rút lui. Bên cạnh đó, một hãng phân phối lớn đã thông báo vài tuần trước đó là họ đang gặp phải vấn đề đối với kế hoạch tăng trưởng. Những vụ việc nêu trên đã làm giảm sự tin tưởng của tôi vào việc Maytag có khả năng đạt được khối lượng như dự

kiến và cuối cùng tôi quyết định quay trở lại các vấn đề đầu tư của mình.

Mức thuế thấp trong Thông cáo báo chí quý ba làm tôi rất ngạc nhiên bởi vì tôi đã không hi vọng mức thuế có thể giảm xuống như vậy. Tôi xem đó như là một tín hiệu cho những thất vọng sắp tới. Cuối cùng, ủy ban đầu tư đã có những bất đồng với chủ tịch và giám đốc điều hành.

Tóm lại, công việc kinh doanh mà tôi đã mua, đã thay đổi đáng kể và không có một chất xúc tác nào. Đồng thời, lĩnh vực kinh doanh này đang trải qua sự thay đổi về chu kỳ và cơ cấu. Tính chất chu kỳ xuất phát từ nguyên nhân nền kinh tế đang trở nên yếu kém, trong khi sự thay đổi về cơ cấu lại là do một loạt thay đổi vị trí đang diễn ra giữa các nhà phân phối- nhiều hãng mới xuất hiện trong khi những hãng khác đang rút dần ra khỏi ngành này.

Sau đây sẽ là các mốc sự kiện chính đã diễn ra.

12/8/1999: Maytag bổ nhiệm Giám đốc điều hành mới.

19/9/1999: Công ty tuyên bố tiền lãi quý hai không tăng: Phố Wall đã làm giảm thấp tiền lãi như dự kiến của công ty; giá cổ phiếu của Maytag giảm 36% trong cùng ngày.

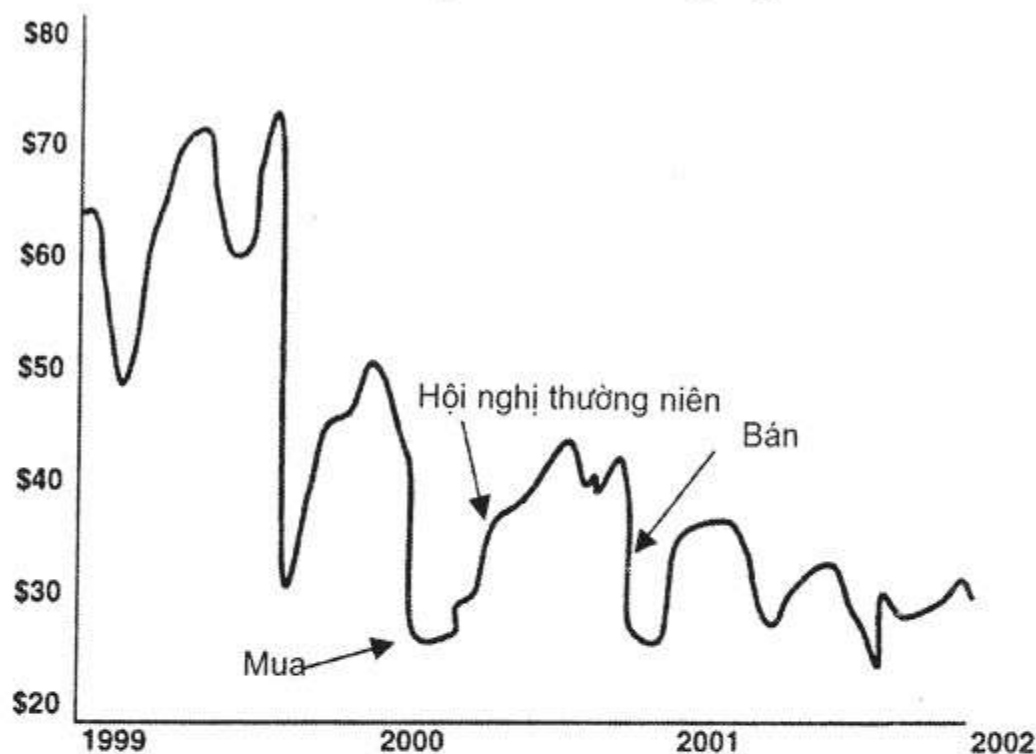
Tháng 9,10/1999: Giá cổ phiếu giảm thảm hại, tôi bắt đầu tìm kiếm giá trị của công ty.

14/2/2000: Maytag thông báo trước thời hạn công ty sẽ không đạt được lợi nhuận như ước tính; các nhà phân tích Phố Wall giảm lợi nhuận dự kiến của công ty; giá cổ phiếu của Maytag tiếp tục giảm thêm 27% nữa.

Tháng 3, 4/2000: Sau khi quan sát trong vòng 5 tháng, tôi đã mua cổ phiếu dựa trên việc đánh giá “biên độ an toàn” ở mức \$29/cổ phiếu và khả năng xuống giá là rất ít.

Tháng 3/2000: Maytag công bố có thể kiếm được từ 3,8\$ đến 4,0\$ trên một cổ phiếu năm tài chính 2000.

11/5/2000: Tại cuộc họp thường niên của Maytag, cổ đông đã chiến thắng đa số - một đa số phiếu không ràng buộc HĐQT phải thực hiện - nhưng lại thất bại vì HĐQT không chấp thuận do số phiếu quá thấp.

Phụ lục 5.2: Giá cổ phiếu của Maytag năm 1999-2002

25/7/2000: Circuit City, một hãng phân phối chính của công ty thông báo không kinh doanh dụng cụ thiết bị.

16/8/2000: Heilig-Meyers, một hãng phân phối quan trọng khác, thông báo kế hoạch đóng cửa 302 cửa hàng và không tiếp tục kinh doanh dụng cụ, thiết bị.

Tháng 8/2000: Maytag tự tin có thể đạt được lợi nhuận 3,8\$ trên một cổ phiếu.

Tháng 8/2000: Hãng bán lẻ không lồ Wal-Mart thông báo tham gia vào việc kinh doanh dụng cụ và sẽ bán sản phẩm có nhãn hiệu GE.

24/8/2000: Giá cổ phiếu của Maytag lên đến \$41 trên một cổ phiếu và có tin ban giám đốc của Maytag đang đàm phán bán công ty. Chúng tôi bán một ít cổ phiếu để giữ một số lợi nhuận.

28/8/2000: Đối thủ chính của Maytag là Whirlpool thông báo công ty sẽ không đạt được lợi nhuận như Phố Wall dự báo,

và cho rằng việc Circuit City không tham gia vào lĩnh vực phân phối là một vấn đề lớn. Giá cổ phiếu của cả Whirlpool và Maytag đều giảm.

14/9/2000: Maytag thông báo công ty sẽ không đạt được lợi nhuận như dự kiến.

Tháng 9, 10/2000: Tôi đã đánh giá lại biên độ an toàn của mình và đề nghị chúng tôi sẽ bán cổ phần tại công ty ở mức giá thấp hơn \$30/cổ phần và tránh bất kì khả năng về vốn nào. Tôi dựa nhiều vào việc đánh giá biên độ an toàn của mình trong việc hỗ trợ giá cổ phiếu.

9/11/2000: Chủ tịch và Giám đốc điều hành từ chức.

Chú thích:

(1) Greenblatt, J. *Bạn có thể trở thành nhà thiên tài trên thị trường cổ phiếu* (New York: Simon & Schuster, 1997, trang 42).

(2) Graham, B. *Nhà đầu tư thông minh*, xuất bản lần thứ tư (New York: Harper & Row, 1973, trang 283).

(3) Graham, B. *Nhà đầu tư thông minh*, xuất bản lần thứ tư (New York: Harper & Row, 1973, trang 281).

(4) Greenwald, B. Kahn, J., Sonkin, P., Biema, M., *Đầu tư giá trị: Từ Graham tới Buffett và Beyond* (New York: John Wiley & Sons, 2001, trang 56).

(5) Greenwald, B., Kahn, J., Sonkin, P., Biema, M., *Đầu tư giá trị: Từ Graham tới Buffett và Beyond* (New York: John Wiley & Sons, 2001, trang 58).

(6) Copeland, Koller, Murrin, *Giá trị: Đo đạc và quản lý giá trị của các công ty* (New York: John Wiley & Sons, 1991, trang 215).

(7) Klarman, S.A. *Lợi nhuận an toàn* (New York: Harper Business, 1991, trang 93).

(8) Tập đoàn Maytag, 31 tháng 12 năm 1998, mẫu 10-K, trang 10.

(9) Tập đoàn Maytag, 31 tháng 12 năm 1998, mẫu 10-K, trang 11.



CHƯƠNG 6

ĐÁNH GIÁ CƠ HỘI ĐẦU TƯ

“Khó khăn không bao giờ nằm ở chỗ phát hiện ra đâu là việc kinh doanh tốt. Khó khăn thực sự là việc phát hiện ra làm thế nào để kinh doanh tốt sau khi đã hoạt động được 5 hoặc 10 năm”⁽¹⁾

Jean-Marie Eveillard

MỘT PHƯƠNG PHÁP TỐT ĐỂ GIẢI THÍCH việc một nhà đầu tư sẽ làm thế nào để tiếp cận cơ hội đầu tư có tiềm năng, là việc sử dụng phép suy loại. Warren Buffett thường sử dụng trận đấu bóng chày để miêu tả việc nhà đầu tư sẽ suy nghĩ như thế nào về một cơ hội đầu tư mới. Ông nói chúng ta nên tận dụng thời gian và chờ đợi “cú ném” trước khi đầu tư. Đây là một lời khuyên rất tốt. Phép loại suy được sử dụng trong trường hợp này và trong phần khác của cuốn sách là một trận đánh golf.

ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ VÀ CHƠI GOLF

Đầu tư giá trị cũng tương tự như một trận chơi golf. Giống như các tay chơi golf, các nhà đầu tư giá trị sẽ phải rèn luyện tính kiên nhẫn và nhún nhường.

Như đã được nêu trong chương 1, nguyên tắc xúc cảm là cực kỳ quan trọng đối với sự thành công của nhà đầu tư và dân chơi golf. Để nhận biết được một cơ hội đầu tư, một người sẽ phải rèn luyện tính cẩn thận để có được những hiểu biết quan trọng về mặt sân.

Quyết định loại hình đầu tư để đưa ra quyết định tương tự như là việc quản lý một sân golf. Việc quản lý một sân golf liên quan đến cách mà người chơi bước gần đến bóng, chạm thử bóng và xác định có hay không các yếu tố khác như: gió, độ dày của cỏ hoặc vị trí bóng để có thể thực hiện cú đánh. Tương tự như vậy trong đầu tư giá trị sẽ tồn tại một số biến thiên mà nhà đầu tư phải xem xét trước khi đưa ra quyết định đầu tư cụ thể.

Các biến thiên này bao gồm môi trường kinh tế khái quát, quan điểm về thị trường hoặc doanh thu. Bên cạnh đó, người tìm kiếm giá trị sẽ phải quyết định thực hiện kiểu cơ hội nào và sau đó sẽ quyết định công cụ khai thác cơ hội đó. Tương tự như vậy, các tay chơi golf sẽ phải đưa ra quyết định dùng loại gậy nào sau khi đánh giá chính xác vị trí bóng, khoảng cách và điều kiện thiên nhiên.

Bất kỳ tay chơi golf nào đều nói cho bạn biết được rằng phần quan trọng nhất trong việc quản lý cuộc chơi tốt là có một kế hoạch cụ thể trong một trận đấu - bạn phải biết trước bạn sẽ đánh như thế nào tại mỗi lỗ. Nhà đầu tư giá trị sẽ có các bước cụ thể tiếp cận cơ hội đầu tư, xem xét liệu đó có phải là công ty theo chu kỳ, hay cơ hội không tốt, hay một công ty đang phát triển mạnh. Giống như trong golf, nhà đầu tư phải có tất cả mọi loại gậy trong túi dụng cụ của mình. Mặc dù một số gậy và dụng cụ không cần để ghi điểm, nhưng điều quan trọng là phải có toàn bộ dụng cụ và gậy gộc và biết sử dụng từng loại một để có thể tạo ra kết quả có lợi. Các tay golf có thể noi gương Tiger Wood và các nhà đầu tư lấy Warren Buffett làm mẫu. Tuy nhiên, họ có thể không đạt được cấp độ thành công riêng trên sân golf hoặc qua việc đầu tư nếu không thực sự luyện tập sử dụng dụng cụ mà họ có.

PHÁT HIỆN RA CƠ HỘI

Đầu tư là cuộc chơi mà trong đó người chơi phải sử dụng nhiều công cụ khác nhau, áp dụng nhiều kiểu khác nhau và phải tận dụng nhiều cơ hội khác nhau. Một vài nhà đầu tư chọn các công ty có mức tăng trưởng cao trong các lĩnh vực mới trong khi một số khác lại chọn đầu tư vào những lĩnh vực mà họ biết. Tuy nhiên, một vài nhà đầu tư lại đầu tư vào công ty có đặc tính định giá cụ thể-ví dụ giá thấp đối với tỉ suất lợi nhuận.

Phát hiện chính xác kiểu cơ hội đầu tư là cực kỳ quan trọng trong sự thành công của đầu tư bởi vì kiểu cơ hội đầu tư sẽ xác định phương pháp tiếp cận và dụng cụ phân tích sẽ xem xét.

Phát hiện ra cơ hội kèm theo một câu hỏi sau: Sau cơ hội này sẽ là tình huống nào.

Các trường hợp sau đây sẽ là một ví dụ ngắn về cơ hội đầu tư, phương pháp tiếp cận và dụng cụ phù hợp để đánh giá tình hình.

Trong mục này có sử dụng các hồ sơ từ SEC để có thể cung cấp thông tin tốt nhất về từng công ty. Trong khi các nhà đầu tư chuyên nghiệp có rất nhiều nguồn để nhanh chóng có được thông tin về một công ty hoặc thông tin về tình hình cụ thể, các nhà đầu tư tư nhân thường bị giới hạn trong hồ sơ SEC trực tuyến hoặc các thông tin trên các trang web tài chính.

Trong phần này sẽ trình bày một vài kiểu cơ hội đầu tư. Cơ hội đầu tư được phân nhóm theo các tiêu chí sau: khiêm tốn nhất/chậm, phát triển nhanh, tiềm năng, có tính chu kỳ, tạm thời, suy thoái, sáp nhập, và giá trị. Kiểu đầu tư khiêm tốn/chậm là các công ty có mức gia tăng thu nhập trước đây phù hợp với nền kinh tế- tại một vài nước láng giềng là từ 1 đến 9%. Các công ty có mức tăng trưởng cao thường là trên 10%/năm.

Các cơ hội đầu tư tiềm năng mà trong đó, các công ty chất lượng cao đang trải qua (hoặc dường như đang gặp phải) vấn đề như tái cơ cấu tài chính, giải thể, hoặc tái cơ cấu để nhận

giá trị thực của công ty. Cơ hội trong khu vực này là rất nhiều. Các cơ hội đầu tư tiềm năng rất phổ biến trong thị trường đầu cơ. Trong khoảng thời gian đầu cơ, các công ty kiểm tra nhiều chọn lựa khác nhau để giải phóng cổ đông. Nhìn chung ban lãnh đạo mong muốn nhiều hơn thực hiện tổng thể ra ngoài thị trường. Họ cũng bắt đầu để ý đến các cổ đông có đòi hỏi cao đối với ban lãnh đạo.

Các công ty có tính chu kỳ thường dập khuôn chu kỳ của nền kinh tế. Các công ty trong lĩnh vực có tính chu kỳ sẽ phát triển dựa trên khả năng. Thu nhập của công ty có tính chu kỳ thường rất cao khi đến gần hoặc sát đỉnh chu kỳ. Cơ hội trong loại này có thể tìm được thông qua việc nghiên cứu rất sâu các ngành đang trải qua sự thay đổi cơ bản và có tính chu kỳ.

Cơ hội đầu tư suy thoái tạm thời cũng tương tự như cơ hội đầu tư trong công ty có tính chu kỳ bởi vì các cơ hội đều dựa trên lợi nhuận bị giảm thấp xuống. Đó là các công ty bị định giá thấp và đã bị suy thoái trong một phản ứng sai trái. Điểm phân biệt giữa các công ty đó và công ty có tính chu kỳ là thị trường chung rất hiểu và coi trọng các công ty này vì cấu trúc và việc xuất hiện các chất xúc tác tạm thời. Ví dụ, công ty có lợi nhuận bị suy giảm tạm thời do tình trạng biểu tình kéo dài hoặc sản phẩm có thể tạo ra các cơ hội đầu tư tốt.

Đó thường là các công ty “không được ưa chuộng”. Tuy nhiên, các công ty đầu tư tiềm năng bao gồm các công ty có thể tạo ra mục tiêu thu được hấp dẫn cho khách hàng tài chính hoặc chiến lược. Thường, đó là các công ty có vị thế tốt, các công ty đang được bán tại thị trường tư nhân với giá thấp, các công ty được đánh giá theo từng phần hay theo giá trị tài sản, nhưng lại có độ an toàn cao. Cơ hội đầu tư lai ghép là các công ty có gắn kết với hoàn cảnh cụ thể.

Cuối cùng, bẫy giá trị là những công ty có giá hấp dẫn nhưng lại không có chất xúc tác hoặc có chất xúc tác không hiệu quả. Rõ ràng, trong trường hợp này không có một “cơ hội” đầu tư thực sự, mà tốt hơn thì nên tránh xa.

ÁP DỤNG 5 BÍ QUYẾT CỦA GIÁ TRỊ ĐỂ PHÙ HỢP VỚI CƠ HỘI

DOANH NGHIỆP TĂNG TRƯỞNG THẤP - CHĂM: TẬP ĐOÀN RH DONNELLEY NĂM 1998 - PHƯƠNG PHÁP PHÂN TÍCH VÀ TIẾP CẬN

Tôi đã tiếp cận công ty này bằng cách sử dụng phương pháp phân tích dọc, trong đó tôi kiểm tra rất kỹ báo cáo thu nhập, kiểm tra từ tổng doanh thu cho đến lợi nhuận. Tôi cũng đã kiểm tra các doanh nghiệp sử dụng việc phân tích (ROE) hệ số thu nhập trên vốn cổ phần nhưng tôi muốn được hiểu rõ hơn về tính năng động của ngành này và nền kinh tế mà các doanh nghiệp đang hoạt động trong đó như thế nào. Và phương pháp phân tích dọc sẽ là cách thức tốt nhất để làm được điều đó.

Ngành quảng cáo những trang vàng tăng trưởng 5%/năm trong suốt 10 năm qua. Giá tăng cũng đóng góp một phần nữa vào sự tăng trưởng này. RH Donnelley là công ty quảng cáo những trang vàng độc lập lớn nhất ở Mỹ. Vào thời gian đó, công ty đã bán được trên \$1 tỉ tiền quảng cáo trong năm 1997 và là công ty đứng đầu ngành. RH Donnelley cũng là tập đoàn đứng đầu trong việc cung cấp dịch vụ phát hành các loại sách hướng dẫn những trang vàng (bao gồm phần lớn các sách hướng dẫn mà công ty này bán quảng cáo). RH Donnelley cung cấp dịch vụ cho trên 300 sách trang vàng khi công ty này tách khỏi Dun & Bradstreet. Điều này bao gồm việc cung cấp bán quảng cáo cho trên 270 ấn phẩm những trang vàng tại 13 bang, trong đó năm 1997 tổng số ấn phẩm đã đạt 30 triệu bản.

Công ty đã đa dạng hóa cơ sở khách hàng lên 500.000 doanh nghiệp, rất nhiều trong số doanh nghiệp này đã dựa vào ấn phẩm những trang vàng như là một mẫu chuẩn quảng cáo duy nhất. Trong 3 năm trước, công ty đã đạt được tỉ lệ phục hồi doanh thu trung bình từ 90% đến 100% tại các thị trường chính.

Một điểm cần lưu ý đến doanh thu của RH Donnelley là việc công ty đã thiết lập quan hệ dài hạn với các hãng cung cấp dịch vụ điện thoại hàng đầu tại các thị trường của công ty. Công ty sẽ cung cấp dịch vụ quảng cáo những trang vàng, tiếp thị và bán hàng tại các thị trường này thông qua chi nhánh của các công ty cung cấp dịch vụ điện thoại như: Ameritech Corporation, Bell Atlantic Corporation và Sprint Corporation thông qua các thỏa thuận hợp đồng. RH Donnelley có mối quan hệ đối tác lâu dài với một chi nhánh của Ameritech và một hợp đồng dài hạn với một chi nhánh của Sprint và Bell Atlantic. Các hợp đồng này lần lượt được gia hạn vào năm 2004 và 2005.

Doanh thu quảng cáo của RH Donnelley chủ yếu có được từ doanh thu quảng cáo những trang vàng theo các mối quan hệ hợp đồng lâu dài với các công ty chi nhánh của các hãng dịch vụ điện thoại hàng đầu của Mỹ. Bên cạnh đó phải kể đến việc bán quảng cáo cao cấp, vị trí cổ phiếu hàng đầu trên thị trường, cơ sở mạng lưới các nhà quảng cáo trên khắp lãnh thổ đóng góp tiêu biểu cho công ty. RH Donnelley cũng có một đội ngũ quản lý rất mạnh trong cả lĩnh vực quản lý và điều hành.

Tuy nhiên, Mẫu báo cáo S-4- Mục phân tích và thảo luận vấn đề quản lý ngành đã cho tôi có cái nhìn sâu hơn tình trạng này và cho thấy tình hình suy giảm của công ty chỉ là tạm thời.

RH Donnelley có lợi thế cạnh tranh rất mạnh tại các thị trường chủ yếu là do quy mô, tỉ lệ làm mới và kinh nghiệm của công ty. Liên quan đến quy mô, một năm trước công ty bán được trên 1 tỉ \$ tiền quảng cáo những trang vàng, chiếm xấp xỉ 9% trong tổng số 11,4 tỉ \$ tiền quảng cáo trang vàng trên toàn nước Mỹ. Các nhà quảng cáo những trang vàng khác chỉ chiếm dưới 10% trong tổng số doanh thu quảng cáo những trang vàng tại Mỹ. Tỉ lệ làm mới cũng là một điểm quan tâm của công ty này. Do vậy, công ty luôn đạt tỉ lệ làm mới doanh thu quảng cáo rất cao và ổn định, với mức trung bình trong 3 năm xấp xỉ 91%. Do vậy, công ty nhận được sự quan tâm của rất nhiều nhà đầu tư do tiềm năng kinh doanh ẩn của công ty.

Phạm vi hoạt động thực sự là mạnh do công ty đã tạo ra một luồng tiền mặt tự do mạnh và có thể dự báo cùng với chi phí vốn giới hạn. Ngoài ra, vốn lưu động cần ở mức độ khiêm tốn. Do đó để đánh giá, tôi đã sử dụng giá trị doanh nghiệp để vận hành các công cụ luồng tiền mặt (thu nhập trước lãi suất, thuế, khấu hao, tiền giảm trừ) nếu trước đó công ty có khoản nợ lớn và yêu cầu về chi phí vốn thấp. Ở mức giá 16\$/cổ phiếu, giá cổ phiếu của công ty đang được mức giá gấp 5,5 lần so với tham chiếu luồng tiền mặt vận hành năm 2000 của tôi. Việc tham chiếu luồng tiền mặt vận hành năm 2000 dựa trên biên độ ổn định và mức tăng doanh thu 5%. Đối với thu nhập ròng trên một cổ phiếu, sau khi phân tích tôi kết luận rằng công ty có khả năng đạt con số ít nhất là 1,9\$ trong vòng 2 năm tới trong đó tỉ lệ P/E tăng 7 lần.

Trích từ Mẫu báo cáo S-4 của công ty

RH Donnelley -Tháng 7/1998.

Tổng doanh thu quảng cáo là giá trị quảng cáo mà công ty đã bán được. Tổng doanh thu quảng cáo năm 1997 giảm 4,3% từ \$1115,6 triệu năm 1996 giảm xuống 1067,2 triệu\$ năm 1997. Tháng 12/1997, Donnelley bán nhãn hiệu East Coast chuyên kinh doanh trang vàng (P-East) và vào tháng 5/1996, Donnelly bán nhãn hiệu West Coast ("P-West"). Tổng doanh thu quảng cáo năm 1997 giảm là do việc bán P-East, thường doanh thu P-East chiếm 87,8 triệu\$ doanh thu quảng cáo năm 1996 và 73,8 triệu\$ năm 1997 và do hợp đồng giữa Donnelley với Cincinnati Bell đã hết hạn trong suốt tháng 8/1997, chính điều này đã dẫn đến giảm sút doanh thu quảng cáo từ hợp đồng này từ 65 triệu\$ năm 1996 xuống 50,1 triệu \$ năm 1997. Sau khi điều chỉnh doanh thu quảng cáo của P-West là \$2,1 triệu 1996, tổng doanh thu từ thị trường khác giảm 1,8% từ 960,6 triệu \$ năm 1996 xuống 943,4 triệu \$ năm 1997, do doanh thu Bell Atlantic thấp bởi vì làm lại chương trình đối với một số ấn phẩm trong thị trường này, chính điều này đã

chuyển doanh thu từ năm 1997 sang năm 1998. Sự sụt giảm nêu trên sẽ được bù lại một phần nhờ tổng doanh thu quảng cáo ở Donnelley's Sprint tăng (chủ yếu ở Las Vegas) trên cả mức trung bình của ngành. Tổng doanh thu từ quảng cáo của DonTech cũng tăng 1,3% từ 403,5 triệu\$ năm 1996 lên 408,6 triệu \$ năm 1997.

Thu nhập từ tiền hoa hồng liên quan đến quảng cáo và sẽ không gộp trong thu nhập được tạo ra từ doanh thu quảng cáo của đối tác DonTech. Doanh thu giảm xuống từ 270,0 triệu \$ trong năm 1996 xuống 239,9 triệu \$ năm 1997, chủ yếu do việc bán P-East và hợp đồng với Cincinnati hết hạn. Điều chỉnh doanh thu của P-East là 95,1 triệu \$ năm 1996 và 78,0 triệu \$ năm 1997, của P-West là 2,2 triệu \$ năm 1996, của Cincinnati Bell là 171,1 triệu \$ năm 1996 và 13,1 triệu \$ năm 1997, doanh thu của công ty giảm 4,4% từ 155,6 triệu \$ năm 1996 xuống 148,8 triệu \$ năm 1997. Doanh thu bị ảnh hưởng là do chuyển đổi kế hoạch trong tiến độ xuất bản đối với các ấn phẩm Bell Atlantic, dẫn đến doanh thu của Donnelley tại thị trường Bell Atlantic giảm 9%, từ 95,9 triệu \$ năm 1996 xuống 86,4 triệu \$ năm 1997. Việc sụt giảm này được bù lại một phần do việc tăng trưởng 7,7% doanh thu tại thị trường Donnelley Sprint, từ 37 triệu \$ năm 1996 lên 39,9\$ năm 1997, doanh thu tăng trưởng mạnh ở Las Vegas. Tại đây xuất bản ấn phẩm nửa năm một do mức tăng trưởng kinh tế tại thị trường Las Vegas tăng cao hơn mức tăng trưởng trong lĩnh vực quảng cáo trang vàng.

Thu nhập từ đối tác và các phí liên quan giảm 2,1% năm 1997 từ 132,9 triệu \$ năm 1996 xuống 130,2 triệu \$ năm 1997. Donnelley nhận thu nhập đối tác chủ yếu từ hai nguồn, đối tác CenDon và DonTech. Donnelley nhận được 50% lợi nhuận của CenDon. Donnelley nhận được phần trăm cổ phần từ lợi nhuận của DonTech (trong đó phần trăm cổ phiếu là 50% theo thỏa thuận đối tác với DonTech), và bắt đầu trong quý ba năm 1997, cũng nhận được phí trực tiếp (phí tham gia) từ các công ty thành viên của Ameritech có liên quan đến doanh

thu quảng cáo của DonTech. Thu nhập của Donnelley liên quan đến DonTech giảm 4,3% trong năm 1997, từ 121,4 triệu\$ năm 1996 xuống 116,2 triệu \$ năm 1997 chủ yếu là do khấu trừ hợp đồng phần của Donnelley trong lợi nhuận của DonTech. Vào năm 1990, Donnelley chấp nhận giảm phần của mình trong lợi nhuận của DonTech đổi lại việc điều chỉnh hợp đồng với đối tác DonTech. Do vậy, hợp đồng này sẽ không có thời gian chấm dứt và việc khấu trừ hợp đồng sẽ chấm dứt vào năm 1997. Một phần của việc giảm sút này là do việc sản xuất và bán hàng không hiệu quả, nguyên nhân là do sự mất cân bằng trong kế hoạch sản xuất, trong đó khối lượng ấn phẩm DonTech liên kết lại được xuất bản trong quý tư. Vào năm 1997, một kế hoạch hai năm đã được lập ra để chỉnh sửa sự không cân bằng trên và tăng hiệu quả lực lượng bán hàng của DonTech, đồng thời hỗ trợ hoạt động. Thu nhập đối tác DonTech chủ yếu có được từ CenDon tăng 25,8% vào năm 1997 từ 9,7 triệu \$ năm 1996 lên 12,2 triệu\$ năm 1997 do tăng trưởng doanh thu của CenDon ở Las Vegas⁽²⁾.

Giá trị doanh nghiệp gấp 5 lần, lượng tiền để hoạt động và P/E là 7 lần thì giá đó có vẻ tốt.

Sau đó, tôi phải tìm ra giá trị này. Tôi tìm kiếm các bảng tóm tắt hợp đồng cổ phần tư nhân nhưng vô nghĩa. Không có một công ty song sinh hoàn hảo nào được giao dịch trên thị trường Mỹ, do vậy tôi phải tìm vận may ở thị trường nước ngoài đối với công ty được buôn bán công khai với tài sản tương tự. Trong thực tế, đã có nhiều công ty quốc tế đang được định giá trên thị trường và vào thời điểm đó có khoảng từ 12 đến 16 lần giá trị doanh nghiệp vận hành luồng vốn tiền mặt. Ngoài ra, cũng có vụ làm ăn lớn được thực hiện vào thời gian đó. Cụ thể là việc tiếp quản Yellow Books của một công ty Anh quốc, đổi lấy 13 lần giá trị doanh nghiệp để vận hành luồng tiền mặt.

Tôi đã xem xét cụ thể hơn ở trường hợp Yellow Books và động cơ của Công ty Anh Quốc để có thể đánh giá nguyên cơ

của hợp đồng này. Dựa trên vụ làm ăn này và những gì tôi nghĩ thị trường sẽ trả cho doanh nghiệp, tôi cho rằng tôi có thể bán cổ phiếu ra thị trường ở một vài điểm trong tương lai. Tôi tin tưởng rằng thị trường sẽ trả gấp 8 đến 9 lần giá trị doanh thu để có thể vận hành luồng tiền mặt và dựa vào các tài sản tương đương khác được mua bán trên thị trường. Điều này cho thấy giá cổ phiếu sẽ từ \$28 đến \$32 một cổ phiếu.

Tôi cũng rất hài lòng với doanh nghiệp này: tôi thích giá \$16 và tin tưởng rằng giá trị cổ phiếu của công ty này ít nhất là \$28/một cổ phiếu. Tiếp theo, tôi tìm kiếm cấp độ giá trị thứ tư: chất xúc tác. Xét bản chất doanh nghiệp, tôi nhận thấy có một chất xúc tác bên trong tác động lên việc đánh giá giá cổ phiếu. Tôi đã dựa vào ban giám đốc để mua lại cổ phiếu và tạo ra giá trị cổ đông thông qua việc tái cơ cấu cơ hội. Ngay sau khi công ty này đang mua lại cổ phiếu của họ, tôi đã mong muốn cổ phiếu đạt đến giá trị công bằng ngay sau khi nhận biết được.

Cuối cùng, tôi đánh giá biên độ an toàn của công ty. Đưa ra tính ổn định và khả năng dự báo được doanh thu của RH, luồng tiền mặt, và sự có mặt trên thị trường của công ty, các phân tích này đã đưa tôi đến cấp độ an toàn là \$13 một cổ phiếu. Điều này được dựa trên giả định rằng nếu giá cổ phiếu của công ty giao dịch trên thị trường xuống dưới \$13 trong một thời gian dài, hoàn toàn dễ hiểu về mặt tài chính là công ty sẽ bị bán. Bên cạnh đó giá trị tài sản của công ty cũng ở mức giá gần \$13. Trong trường hợp này, tôi cho rằng khả năng xuống giá là 75% và khả năng lên giá là 19%. Rủi ro hoặc phần thưởng luôn thuộc về tôi.

MỨC TĂNG TRƯỞNG CAO: NETWORK ASSOCIATES MÙA HÈ NĂM 1999 - CÁCH TIẾP CẬN VÀ PHÂN TÍCH

Quá trình đầu tư của tôi vào Công ty Network Associates là một thách thức bởi vì gần 1/3 biên độ giá trị an toàn dựa trên sự thông thoáng của thị trường và việc định giá quá cao

của thị trường. Network Associates được thành lập vào tháng 12/1997 do sáp nhập. Đây là một công ty hàng đầu chuyên về phát triển và cũng có các sản phẩm phần mềm, trong đó có hai ngành quan trọng cần quan tâm là: công nghệ thông tin hoặc nghề IT: quản lý và an ninh mạng.

Trong lĩnh vực an ninh mạng, phần lớn thu nhập của công ty đến từ dây chuyền sản phẩm chống vi rút McAfee. Network Associates chiếm 42% thị trường phần mềm diệt virus vào năm 1998- nhiều gấp hai lần các đối thủ cạnh tranh. Thị phần của công ty trong thị trường là gần 43%. Trong lĩnh vực quản lý mạng, thu nhập của công ty phần lớn có được từ dây chuyền sản phẩm Sniffer. Hai đơn vị trên đã đóng góp đến 80% vào thu nhập của Network Associates.

Trích từ Mẫu 10-K của Network Associates năm 1998

Thu nhập ròng tăng 45% từ 612,2 triệu \$ năm 1997 so với 421,8 triệu \$ năm 1996, và tăng 51% tức là 278,9 triệu \$ năm 1995. Tăng thu nhập ròng là do tăng thu nhập sản phẩm và dịch vụ cũng như hỗ trợ được trình bày bên dưới.

Thu nhập sản phẩm tăng 49% tăng từ 343,9 triệu \$ năm 1996 lên 510,8 triệu \$ và tăng 36% so với năm 1995 (252,2 triệu\$). Mức tăng trưởng thu nhập sản phẩm chủ yếu là do gia tăng trong cấp giấy phép sử dụng sản phẩm phần mềm diệt vi rút cho khách hàng, gia hạn mới cho các giấy phép sử dụng đã hết hạn, tiếp tục nghiệm thu sản phẩm của Sniffer và tiếp tục nghiệm thu dịch vụ hỗ trợ và tư vấn. Việc tăng thu nhập là do việc cấp phép sử dụng cho các sản phẩm (trừ các sản phẩm chống vi rút và Sniffer) đối với khách hàng mới mà khách hàng hiện tại cũng như mở rộng các kênh phân phối sản phẩm không trực tiếp và mở rộng thị trường quốc tế. Cuối cùng, việc thay đổi vào năm 1995 trong thu nhập các sản phẩm diệt vi rút của công ty được trình bày bên dưới cũng đóng góp vào tăng thu nhập sản phẩm vào cả năm 1996 và 1995⁽³⁾...

Thu nhập dịch vụ và hỗ trợ bao gồm thu nhập từ hỗ trợ phần mềm, hợp đồng bảo dưỡng, đào tạo, và dịch vụ tư vấn, cũng như thu nhập từ bảo hành, hỗ trợ khách hàng và hợp đồng bảo dưỡng. Thu nhập dịch vụ tăng 30% từ 77,9 triệu \$ năm 1996 lên 101,4 triệu \$ năm 1997 và tăng 192% so với thu nhập năm 1995 là 26,7 triệu \$.

Nguyên nhân của việc tăng thu nhập trong lĩnh vực dịch vụ và hỗ trợ là từ việc tăng trưởng tại rất nhiều loại dịch vụ, phần lớn là do việc tăng trưởng trong cơ sở khách hàng và việc gia hạn thêm các hợp đồng bảo trì. Mức tăng trưởng cao từ năm 1995 đến năm 1996 chủ yếu là do công ty bắt đầu thực hiện dịch vụ tư vấn và hỗ trợ khách hàng liên quan đến các sản phẩm chống vi rút và sản phẩm phần mềm an ninh mạng.

Thu nhập tại nước ngoài trong các năm 1997, 1996, 1995 lần lượt chiếm xấp xỉ 28%, 24% và 25%. Thu nhập ròng tại thị trường quốc tế tăng từ năm 1996 đến năm 1997 là do các sản phẩm của công ty được chấp nhận ngày càng nhiều tại thị trường quốc tế và các hoạt động...⁽⁴⁾

Vào thời điểm tiến hành nghiên cứu, ngành công nghiệp phần mềm diệt vi rút đang tăng trưởng 30%/năm. Nhu cầu về phần mềm diệt vi rút tăng gấp hai lần so với tốc độ sử dụng máy tính cá nhân, bởi vì nhu cầu ngày càng nhiều của khách hàng trong việc bảo vệ máy tính của họ chống lại vi rút phát tán ngày càng nhiều qua email và Internet. Ngành quản trị hệ thống cũng tăng 15%/năm. Network Associates chiếm một thị phần lớn trong lĩnh vực này, đặc biệt tại thị trường Bắc Mỹ. Công ty đã có rất nhiều doanh nghiệp con đang phát triển khá mạnh. Xấp xỉ 50% tổng thu nhập là từ việc đăng ký thuê bao. Trên hết, mức tỉ lệ tăng thu nhập tổng hợp có thể từ 17% đến 23%.

Tuy nhiên có một số vấn đề tại tập đoàn này. Trước tiên, liên quan đến việc sử dụng kế toán, đội ngũ lãnh đạo của công ty phải chứng minh cho cổ đông rằng họ có thể thực hiện được

mục tiêu tăng trưởng. Thứ hai, nỗi sợ hãi hiện tượng Y2K vẫn còn đang tiếp tục và không ai chắc chắn vào việc sẽ có bao nhiêu phần mềm diệt vi rút sẽ được bán trong môi trường đó. Thứ ba, Network Associates đang tái cơ cấu lực lượng bán hàng và nhiều người đang lo ngại về hiệu suất. Trong thực tế do thông tin này, các nhà đầu tư mất thời gian xem xét tình hình. Cuối cùng, một số nhà đầu tư, đặc biệt là các nhà đầu tư định hướng giá trị, có sự hoài nghi về việc liệu mức tăng trưởng đó có thể biến thành mức tăng trưởng về tiền mặt. Sự hoài nghi trên là có nguyên nhân và một phần lớn trong mức tăng trưởng trên là từ đơn vị mạng-McAfee.com, một địa chỉ trên Internet chuyên nâng cấp, cập nhật và quản lý máy tính qua mạng.

Tôi rất thích lĩnh vực kinh doanh phần mềm chống vi rút và an ninh mạng. Đây cũng là lĩnh vực công nghệ duy nhất mà tôi tham gia. Không giống như các công ty công nghệ khác mà việc thay đổi thường xuyên xảy ra, tôi đoán ngành kinh doanh phần mềm chống vi rút sẽ xảy ra tình trạng như trên trong vòng từ 10 đến 20 năm nữa. Trong khi đó, công ty vẫn tiếp tục đưa ra chương trình diệt virút mới. Vi rút máy tính là nỗi đe dọa cho thông tin liên lạc và chúng ta không thể viết các chương trình phần mềm diệt vi rút mãi mãi.

Giá cổ phiếu của Network Associates giảm nhưng không nhiều. Giá cổ phiếu của công ty được rao bán với giá là 15\$/một cổ phiếu, gấp 7 lần giá trị doanh nghiệp khi so với luồng tiền mặt hoạt động và gấp 17 lần thu nhập và gần 1 lần giá trị doanh nghiệp làm bình thường hóa thu nhập. Giá trị cổ phiếu của công ty vào khoảng \$27 đến \$33 một cổ phiếu. Dựa trên những đánh giá khác, các đối thủ cạnh tranh đang mua với giá gấp 3 lần thu nhập.

Khi quan tâm đến chất xúc tác, tôi phát hiện ra 6 điều. Thứ nhất, cải thiện hoạt động, đặc biệt tôi tin tưởng lực lượng bán hàng và quản lý hàng tồn kho là các xúc tác mạnh nhất. Network Associates đã tiến hành cải cách vào thời điểm đó và gần đây có báo cáo rằng thời gian hàng tồn kho đã được giảm

từ 20 tuần xuống 12 tuần. Thứ hai, các loại cổ phiếu tiềm năng bên ngoài McAfee.com được chứng minh là các chất xúc tác mạnh nhất cho thị trường cổ phiếu thời điểm đó. Tôi cho rằng giá trị của công ty vào thời điểm đó là khoảng từ \$300 triệu đến \$700 triệu trong môi trường thị trường bình thường. Mặc dù tôi không phải trả đồng nào cho McAfee.com, nhưng tôi nhận thức được đầy đủ sự định giá trắng trợn cho các công ty . com vào thời điểm đó. Ở mức giá thấp trong phạm vi định giá, giá cổ phiếu trong lần bán cổ phiếu ra ngoài là 3,5\$ một cổ phiếu trong giá trị cổ phiếu của Network Associates- giá trị bổ sung 3,5\$ trên mỗi cổ phiếu⁽⁵⁾. Thứ ba, công ty đang cố gắng mua lại số cổ phiếu trị giá \$100 triệu, điều này sẽ đẩy giá cổ phiếu lên. Thứ tư, nếu cổ phiếu đứng giá trong một thời gian dài, thì điều này sẽ giúp công ty củng cố vị trí trên thị trường, thế mạnh thương hiệu và khả năng linh hoạt về tài chính. Thứ năm, tôi suy luận rằng vào ngày cuối cùng sau khi kết thúc sự kiện Y2K sẽ giúp thu nhập công ty tăng bởi vì khách hàng sẽ tiếp tục chi tiêu vào việc bảo mật. Cuối cùng việc sắp tung ra hệ điều hành Windows 2000 sẽ giúp công ty đạt được mức tăng thu nhập cũng như nhu cầu như mong đợi cho các máy tính mới để có thể phát triển các phần mềm mới của Microsoft.

Sau khi xem xét 4 điều quan trọng đầu tiên của giá trị, tôi đã nghĩ đến cấp độ biên độ an toàn. Ở mức giá \$15 một cổ phiếu, tôi kết luận rằng, cấp độ an toàn đối với cổ phiếu là khoảng gần 12,5\$. Kết quả tính toán này dựa trên giá 3,5\$ trên một giá trị cổ phiếu của McAfee. Theo những hồ sơ gần đây từ Mẫu 10-Q, công ty có tiền mặt vượt mức- cân đối tiền mặt sau khi trừ đi toàn bộ khoản nợ- vào khoảng 2,5\$/một cổ phiếu, giá trị tài sản không phải tiền mặt vào khoảng trên \$1 tỉ, tương đương gần 7\$/cổ phiếu trong giá trị thay thế. Tóm lại, phần trăm tăng giá là 100% và phần trăm giảm giá là 17%. Vụ đầu tư này sẽ tạo ra 90% hoàn vốn và đây là lần đầu tư ngắn và mạo hiểm nhất mà tôi từng thực hiện.

PHÂN TÍCH VÀ TIẾP CẬN CƠ HỘI ĐẦU TƯ TIỀM NĂNG: SYBRON INTERNATIONAL

Vào tháng 4/2000, màn hình máy tính của tôi xuất hiện thông cáo báo chí sau:

Trích từ Mẫu 8-K tháng 4/2000- Sybron International

SYBRON INTERNATIONAL THÔNG BÁO LỢI NHUẬN KỶ LỤC VÀ VIỆC THÀNH LẬP DENTAL GROUP

MILWAUKEE (24/4/2000) Sybron International Corporation (NYSE:SYB) thông báo kết quả tài chính trong quý hai năm tài khóa 2000, quý hai kết thúc vào ngày 31/3/2000.

QUÝ HAI VÀ KẾT QUẢ TÀI CHÍNH NỬA NĂM ĐẦU

Sybron đạt thu nhập ròng 39,0 triệu \$ cho quý hai năm 2000, tăng 19,9% so với thu nhập ròng cùng kỳ năm ngoái. Thu nhập ròng nửa năm đầu tiên của năm 2000 đạt 69,4 triệu\$, tăng 24,3% so với cùng kỳ năm ngoái.

Mức lãi trên mỗi cổ phiếu trong quý hai đạt 0,37\$, tăng 19,4% so với mức lãi cùng kỳ trong quý hai năm 1999 là 0,31\$, mức lãi mỗi cổ phiếu trong nửa năm đầu là 0,65\$, tăng 22,6% so với năm ngoái.

Thu nhập ròng trong quý hai đạt tổng số 326,4 triệu \$, so với thu nhập ròng quý hai năm 1999 là 272,0 triệu \$, tăng 20.0%. Thu nhập tăng trưởng bị ảnh hưởng xấp xỉ 3,4 triệu\$ từ việc lên giá của đồng đô la Mỹ. Nếu không có sự ảnh hưởng của ngoại tệ, doanh thu sẽ tăng thêm 21,2% so với cùng kỳ năm 1999. Cho đến năm nay, doanh thu ròng đạt 624,6 triệu \$ tăng 20% so với cùng kỳ năm ngoái.

Luồng tiền mặt tiếp tục ở mức mạnh do doanh thu trước lãi suất, thuế, khấu hao và các khấu hao dần (EBITDA) trong quý này đạt 102,3 triệu \$, tăng 21,3% so với năm ngoái là 84,3 triệu \$. EBITDA trong sáu tháng đầu năm đạt 191,5 triệu \$, tăng 23,0% so với cùng kỳ năm ngoái.

Tăng trưởng doanh thu nội trong quý này tăng mạnh 8,9%, chiếm đến 11% trong khu vực nha khoa và 7,7% trong khu vực phòng thí nghiệm

Kenneth F.Yontz, Chủ tịch, Giám đốc điều hành nói “Tôi rất hài lòng với quá trình hoạt động tích cực và cân bằng của công ty trong quý này, cụ thể tỉ lệ tăng trưởng tuyệt vời của hai khu vực nha khoa và phòng thí nghiệm. Một lần nữa, sự kết hợp của quá trình quản lý hoạt động vững chắc trong toàn công ty và sự bổ sung các ngành kinh doanh mang lại nhiều lợi nhuận, đã mang lại tốc độ tăng trưởng thu nhập và lợi nhuận nhanh đến như vậy.”

THÀNH LẬP DENTAL GROUP

Sybron International thông báo ngày hôm nay ban giám đốc của công ty đã quyết định thực hiện sản phẩm phụ của Dental Group bằng cách chia cổ tức của Công ty Sybron Dental Specialities (SDS) bằng nhau cho các cổ đông của Sybron International. Việc chia tỉ lệ cổ tức bằng nhau cho các cổ đông phụ thuộc vào một số điều kiện nếu nhận được quyết định từ Internal Revenue Service về việc giao dịch sẽ được miễn thuế và thông báo đăng ký cho cổ phiếu của SDS có hiệu lực theo quy định về chứng khoán hiện hành. Quá trình phân chia cổ tức bằng nhau cho các cổ đông sẽ được thực hiện từ 6 đến 8 tháng.

Khi việc thành lập công ty Dental Group hoàn tất, Frank Jellinek, Jr., Chủ tịch Sybron Laboratory Products Corporation sẽ trở thành Chủ tịch và Giám đốc điều hành của Sybron International và sau đó Sybron International sẽ được đổi tên thành Apogent Technologies khi nhận được sự nhất trí từ cổ đông. Ông cũng tham gia vào ban giám đốc của Apogent.

Ông Yontz hiện là Chủ tịch, Giám đốc điều hành của Sybron International sẽ tiếp tục là Chủ tịch và Giám đốc điều hành của Apogent Technologies và sau đó sẽ trở thành Chủ tịch của SDS. Floyd W.Pickrell, Jr, hiện là Chủ tịch của SDS sẽ

trở thành Chủ tịch và Giám đốc điều hành của đơn vị nha khoa mới được thành lập. Dennis Brown, Phó chủ tịch và Phó giám đốc tài chính của Sybron International sẽ nằm trong Ban giám đốc của SDS.

Phát biểu về việc hình thành mới này, Ông Yontz cho biết “Thời cơ đã đến và tạo ra nhiều động lực mới cho hai doanh nghiệp nhận biết được khả năng phát triển và sẽ tự do tham gia vào thị trường vốn và sẽ phát triển mạnh nếu hai công ty là hai đơn vị độc lập. Cả hai công ty trên sẽ là công ty hàng đầu trong lĩnh vực mà họ đang hoạt động, việc chia tách kể trên sẽ đảm bảo rằng vai trò tiên phong trên thị trường của hai doanh nghiệp trên sẽ tiếp tục được duy trì và củng cố⁽⁶⁾.”

Sybron International thông báo kế hoạch chia tách công ty. Vào tháng 6 cùng năm đó, giá cổ phiếu của Sybron International sụt giá mạnh - giảm đến 41% trong quý ba. Việc cổ phiếu rớt giá là do các vấn đề hàng tồn kho của công ty đối với các khách hàng chính, việc này dẫn đến thu nhập bán hàng chậm hơn so với dự định. Sau đó tôi tin rằng vấn đề khách hàng và các vấn đề liên quan đến các nhà phân phối mà gây ảnh hưởng đến lĩnh vực kinh doanh phòng thí nghiệm của công ty, sẽ chỉ là chất xúc tác tiêu cực tạm thời và mọi thứ sẽ trở nên tốt hơn trong quá trình điều chỉnh.

Các kết quả phân tích của tôi tại Sybron International cho thấy tổng số hai phần của công ty này có giá hơn toàn bộ. Sybron International được chia thành hai đơn vị chính: Apogent Technologies và Dental Products. Apogent sản xuất các loại dụng cụ trang thiết bị phục vụ trong việc nghiên cứu và điều trị y tế. Các sản phẩm bao gồm: chai lọ y tế, ống dùng trong phòng thí nghiệm, bình thót cổ, bản kính mang vật của kính hiển vi, các dụng cụ thí nghiệm chuẩn đoán nhanh, v.v... Apogent chiếm thị phần khá quan trọng trong thị trường mà họ đang phải cạnh tranh như kỹ thuật sinh học, nghiên cứu và phát triển dược phẩm, viện nghiên cứu, bệnh viện và phòng thí

nghiệm. Khách hàng của Apogent chủ yếu là các hãng phân phối và sản xuất thiết bị gốc cỡ lớn. Tôi suy luận rằng lĩnh vực mang lại tăng trưởng cho công ty này sẽ là ngành nghiên cứu gen người - đây là lĩnh vực nghiên cứu gen người với mục đích chữa bệnh. Là một nhà cung cấp các sản phẩm nghiên cứu cơ bản, Apogent có vị thế rất tốt để tận dụng cuộc cách mạng về gen. Apogent đã tạo ra luồng tiền mặt quan trọng và có truyền thống lâu năm về việc có được doanh lợi ổn định và có thể dự đoán được. Mức tăng trưởng tại các nước láng giềng là từ 5 đến 6% và trên 20% bao gồm việc mua lại công ty.

Một thành viên trong ban lãnh đạo của công ty, người mà chịu trách nhiệm chính trong việc tạo ra giá trị kỷ lục cho cổ đông, đang điều hành đơn vị này.

Dental Products là công ty chuyên sản xuất các sản phẩm nha khoa như vật liệu hàn răng, bonding agent, dental burs và các vật liệu ấn tượng khác, như vật liệu chỉnh răng, đai, nẹp răng. Công ty cũng sản xuất các sản phẩm tiêm như máy khử trùng, thuốc tẩy uế. Xấp xỉ 90% thu nhập của công ty có được từ các sản phẩm sử dụng một lần. Do vậy, công ty đã có các nhãn hiệu sản phẩm rất mạnh. Dental Products chiếm thị phần hàng đầu trong sản phẩm chỉnh răng- 31%. Đối thủ lớn nhất của Dental Products chỉ chiếm 18% thị phần. Trong ngành nha khoa, Sybron chỉ có sản phẩm số 2.

Với mức giá \$25, cổ phiếu của Sybron International đang được mua bán ít hơn 7 lần so với giá trị của công ty để điều tiết luồng tiền mặt, thấp hơn 17 lần so với giá doanh lợi năm 2001. Các công ty sản xuất dụng cụ về gen khác đang được mua bán với giá trị gấp 15 đến 17 lần giá trị công ty điều tiết luồng tiền mặt và cao hơn 25 lần so với giá doanh lợi; đối với các công ty nha khoa là cao hơn 9 lần so với giá trị điều tiết luồng tiền mặt và cao hơn 19 lần so với giá doanh lợi. Về cơ bản, cổ phiếu của Sybron International có giá từ \$37 đến \$43 một cổ phiếu và sẽ có 60% khả năng tăng giá dựa trên giá hiện nay của công ty. Có hai chất xúc tác chính.

Công ty đang tiến hành phân chia cổ tức miễn thuế trong ngành kinh doanh nha khoa và việc bán các tài sản tiềm năng- bán một vài công ty phát triển chậm. Kết quả phân tích của tôi cho thấy mức giá 22\$ một cổ phiếu dựa trên phép nhân đầu ra mà tôi đã áp dụng cho các công ty cơ bản – cho thấy khả năng xuống giá là 12 %. Những gì khẳng định lại quyết định của tôi là một số thành viên của ban giám đốc đã đưa ra một khuyến khích về mặt tài chính để tạo ra giá trị cho các nhà đầu tư bên ngoài như tôi. Thành viên của ban giám đốc bao gồm Thomas Hicks người có công trong việc bán ra công ty Hicks, Muse, Tate & Furst và một nhà đầu tư nổi tiếng Robert Hass. Bên cạnh việc hai ông là thành viên trong ban lãnh đạo, cả hai đều là cổ đông quan trọng của công ty theo như thông báo ủy quyền gần đây.

CÁC CÔNG TY CÓ TÍNH CHU KÌ

Dựa trên định nghĩa, công ty có tính chu kì thường gặp phải các vấn đề liên quan đến ngành và có tính chất tạm thời, chính điều này làm cho giá cổ phiếu lên xuống.

CHU KÌ DÀI HẠN: NEWHALL LAND&FARMING NĂM 1994

Vào năm 1994 toàn bộ thị trường chứng khoán đã không xét một số tài sản quan trọng của Công ty Newhall Land& Farming.

Newhall Land là một trong nhiều đầu tư có giá trị của tôi tại Fidelity. Tôi tin tưởng rằng nếu bán một số tài sản và có một số thay đổi về điều kiện kinh tế trong nước, giá cổ phiếu của Newhall có thể tăng gấp đôi dựa trên giá trị kinh doanh của công ty. Công ty đang sở hữu nhiều bất động sản, dãy cửa hàng, một công ty phục vụ, đất nông trại, các hoạt động xây dựng nhà, chủ yếu đặt tại miền nam California. Tôi bắt đầu đề xuất mua công ty này với giá dưới \$15 một cổ phiếu dựa trên

những đánh giá mà tôi có được về các tài sản kinh doanh của công ty. Tôi bắt đầu xem xét quá trình đánh giá giá trị tài sản của công ty thông qua Mẫu 10-K của công ty này. Sau đây sẽ là một đoạn trích trong mẫu thông báo 10-K.

Trích từ mẫu 10-K của công ty Newhall Land&Farming năm 1993

Hoạt động kinh doanh chủ yếu của công ty là xây dựng các cộng đồng đã được quy hoạch tổng thể. Từ năm 1965, công ty đã tập trung nguồn lực vào việc xây dựng thị trấn Valencia mới trên diện tích 10 000 mẫu Anh trong tổng diện tích 37 500 mẫu tại Newhall Ranch phù hợp với quy hoạch tổng thể được lập ra nhằm nâng cao giá trị của các diện tích đất đã được quy hoạch. Công ty đã tiến hành lập quy hoạch sơ bộ một cộng đồng khác đã được quy hoạch tổng thể trên diện tích 12 000 mẫu Anh còn lại tại khu vực Newhall Ranch tại Hạt Los Angeles. Trong năm 1993, công ty đã sử dụng xấp xỉ 700 mẫu Anh và mua thêm 160 mẫu tại Scottsdale, Arizona, để xây dựng một cộng đồng tổng thể thứ ba, đồng thời giữ lại một diện tích 1.400 mẫu Anh. Với một bản kế hoạch tổng thể và việc phân vùng cho cộng đồng mới, McDowell Mountain Ranch, đã được Hội đồng thành phố Scottsdale thông qua để xây dựng trên 4000 căn nhà và một trung tâm thương mại có diện tích 70 mẫu Anh trên một khu vực có diện tích 3200 mẫu. Thành phố Scottsdale đã dành riêng một diện tích 900 mẫu làm khoảng không cho thành phố.

Valencia, một trong khu vực có diện tích đất đáng giá nhất cả nước, nằm tại thung lũng Santa Clarita, cách Los Angeles gần 30 dặm về hướng bắc và gần 10 dặm từ thung lũng San Fernando với dân số là 1,3 triệu người. Diện tích đất Newhall Ranch của công ty nằm cạnh đường cao tốc Bắc - Nam Liên bang số 5 California và cách 4 đường cao tốc chính liên bang số 5 năm phút từ Valencia.

Trong suốt những năm 1960 và năm 1970, dân cư chủ

yếu phát triển tại Valencia. Vào những năm 1980, việc phát triển công nghiệp được mở rộng 8 nơi và thung lũng Santa Clarita là một khu vực phát triển mạnh nhất không thuộc Hạt Los Angeles. Vào năm 1990, Valencia nổi lên như một ngoại ô công nghiệp và đông dân cư của Los Angeles và sẽ trở thành một trung tâm Hạt phía bắc Los Angeles. Các trung tâm sẽ làm tăng giá trị đất dài hạn với việc phát triển nhiều khu công nghiệp và thương mại, trung tâm mua sắm cùng với một loạt các dự án nhà ở.

ĐÁNH GIÁ VỀ BẤT ĐỘNG SẢN

Hàng năm, công ty tiến hành việc đánh giá toàn bộ bất động sản của công ty. Công ty độc lập, Buss-Shelger Associates MAI đã tiến hành công tác đánh giá giá trị trên thị trường của toàn bộ bất động sản của công ty. Toàn bộ bất động sản của công ty có trị giá 897.100.000\$ tại thời điểm ngày 31/12/1993. Tài sản đã được đánh giá có giá trị trung bình lưu số là 242.571.000\$ tại thời điểm 31/12/1993 và không bao gồm các loại tài sản như dầu khí, hệ thống cung cấp nước, tiền mặt và các tài sản tương ứng tiền mặt và một số tài sản khác.

Giá trị đất của công ty và các tài sản tạo ra thu nhập khác tại khu quy hoạch tổng thể Valencia đã tăng từ \$222 triệu năm 1984, đây là năm đầu tiên tiến hành đánh giá giá trị bất động sản độc lập, lên 745 triệu \$ năm 1993, mặc dù đã có giảm trong một số năm gần đây. Trên một đơn vị cơ bản, giá trị ròng của công ty đã tăng 11,74 \$ lên 21,04\$ trên cùng giai đoạn...⁽⁹⁾

Tôi tập trung vào việc sẽ mua được cổ phiếu của công ty với giá "vừa phải" bởi vì tôi không rõ khi nào các chất xúc tác giúp Newhall đạt được giá trị thực sự sẽ xuất hiện. Và vào thời điểm đó, việc quay trở lại của nền kinh tế phía Nam California cũng không biết khi nào. Tôi bị thuyết phục bởi 3 yếu tố: 1) Tôi sẽ mua cổ phiếu của công ty ở mức giá trừ đi giá trị tài sản hữu

hình đã được điều chỉnh trong sổ sách, 2) Nền kinh tế miền Nam California sẽ quay trở lại trong một vài ngày và 3) Tôi sẵn sàng đợi các chất xúc tác tích cực xảy ra.

Mua Newhall dưới giá trị sổ sách là một sự bảo vệ khả năng xuống giá (ví dụ biên độ an toàn của tôi). Trong suốt giai đoạn 2 năm, tôi đã mua một vị trí trong công ty này. 3 năm sau, nền kinh tế trong nước bắt đầu tăng trưởng và khoản đầu tư ban đầu của tôi tại Newhall Land & Farming đã tăng lên gấp đôi. Đối với một số người, điều này không phải là đáng kinh ngạc nhưng tôi cho rằng việc đầu tư này là khôn ngoan nếu xem xét những rủi ro bất lợi trong tình hình nói trên.

CHU KỲ DÀI DẠN VÀ CHẤT XÚC TÁC NGẮN HẠN: TẬP ĐOÀN EATON NĂM 2000

Eaton Corporation là hãng sản xuất toàn cầu chuyên sản xuất các sản phẩm kỹ thuật phục vụ trong các thị trường như: thị trường đại chúng công nghiệp, phương tiện vận tải, xây dựng, thương mại, vũ trụ, và thị trường chất bán dẫn. Tập đoàn gồm năm hãng sản xuất khác nhau. Cuối năm nay, hãng kinh doanh phụ tùng xe tải đã đóng góp 15% doanh thu, trong khi đơn vị kinh doanh thiết bị tự động đóng góp 20% doanh thu. Đơn vị năng lượng lỏng chiếm 30% doanh thu. Đơn vị kiểm soát thương mại và công nghiệp chiếm 25% doanh thu và đơn vị sản xuất thiết bị bán dẫn chiếm 25% doanh thu. Các sản phẩm chính bao gồm: sản phẩm thủy lực, bộ nối thủy lực, thiết bị điều khiển và phân phối điện, hệ thống truyền động xe tải, phụ tùng động cơ, ion implanter, và một loạt các bộ phận điều khiển khác. Trên 70 % doanh thu của công ty có được từ khu vực Bắc Mỹ, và doanh thu trên toàn thế giới đạt 8,4 tỉ \$.

Vào ngày 24/2/2000, trước khi tôi quan tâm đến việc mua cổ phiếu của công ty này, Eaton thông báo công ty sẽ thuê công ty Goldman, Sachs & Co. nghiên cứu khả thi việc bán một phần công ty thông qua việc phát hành cổ phiếu lần đầu đơn vị sản xuất thiết bị bán dẫn. Vào tháng 7, Eaton hoàn tất việc phát hành lần

đầu 16 triệu cổ phiếu đơn vị sản xuất thiết bị bán dẫn sau này có tên là Axcelis. Giá cổ phiếu là \$22 và được giao dịch ở mức giá \$9 vào thời điểm tôi quan tâm đến cổ phiếu của công ty này.

Sau đó ít lâu, Eaton thông báo sẽ bán nốt 82% cổ phần tại Axcelis. Công ty này đang nắm phần lớn thị phần tại các thị trường lỗ hổng. Eaton có lợi thế về sản xuất các sản phẩm mẫu kỹ thuật cao cho một nhóm các khách hàng. Công ty đồng thời có khả năng sinh lời cao, tạo ra luồng tiền mặt ổn định và mạnh. Gần đây công ty đã tiến hành chuyển đổi lớn và hi vọng có thể giảm được nhiều chi phí. Tiếp sau đây sẽ là một đoạn trích từ báo cáo quý gần nhất của công ty vào thời điểm này.

Cổ phiếu của Eaton đang được giao dịch ở mức gấp 6,8 lần P/E (giá thị trường chia thu nhập trên một cổ phiếu) và gấp 4 lần giá trị doanh nghiệp để điều tiết luồng tiền mặt và gấp 1,8 lần giá trị sổ sách điều chỉnh.

Trích từ Mẫu báo cáo 10_Q của Eaton Corporation - Tháng 3/2000.

KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu quý một năm 2000 đạt 2,33 tỉ \$, tăng 40% so với cùng kỳ năm ngoái. Tất cả đơn vị kinh doanh đều thông báo doanh thu kỷ lục trong quý đầu năm 2000...

Thu nhập trên một cổ phiếu trong suốt quý một năm 2000, không tính chi phí tái cơ cấu và doanh thu ròng từ việc bán tài sản doanh nghiệp, là 1,75\$, tăng 50% so với năm trước đó...⁽¹⁰⁾

ĐƠN VỊ SẢN XUẤT THIẾT BỊ TỰ ĐỘNG

Đơn vị này tiếp tục hoạt động hiệu quả và đạt được doanh thu kỷ lục từ trước đến nay trong quý đầu của năm 2000 đạt \$497 triệu, tăng 4% so với năm ngoái....⁽¹¹⁾

ĐƠN VỊ SẢN XUẤT NĂNG LƯỢNG LỎNG VÀ CÁC THIẾT BỊ KHÁC

Đơn vị này đạt thu nhập kỷ lục từ trước đến nay trong quý đầu của năm 2000, đạt 665 triệu \$, tăng 320% so với cùng kỳ năm ngoái....⁽¹²⁾

ĐƠN VỊ KIỂM SOÁT CÔNG NGHIỆP VÀ THƯƠNG MẠI

Doanh thu của đơn vị này trong quý đầu năm 2000 đạt 579 triệu \$, tăng 13% so với năm ngoái...⁽¹³⁾

ĐƠN VỊ SẢN XUẤT THIẾT BỊ BÁN DẪN

Đơn vị này trong quý đầu năm 2000 đạt doanh số kỷ lục 141 triệu \$, tăng 147% so với cùng kỳ năm ngoái. Dự báo ngành gần đây đã cho thấy trên toàn thế giới nhu cầu thiết bị bán dẫn trong năm nay sẽ tăng trên 40%, do việc tăng nhanh của ngành này trong nhiều năm qua. Công ty đang tham gia đầy đủ vào xu hướng này. Lợi nhuận đạt 27 triệu \$ trong quý đầu năm 2000 so với việc lỗ mất 12 triệu \$ trong quý đầu năm 1999. Kết quả như trên đã phản ánh rất rõ lợi ích của việc tái cơ cấu đơn vị này trong suốt năm 1998 và đầu năm 1999...⁽¹⁴⁾

Xét từ trước đến nay, đây là công ty có cổ phiếu rẻ nhất. Nếu tôi nhân trung bình P/E hoặc giá trị doanh nghiệp xét theo luồng tiền mặt hoạt động, tôi sẽ có được giá trị vừa phải từ 73\$ đến 77\$. Dựa trên yếu tố cơ bản của luồng tiền mặt khấu trừ và sử dụng tỉ lệ 9% khấu trừ, tôi có giá 76\$/một cổ phiếu. Điều này cho thấy 43% của mức giá mua của tôi là 53\$ - không nhiều chỉ đến khi tôi đánh giá viễn cảnh xuống giá. Quá trình đánh giá cổ phiếu xuống giá sẽ bao gồm 3 thành tố.

Thứ nhất, tôi không mất một đồng nào khi mua cổ phiếu của Axcelis. Hãy để tôi giải thích- Tôi đã định giá từng đơn vị của Eaton không bao gồm Axcelis để có được giá trị "cuống"- là giá trị còn lại sau khi bán cổ phiếu. Tôi sử dụng bội số của luồng tiền mặt hoạt động bởi vì các đơn vị này có sẵn đầu vào. Tôi ấn định bội số gấp 7 lần đối với doanh nghiệp công nghiệp hoặc thương mại và được 35\$/một cổ phiếu. Đối với các doanh nghiệp sản xuất phụ tùng ô tô xe tải, tôi ấn định bội số 4 lần cho từng đơn vị và được giá trị lần lượt là 20\$ và 12\$ khi sử dụng quy trình định giá như nhau.

Đối với đơn vị kinh doanh năng lượng lỏng, tôi nhân 5 lần

và được giá là 30\$/cổ phiếu. Dựa trên giá cổ phiếu của từng đơn vị, ta có giá cổ phiếu của toàn bộ công ty là 97\$/cổ phiếu. Sau đó tôi trừ đi khoản nợ là 45\$ ta sẽ được giá trị cổ phiếu là 52\$. Con số này là một sự ngạc nhiên lớn nếu giá cổ phiếu của Eaton đang được giao dịch với giá 53\$ vào thời điểm đó. Nhưng con số kể trên không bao gồm 82% cổ phần của Eaton có trong Axcelis, điều này có nghĩa tôi có được toàn bộ cổ phần của Axcelis với giá 1\$ hoặc bằng không. Trong thời điểm đó, giá cổ phiếu của Axcelis được giao dịch với giá \$10/ cổ phiếu.

Sử dụng tỉ lệ chuyển đổi 1,1 cho tất cả cổ phiếu của Eaton mà tôi có, tôi đã được đảm bảo 1,1 cổ phiếu của Axcelis. Điều này cho tôi giá trị 11\$ ở trong Axcelis mà giá trị này không nằm trong giá trị cổ phiếu của Eaton. Phân tích này cho thấy giá cổ phiếu của Eaton nên ở mức giá 52\$ + 11\$ hoặc 63\$ một cổ phiếu chứ không phải 52\$. Như vậy, thành phần đầu tiên trong biên độ an toàn của tôi đã dựa trên một thực tế là tôi đã chỉ phải trả 1\$ cho cổ phiếu tại của một công ty mà trên thực tế trị giá 11\$. Tôi có thể mua cổ phiếu đó với giá thấp hơn. Nguồn an toàn thứ hai của tôi nằm trong giá trị thay thế của Eaton và toàn bộ tài sản của công ty, bao gồm Axcelis. Dựa vào lý do này, tôi đã đưa ra giá là 49\$/một cổ phiếu.

Cuối cùng, tôi lập luận rằng giá cổ phiếu bán ra của doanh nghiệp này là trong phạm vi 50\$/một cổ phiếu dựa trên bội số đánh giá các hợp đồng trong quá khứ trong việc phân tích tổng số - trong toàn phần. Ở mức giá \$50, khả năng rớt giá của cổ phiếu này là 6% và khả năng tăng giá là 43%. Tôi ủng hộ tỉ lệ rủi ro/thưởng. Chất xúc tác mạnh và có thể là duy nhất để giúp giá cổ phiếu tăng được lên giá phải chăng chỉ là sự chuyển hướng đột ngột của tính chất kinh doanh chu kỳ. Vào thời điểm này, các công ty công nghiệp đa dạng đang có mức thu nhập thấp. Điều này hoàn toàn không có ảnh hưởng gì. Tôi không lo ngại về khả năng này và tin tưởng rằng mọi thứ sẽ vào đúng quỹ đạo trong 18 hoặc 24 tháng tới.

GIÁ TRỊ SUY THOẢI TẠM THỜI: TẬP ĐOÀN PACTIV NĂM 2000

Pactiv bán các loại sản phẩm tiêu dùng như túi đựng thức ăn bằng nhựa, túi đựng đồ gia đình với nhãn hiệu “Hefty” và “Baggies”. Các sản phẩm này được bán thông qua nhiều hãng bán lẻ, siêu thị, các hãng buôn, và tại các cửa hàng bán hàng hóa dùng trong gia đình. Bên cạnh các sản phẩm tiêu dùng, công ty còn sản xuất khóa cho các sản phẩm đóng gói khác.

Rất nhiều sản phẩm của công ty đã có chỗ đứng vững chắc trên thị trường. Trong lĩnh vực đóng bao bì dịch vụ thức ăn, vào thời điểm này Pactiv đang có thị phần số một tại Mỹ, Canada trong khoảng 5 loại sản phẩm chính dựa trên khối lượng đơn vị. Bên cạnh đó, công ty cũng dự đoán các sản phẩm của công ty đang chiếm 80% doanh thu trong lĩnh vực đóng gói bảo vệ luôn giữ được thị phần số 1 và số 2 tại thị trường Bắc Mỹ. Tại nước Mỹ, công ty cũng chiếm thị phần đa số đối với các sản phẩm đồ ăn dùng một lần.

Chủng loại sản phẩm phong phú, khả năng cung cấp việc mua sắm một cửa cho khách hàng, mối quan hệ lâu năm với các hãng phân phối là nhân tố giúp Pactiv củng cố được vị trí hàng đầu của mình. Công ty cũng nắm giữ 45% cổ phần tại Tập đoàn đóng gói của Mỹ, một công ty lớn thứ 6 ở Mỹ chuyên sản xuất các loại thùng bìa cứng và các sản phẩm đóng gói làm bằng giấy nhẵn.

Đội ngũ quản lý Pactiv toàn là những người thông minh. Lịch sử cho thấy, công ty này phát triển thông qua việc mua lại các công ty khác. Không bao gồm thu nhập của các công ty bị Pactiv mua lại, thu nhập của Pactiv tăng hằng năm từ 4% đến 6%. Công ty đã tạo ra một luồng tiền mặt mạnh và có đội ngũ quản lý tốt nhất trong ngành. Lợi ích của ban lãnh đạo luôn song song với lợi ích của các cổ đông, ví dụ đội ngũ quản lý tự yêu cầu họ phải có mức lương gấp 3 đến 5 lần lương cơ bản trên cổ phiếu của Pactiv.

Tuy nhiên, giá cổ phiếu của công ty đang bị ảnh hưởng chủ yếu là do giá nhựa thông. Ít nhất trên 8% thu nhập của Pactiv là từ các sản phẩm làm bằng nhựa. Polietylen và Polistyren chiếm số lượng lớn trong lần mua nhựa tổng hợp nhân tạo, chiếm đến 75% nguyên liệu thô đầu vào của công ty. Giá nhựa tổng hợp nhân tạo đã tăng lên từ năm trước và sẽ không thay đổi trong thời gian tới. Biên lợi nhuận của Pactiv phải gánh chịu hậu quả do giá nhựa tổng hợp tăng nhanh.

Với mức giá 9\$/một cổ phiếu, tôi phỏng đoán đây là mức giá vừa phải để mua. Tôi xem xét Pactiv dựa trên một vấn đề cơ bản “bình thường” bằng cách phân tích công ty trong một môi trường không tồn tại giá trần và giá hạ thấp của nguyên liệu nhựa tổng hợp. Tôi kết luận rằng công ty này có thể tạo ra mức lợi nhuận là 1\$/cổ phiếu như trong năm trước mức lợi nhuận là 0,55\$ trên một cổ phiếu. Với 600 triệu\$ trong luồng tiền mặt, tôi đã mua công ty này ở mức định giá gấp 9 lần P/E và 5 lần giá trị doanh nghiệp. Tôi cho rằng đó là mức giá phù hợp để mua Pactiv.

Trích từ mẫu báo cáo 10-K của Pactiv năm 1999

THU NHẬP TỪ KINH DOANH (THU NHẬP (THUA LỖ)) TRƯỚC CHI PHÍ LÃI SUẤT, THUẾ THU NHẬP VÀ QUYỀN LỢI THIỂU SỐ

Thua lỗ 13 triệu\$ vào năm 1999 bao gồm 183 triệu\$ chi phí tái cơ cấu và các chi phí khác, và 136 triệu\$ chi phí giao dịch phát hành. Tiền lãi kinh doanh năm 1998 là 283 triệu \$ trong đó bao gồm 32 triệu\$ chi phí tái cơ cấu...(15)

Không bao gồm ảnh hưởng của các điều kiện bất thường khác, tiền lãi kinh doanh năm 1999 đạt 306 triệu\$, giảm 2,9% so với năm ngoái. Ảnh hưởng của mức tăng trưởng khối lượng đơn vị 7% và khoản tiết kiệm do tái cơ cấu năm 1999 đã phải bù do khoảng cách lớn giữa giá bán và chi phí nguyên liệu (chủ yếu là nhựa tổng hợp nhân tạo) làm hạ thấp biên độ tổng từ 28,1% năm 1998 xuống 26,6% năm 1999. Bên cạnh đó tiền lãi

kinh doanh cũng bị ảnh hưởng tiêu cực do chi phí hoạt động của trung tâm số liệu doanh nghiệp tăng cao.

Thu nhập từ kinh doanh đóng gói bảo vệ tăng 8,7% vào năm 1999, chủ yếu là do mức tăng trưởng 10% khối lượng đơn vị và tác động tiêu cực từ sáng kiến cắt giảm chi phí. Loại trừ ảnh hưởng tiêu cực từ việc trao đổi ngoại hối, tiền lãi kinh doanh tăng 13% trong năm 1999.

Lỗ kinh doanh ở một số đơn vị khác giảm từ 31 triệu \$ năm 1998 xuống còn 27 triệu \$ vào năm 1999. Nguyên nhân là do chi phí trên đầu người giảm và chi phí trợ cấp cao, được bù một phần từ việc tăng chi phí liên quan đến việc vận hành trung tâm dữ liệu doanh nghiệp...⁽¹⁶⁾

THU NHẬP (THUA LỖ) TỪ CÁC HOẠT ĐỘNG TIẾP SAU

Lỗ ròng từ các hoạt động tiếp sau của công ty là 112 \$ triệu (0,67\$/cổ phiếu vào năm 1999 so sánh với mức thu nhập ròng là 82 triệu \$ (0,49\$/cổ phiếu) trong năm trước. Trừ chi phí tái cơ cấu và các chi phí khác, chi phí giao dịch chuyển nhượng, thu nhập ròng năm 1999 đạt 93 triệu \$ (0,55\$/cổ phiếu) trong khi thu nhập ròng năm 1998 đạt 102 triệu \$ (0,61\$/cổ phiếu)⁽¹⁷⁾.

Để tính được giá trị hợp lý của công ty, tôi lập lưới hình tam giác việc định giá và áp dụng việc tính các phần, giảm luồng tiền mặt và đánh giá mua, giá bán ra để tính được giá hợp lý là 17,83\$ hoặc 18\$/một cổ phiếu. Với phương pháp tính các phần, tôi định giá phần đóng gói thực phẩm, phần đóng gói bảo vệ và cổ phần của công ty bằng PCA một cách riêng biệt. Tôi sử dụng các công ty giống nhau đối với mỗi một lĩnh vực kinh doanh để tính ra giá trị tổng trên cơ sở luồng tiền mặt và sau đó trừ đi phần nợ của công ty để có được giá trị cổ phần của công ty.

Đối với luồng tiền mặt bị khấu trừ, tôi khấu trừ với tỉ lệ 10% và 3 % tỉ lệ tăng trưởng cuối. Việc định giá hợp đồng và giá bán ra dựa trên các hợp đồng trước đó trong ngành đóng gói, mà

việc định giá này tôi nghĩ là phù hợp để xem xét. Tôi nhận định rằng tôi có thể bán cổ phiếu của công ty này với giá gấp 8 đến 10 lần luồng tiền mặt kinh doanh, giả sử chỉ có duy nhất một tỉ lệ tăng trưởng luồng tiền mặt. Cuối cùng, tôi đã có được ba sự định giá cho các phương pháp nêu trên, giá trung bình bán ra là 17,83\$.

Nếu tôi mua với giá 9\$ thì trong tương lai tôi có thể bán với giá 18\$/cổ phiếu. Tuy nhiên có một câu hỏi đặt ra là: làm thế nào mà giá cổ phiếu tăng lên 18\$/cổ phiếu? Chất xúc tác mạnh và rõ nhất là việc giảm giá của nhựa tổng hợp nhân tạo. nếu giá giảm một penny thì sẽ tạo ra thu nhập 0,05\$ trên một cổ phiếu của Pactiv. Do vậy là rất tuyệt vời. Dựa trên chất lượng của công ty và đội ngũ quản lý, việc giảm giá của cổ phiếu Pactiv chỉ là tạm thời.

Một chất xúc tác, dù không mạnh lắm, đó là việc cắt giảm chi phí quản lý hiện tại của công ty. Vào năm 1999 và đầu năm 2000, công ty đã đạt được một số kết quả từ việc cắt giảm chi phí từ việc đóng cửa và bán một nhà máy, giảm chi phí hành chính tổng hợp (SG&A). Chương trình giảm và khấu trừ nợ đang được thực hiện cũng là một chất xúc tác quan trọng khác. Vào đầu năm 2000, Pactiv đã quyết định bán 85% cổ phần của mình trong Tập đoàn đóng gói của Mỹ, tương đương 35 triệu cổ phiếu trong lần phát hành lần đầu tiên với mức giá là \$12 một cổ phiếu. Ban giám đốc có kế hoạch sử dụng tiền phát hành lần này sau thuế để cắt giảm nợ. Pactiv vẫn giữ 6 triệu cổ phiếu của Tập đoàn đóng gói của Mỹ, và số lượng cổ phiếu này có kế hoạch sẽ được sử dụng để giảm nợ. Công ty cũng bán một số tài sản không quan trọng đối với hoạt động của Pactiv. Việc bán các tài sản không quan trọng đã giúp công ty thu được trên 100 triệu \$ tiền mặt và lợi ích từ thuế.

“Biên độ an toàn” của tôi được dựa trên việc tính toán giá trị tài sản của công ty này, trong đó bao gồm việc xem xét khả năng tạo luồng tiền mặt, giá trị thương hiệu, vị thế trên thị trường, và sự đa dạng về sản phẩm. “Biên độ an toàn” nặng về

giá cổ phiếu và điều này khiến cho công ty sẽ bị tư nhân hóa hoặc bị bán.

Chính bài học này đã dẫn tôi đến với giá là 7,50\$. Với khả năng rút giá rất ít và khả năng lên giá ổn định, quá trình đầu tư của tôi vào Pactiv đã trở nên rất có giá trị.

CƠ HỘI ĐẦU TƯ GHÉP

Việc tái cơ cấu tại Thermo Electron Corporation trong chương 4 là một ví dụ về cơ hội đầu tư lai ghép. Trong cơ hội này, có rất nhiều chất xúc tác như đội ngũ quản lý mới, bán tài sản, chiến lược xây dựng công ty mới, mua lại cổ phiếu, vv. Trong tình huống như vậy, nhà đầu tư phải sử dụng các công cụ cụ thể cho từng trường hợp. Các nhà đầu tư nên chia cơ hội và sẽ định giá riêng từng mảnh một.

TRÁNH CÁC CẠM BÃY VỀ GIÁ TRỊ

Bẫy giá trị là những công ty có giá không đắt và không có nhiều chất xúc tác tích cực hoặc kinh doanh trong lĩnh vực đang đi xuống. Sau đây sẽ là một số ví dụ về các cạm bẫy giá trị phổ biến:

- Bán rẻ việc định giá mặc dù đó là sự đầu tư tồi
- Mua các công ty có tính chu kỳ với việc định giá thấp tại đỉnh chu kỳ
- Chỉ mua cổ phiếu vì giá trị của đồng đô la thấp 3\$/cổ phiếu
- Đơn giản mua công ty rẻ nhất trong một ngành mà không hiểu biết tính kinh tế trong doanh nghiệp đó

Chú thích:

(1) Sincere, M., *101 Bài học đầu tư từ thiên tài Phố Wall* (Franklin Lakes: Nhà xuất bản Career, năm 1999, trang 99).

(2) RH Donnelley, mẫu S-4, 17 tháng 7 năm 1998, trang 31, 32.

(3) Hiệp hội mạng lưới, mẫu 10-K, tháng 12 năm 1997, trang 29.

(4) Hiệp hội mạng lưới, mẫu 10-K, tháng 12 năm 1997, trang 30.

(5) McAfee.com được xuất bản vào tháng 12 năm 1999. NETA đã bán chỉ mới 15% của McAfee, hoặc trên 6 triệu cổ phiếu với giá 12\$ nhiều hơn gấp 4 lần 55\$ một cổ phiếu trong ba ngày, đạt đỉnh thị trường trên \$500 triệu. Tiền trước thuế của NETA đạt trên 400 triệu \$ cho các cổ đông.

(6) Tập đoàn quốc tế Sybron, mẫu 8-K, 24 tháng 4 năm 2000, trang 2.

(7) Công ty Newhall Land & Farming, mẫu 10-K, ngày 31 tháng 12 năm 1993, trang 1.

(8) Công ty Newhall Land & Farming, mẫu 10-K, ngày 31 tháng 12 năm 1993, trang 3.

(9) Công ty Newhall Land & Farming, mẫu 10-K, ngày 31 tháng 12 năm 1993, trang 4.

(10) Tập đoàn Eaton, mẫu 10-Q, 31 tháng 3 năm 2000, trang 13.

(11) Tập đoàn Eaton, mẫu 10-Q, 31 tháng 3 năm 2000, trang 13.

(12) Tập đoàn Eaton, mẫu 10-Q, 31 tháng 3 năm 2000, trang 13.

(13) Tập đoàn Eaton, mẫu 10-Q, 31 tháng 3 năm 2000, trang 14.

(14) Tập đoàn Eaton, mẫu 10-Q, 31 tháng 3 năm 2000, trang 14.

(15) Tập đoàn Pactiv, mẫu 10-K, 31 tháng 12 năm 1999, trang 12.

(16) Tập đoàn Pactiv, mẫu 10-K, 31 tháng 12 năm 1999, trang 13.

(17) Tập đoàn Pactiv, mẫu 10-K, 31 tháng 12 năm 1999, trang 13.



CHƯƠNG 7

MUA ĐÚNG GIÁ VÀ TRỞ THÀNH CHỦ SỞ HỮU

“...Tôi sẽ là một con người kỳ diệu, có thể giúp một doanh nghiệp phát triển từ một đồng tro tàn”⁽¹⁾

Richard Rainwater

KHI CÁC NHÀ ĐẦU TƯ MUA ĐÚNG, họ phải phát hiện ra được các doanh nghiệp làm ăn tốt và mua chúng ở một mức giá vừa phải. Chương 2 trình bày phương pháp phát hiện ra các doanh nghiệp phát triển và các công cụ cần thiết để phân tích thấu đáo. Chương 3 phân tích về giá và phương pháp xác định tính hấp dẫn của giá. Ngoài những nội dung đã được trình bày trong chương 2 và 3, có một yếu tố trong việc mua một doanh nghiệp một thứ nghệ thuật hơn cả khoa học. Điều đó đòi hỏi phải bao gồm môi trường trong suy nghĩ đầu tư của mọi người.

Có ba yếu tố mà nhà đầu tư phải xem xét khi mua cổ phiếu của một công ty, và phải xem xét môi trường kinh tế hiện hành. Trước tiên, đó là những gì Benjamin Graham tư vấn và nghĩ về thị trường chứng khoán như là một ông chủ/đối tác. Thứ hai, chỉ suy nghĩ về môi trường kinh tế hiện tại mà không dự đoán

tương lai. Thứ ba, hãy suy nghĩ theo chu kỳ. Các doanh nghiệp và nền kinh tế hoạt động theo chu kỳ chứ không phải tuyến tính. Phải tránh việc suy nghĩ xu thế mạnh của nền kinh tế sẽ phát triển mãi mãi và việc công ty đang trải qua khó khăn là luôn luôn sụp đổ.

NGHĨ VỀ THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN NHƯ LÀ MỘT CHỦ SỞ HỮU/ MỘT ĐỐI TÁC

Ông Thị trường có thể là một nhân vật nổi tiếng nhất trong giới đầu tư giá trị. Benjamin Graham đã sáng tạo ra một nhân vật trong tưởng tượng như là một cách để giúp các nhà đầu tư nắm được toàn bộ thị trường chứng khoán. Warren Buffett, một học trò của Graham, nói Ông Thị trường là một đối tác có những tính cách rất đặc biệt. Cụ thể là, ông rất có tình cảm và không bao giờ nản lòng nếu như bị mọi người phớt lờ.

Có một vài sự hiểu biết quan trọng của Benjamin về Ông Thị trường⁽²⁾. Thứ nhất là đối tác của bạn. Ông Thị trường rất quan tâm về thị trường chứng khoán và có thể đưa ra một mức giá rất hấp dẫn cho doanh nghiệp của bạn. Trong thời gian này, Ông Thị trường sẽ trả giá rất cao cho gần như toàn bộ các loại doanh nghiệp được giao dịch ngoài thị trường. Trong môi trường này, các nhà đầu tư thường định giá lại các cổ phần mà họ đang nắm giữ và sẽ bán các cổ phiếu của các công ty có giá gần với giá của họ hoặc các công ty có tài sản hư hại. Một vài nhà đầu tư có thể bán mặc dù giá không được như họ mong muốn. Ví dụ, nếu một nhà đầu tư mua cổ phiếu của một công ty với giá 10\$/cổ phiếu và hi vọng sẽ bán được với giá 20\$ trong vòng một năm tới, thị trường luân phiên định giá cổ phiếu đó với giá 20\$ chỉ trong 6 tháng sau đó, nhà đầu tư có thể sẽ bán ngay. Trong trường hợp này, việc bán cổ phiếu như trên được thực hiện không chỉ là do những thay đổi cơ bản mà còn bởi vì cổ phiếu đã thực sự lên được giá thực trên thị trường. Trên đây chỉ là một ví dụ vui về cách Ông Thị trường làm việc với sự ủng hộ của các nhà đầu tư.

Quy tắc về cảm xúc là một chìa khóa. Các nhà đầu tư sẽ không bán cổ phiếu của các công ty đang làm ăn tốt để thu được lợi nhuận trước mắt, và sẽ không bán cổ phần vì giá cổ phiếu sẽ chắc chắn lên trong một vài giờ. Mua giá cao, bán với giá thấp hơn không phải là ưu điểm của người mua cổ phiếu có quy tắc. Trong thực tế, Buffett nói “một lý do ngu ngốc nhất là mua một cổ phiếu bởi vì nó đang lên giá”. Trái lại, các nhà đầu tư sẽ không bán ra bởi vì thị trường cổ phiếu cũng đang bán.

Không ngạc nhiên, mà Ông Thị trường thường đề nghị bán cho bạn những giá cổ phiếu với giá thấp. Và mức giá này là không hợp lý. Công nhận rằng việc Ông Thị trường ở tâm trạng tốt là rất quan trọng. Tuy nhiên, việc có thể phân biệt giữa các công ty đang làm ăn tốt và công ty làm ăn không tốt lắm là rất quan trọng. Việc áp dụng 5 quy tắc của khung giá trị là rất có ý nghĩa trong thời điểm này khi Ông Thị trường có những biến động vô lý. Đó là những ngày “mua vào” dành cho các nhà đầu tư.

Khi Ông Thị trường cảm thấy nản lòng, ông ta thường bán ra các cổ phiếu của cả các công ty làm ăn tốt lẫn các công ty làm ăn không tốt. Đây là môi trường mà nhà đầu tư cảm thấy thoải mái trong việc mua cổ phiếu. Những ngày như trên là những ngày rất dễ nhận ra. Mọi thứ đều xuống giá từ 5 đến 10% và điều này chỉ tồn tại trong một thời gian ngắn. Động thái này không thường xuyên xảy ra tại thị trường thông thường nhưng lại thường xảy ra tại một số khu vực cụ thể. Ví dụ chỉ trong 1 ngày, giá cổ phiếu của một công ty trong ngành xây dựng nhà cửa có thể rớt xuống 20% nếu xuất hiện các tin tức không tốt tại thị trường thông thường. Hoặc ví dụ, các công ty dịch vụ tài chính đang gặp phải một số vấn đề kế toán có thể ảnh hưởng đến giá trị của một số công ty thuộc lĩnh vực khác. Một lần nữa, đó là những cơ hội tốt nhất cho các nhà đầu tư. Những người bán sẽ bán trong sợ hãi.

Sự hiểu biết quan trọng tiếp theo của Ông Thị trường là

mua khi thị trường buồn chán và bán khi Ông Thị trường vui. Các nhà đầu tư biết rằng Ông Thị trường không phải là học giả, do vậy sẽ không giúp họ đưa ra quyết định. Một lần nữa Ông Thị trường lại không nản khi bị phớt lờ. Ông sẽ quay trở lại trong một vài ngày sau để mua và bán các doanh nghiệp. Ông Thị trường không nản đơn giản bởi vì ông không hi vọng hoàn trả, không giới hạn rủi ro và không có kiểu đầu tư.

Hiểu được tâm trạng của Ông Thị trường sẽ giúp nhà đầu tư tự tin hơn khi đưa ra quyết định. Cần phán đoán một chút khi đưa ra quyết định. Ví dụ, nếu nhà đầu tư mua với giá \$20/cổ phiếu và giá hạ xuống \$15, và nhà đầu tư cảm thấy tự tin hơn về quyết định của mình khi việc giảm giá không phải dựa trên các vấn đề cơ bản của công ty. Giá cổ phiếu lên xuống. Đó là bản chất của thị trường. Hoạt động ngắn hạn của cổ phiếu không có liên quan đến nhau. Hiểu được những thực tế đơn giản sẽ giúp các nhà đầu tư gỡ bỏ rất nhiều gánh nặng và có thêm tự tin khi đưa ra quyết định.

Sự hiểu biết trên cũng dẫn đến đặc điểm thứ tư của Ông Thị trường, đó là ông tồn tại để phục vụ các nhà đầu tư, chứ không phải tư vấn cho họ đưa ra quyết định. Nếu Ông Thị trường bán một cổ phiếu với giá thấp hoặc giá cao, thì đó là tín hiệu cho các nhà đầu tư hành động. Như được nêu trong chương 8, việc lên kế hoạch sẽ làm gì trước những đề nghị của Ông Thị trường là rất quan trọng đối với các nhà đầu tư để có thể loại bỏ xu hướng mua hoặc bán cổ phiếu dựa trên phản ứng từ thị trường. Rất nhiều nhà đầu cơ và nhà đầu tư cổ phiếu thực hiện đầu tư theo biến động của thị trường. Những người này mua các doanh nghiệp, tạo ra các quyết định lùi lại bởi các nghiên cứu, chuẩn bị chúng ra để tận dụng các thuận lợi trong biến động giá cả này. Chẳng cần nói, cách tiếp cận này tạo ra mức độ cao cho qui tắc tuyển dụng.

Cuối cùng, nếu Ông Thị trường không phải là nhà tư tưởng, thì Buffett sẽ nói: "Nếu một nhà đầu tư không có khả năng hiểu và định giá doanh nghiệp tốt bằng Ông Thị trường,

thì họ không nên tham gia vào trò chơi đầu tư. Các nhà đầu tư cần phải nhận biết cơ hội bất chấp thái độ của Ông Thị trường như thế nào. Nhà đầu tư giá trị thực sự phải mua các doanh nghiệp tốt nhất với mức giá thấp đến ngớ ngẩn, và biết khi nào thì bán cổ phiếu của các công ty đã vượt giá”.

ÔNG THỊ TRƯỜNG NHƯ LÀ MỘT CÔNG CỤ QUY TẮC

Tiếp cận thị trường với ý tưởng Ông Thị trường trong đầu là rất có ích cho các nhà đầu tư bởi vì nó làm quy tắc về cảm xúc thêm mạnh mẽ. Điều này có thể đạt được bằng một vài phương pháp khác nhau. Trước tiên, cần phải hiểu rằng Ông Thị trường rất nhạy cảm trong việc đưa ra quyết định sẽ giúp cho nhà đầu tư thoải mái hơn trong khi thị trường lên xuống. Như được chỉ rõ trong phần đầu của chương, các nhà đầu tư, những người mà đang tìm kiếm mua cổ phiếu của các doanh nghiệp với giá cao, luôn luôn chào đón những biến động như trên.

Thứ hai, các nhà đầu tư hy vọng thị trường phản ứng một cách ngu ngốc, vì họ có thể kiên nhẫn hơn trong việc tìm hiểu và đánh giá lại các cơ hội đầu tư tiềm năng. Bỏ lỡ mục tiêu về giá không phải là vấn đề. Nếu nhà đầu tư bỏ lỡ giá hợp lý trên thị trường trong một ngành cụ thể, họ sẽ tin tưởng rằng Ông Thị trường sẽ lại một lần nữa ngốc nghếch trong việc định giá các công ty trong tương lai.

SUY NGHĨ VỀ MÔI TRƯỜNG ĐẦU TƯ MÀ KHÔNG CỐ GẮNG DỰ ĐOÁN.

Phần lớn nhà đầu tư tập trung vào các chỉ số kinh tế hàng đầu để nắm được thị trường. Vào đầu mỗi tháng, Ban hội thảo sẽ phát hành các chỉ số kinh tế. Ban hội thảo sẽ đưa ra 3 loại hệ số kinh tế: chỉ số trẻ, chỉ số tương quan, chỉ số dẫn đạo⁽⁴⁾. Bằng định nghĩa, và dựa trên các hiện tượng trong nền kinh tế thông thường, số liệu cho chỉ số trẻ bao gồm: số liệu thất nghiệp, chỉ số tiêu dùng đối với dịch vụ và khoản vay công thương nghiệp. Chỉ số tương quan xảy ra đồng thời với nền

kinh tế. Chỉ số dẫn đạo rất có ích cho các nhà đầu tư bởi vì nó sẽ dự báo thị trường chung đã đạt đỉnh hay toàn bộ nền kinh tế đang ở dưới đáy. Chỉ số dẫn đạo bao gồm⁽¹⁾:

1. Giờ sản xuất trung bình hàng tuần
2. Mức chi trả trung bình ban đầu đối với bảo hiểm thất nghiệp
3. Yêu cầu mới của nhà sản xuất đối với vật liệu và hàng hóa tiêu dùng
4. Quá trình thực hiện của nhà cung ứng (chỉ số vận chuyển chậm hơn)
5. Yêu cầu mới của nhà sản xuất về các loại hàng hóa vốn không bảo vệ
6. Giấy phép xây dựng các đơn vị nhà ở mới
7. Giá cổ phiếu (500 cổ phiếu phổ thông)
8. Cung tiền (M2)
9. Lãi suất phổ biến (trái phiếu kho bạc 10 năm trừ đi vốn liên bang)
10. Chỉ số dự báo tiêu dùng

Nhìn chung, các nhà đầu tư không cố gắng dự báo xu hướng của nền kinh tế hoặc của thị trường thông thường. Là một nhóm, họ rất ít khi bày tỏ ý kiến về thị trường cổ phiếu một cách công khai, họ để những thay đổi kinh tế tác động lên họ. Buffett thường nói rằng ông ta thường tập trung phần lớn toàn bộ vào từng công ty một hơn là tập trung vào toàn bộ thị trường. Thật vậy, nhà đầu tư sử dụng các phương pháp tiếp cận cụ thể để có được thông tin cần thiết để có thể đưa ra quyết định khi nào mua và khi nào bán. Thực tế, việc các nhà đầu tư không bỏ nhiều thời gian dự đoán xu hướng của nền kinh tế không có nghĩa họ không quan tâm đến môi trường chung của thị trường chứng khoán.

Trên thực tế, một nhà đầu tư nên áp dụng một khuôn mẫu trí tuệ khi họ đề cập đến thị trường. Khuôn mẫu trí tuệ như sau: Nhận biết được tỉ lệ lãi suất và lợi nhuận doanh nghiệp và luôn chú ý vấn đề lạm phát. Lãi suất là một trong những chỉ số quan trọng tác động đến việc định giá một công ty. Trong bài viết

Fortune vào năm 1999, Warren Buffett tóm tắt tác động của lãi suất đối với nền kinh tế thông thường như sau: “[Lãi suất] tác động lên định giá tài chính như cách lực hút tác động lên vật thể. Tỷ lệ càng cao, sức hút càng lớn”⁽⁶⁾.

Có một vài kiểu lãi suất nêu trên thị trường: lãi suất cơ bản, tỉ lệ chiết khấu, các hoá đơn trả tiền thuế, T-bills, tỉ lệ lãi suất quỹ Liên bang, vv. Trong khi toàn bộ các loại tỉ lệ lãi suất khác đều vận động đồng thời cùng một hướng thì tỉ lệ quan trọng nhất lại là tỉ lệ lãi suất quỹ Liên bang. Tỉ lệ lãi suất liên bang là tỉ lệ lãi suất mà các ngân hàng phải trả cho ngân hàng khác để dự trữ. Tỉ lệ lãi suất càng thấp, thì mức dự trữ càng cao, và vì thế ngân hàng sẽ có nhiều tiền hơn cung cấp cho nền kinh tế phát triển. Tuy nhiên, điều này cũng có tác động lên đường cong sinh lời. Đường cong sinh lời là một biểu đồ trong đó thể hiện mối tương quan giữa tỉ lệ lãi suất và trái phiếu ngắn và dài hạn. Đường đi xuống của biểu đồ thể hiện việc tỉ lệ lãi suất ngắn hạn thấp hơn tỉ lệ dài hạn, và trên thực tế là người cho vay thường yêu cầu lãi suất cao hơn đối với các khoản vay dài hạn.

Đường cong này võng xuống khi tỉ lệ lãi suất ngắn hạn cao hơn và gần bằng tỉ lệ lãi suất dài hạn, sau khi quỹ Liên bang tăng lãi suất để hạ nhiệt nền kinh tế.

Biết được hướng của lãi suất quỹ Liên bang sẽ giúp nhà đầu tư quyết định hướng, đặc biệt là đường cong sinh lời. Đường cong sinh lời sẽ tác động trực tiếp vào nền kinh tế và lợi nhuận của các doanh nghiệp.

Lợi nhuận sau thuế là rất quan trọng đối với các doanh nghiệp. Nhà đầu tư sẽ mua lại các doanh nghiệp như là một hình thức đầu tư để có thể bù lại khoản đầu tư của họ và cộng thêm số tiền bổ sung trong tương lai⁽⁷⁾. Nhà đầu tư tại các công ty chỉ có thể từ bỏ doanh nghiệp và doanh nghiệp đó kiếm lời được trong một thời gian. Việc hoàn vốn đầu tư ban đầu mà việc đầu tư ban đầu được dựa trên các vấn đề cơ bản của nền kinh tế cũng như các yếu tố tác động đến kinh tế là rất quan trọng. Các vấn đề cơ bản trong kinh doanh là rất rõ ràng và được trình bày chi

tiết trong chương 2. Các vấn đề cơ bản của doanh nghiệp bao gồm chất lượng doanh nghiệp, khả năng quản lý, và khả năng cạnh tranh trên thị trường. Các yếu tố tác động đến nền kinh tế bao gồm: hướng của lãi suất và lạm phát.

Các nhà đầu tư theo dõi rất sát vấn đề lạm phát bởi vì lạm phát tác động rất lớn đến việc hoàn vốn thực tế và ảnh hưởng đến khả năng tái phân chia của cải giữa người cho vay và người đi vay. Ví dụ, hôm nay người cho vay có thể nhận được ít tiền thực tế, hơn họ dự định do tỉ lệ lạm phát tăng quá nhanh. Trong trường hợp như vậy, của cải được phân bổ lại từ người cho vay sang người đi vay và người đi vay là những người phải vay tiền với mức lãi suất thấp hơn so với họ dự tính. Lạm phát cũng tác động đến khả năng tiết kiệm và khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Có ba chỉ số điều chỉnh lạm phát- hệ số điều chỉnh tổng sản phẩm quốc nội (GDP), chỉ số giá sản xuất (PPI) và chỉ số giá tiêu dùng (CPI). Chỉ số điều chỉnh GDP điều chỉnh nhiều hệ số bao gồm toàn bộ sản phẩm và dịch vụ cuối cùng từ chính phủ, từ khu vực nước ngoài và đầu tư của doanh nghiệp. Tỉ số giữa GDP danh nghĩa và GDP thực tế trong một năm cụ thể sẽ cho ta chỉ số điều chỉnh GDP. Số liệu được sử dụng trong phép tính này có trong báo cáo cơ bản hàng quý. Chỉ số PPI và CPI sẽ được công bố hàng tháng.

PPI được coi là một chỉ số hướng đạo bởi vì chỉ số này sẽ sử dụng một giỏ sản phẩm được sử dụng trong các hàng hóa cuối cùng. Chỉ số PPI sẽ được thông báo vào tuần thứ hai của quý. Chỉ số này cũng sử dụng mẫu giỏ hàng hoá và dịch vụ và giá các loại hàng hóa hàng tháng. Chỉ số CPI rất đáng tin cậy, được dùng để thể hiện chi phí sinh hoạt trong đại bộ phận dân cư. Nhà đầu tư sẽ sử dụng một hoặc toàn bộ chỉ số trên để đo tỉ lệ lạm phát.

Bên cạnh 3 chỉ số trên, khả năng sử dụng vốn, chỉ số hiệp hội quốc gia người mua hàng và tỉ lệ thất nghiệp cũng có thể được sử dụng.

Nhận thức của nhà đầu tư về lãi suất, lợi nhuận doanh nghiệp, lạm phát sẽ giúp họ bán đúng bằng cách có được hiểu

biết tốt hơn về tâm trạng của Ông Thị trường. Tuy nhiên, bước tiếp cận thị trường này sẽ trở nên vô ích nếu không có quy tắc tâm trí phù hợp.

NGHĨ THEO CHU KỲ

Một số nhà đầu tư sử dụng phương pháp tiếp cận phân tích thị trường. Họ suy nghĩ một cách có chu kỳ. Các sản phẩm đều có chu kỳ, và nói rộng ra các ngành công nghiệp, nền kinh tế và thị trường chứng khoán cũng vậy. Vấn đề là nhiều nhà đầu tư nghĩ một cách rất tuyến tính, họ tin rằng số lần tốt đẹp sẽ tồn tại và số lần xấu sẽ không bao giờ khắc phục được. Warren Buffett đã cho rằng các nhà đầu tư thường bỏ lỡ nhiều cơ hội lớn hoặc buộc phải mua với giá đỉnh trên thị trường do: “những thói quen không thể thay đổi được: nhìn mọi thứ qua gương hậu thay vì kính chắn gió phía trước”⁽⁸⁾. Nguyên nhân một phần là vì tâm lý. Buffett tiếp tục giải thích “Một khi thị trường khối lượng lớn đã được diễn ra, và khi bạn đã đạt được điểm mà tại đó mọi người đều kiếm ra tiền cho dù họ theo hệ thống nào, đám đông sẽ bị thu hút vào cuộc chơi không tương ứng với tỉ lệ và lãi suất mà đơn giản chỉ vì thật sai lầm khi rời bỏ chứng khoán lúc này. Những nhà đầu tư này đã đặt chỉ số “Tôi - không - thể - bỏ - lỡ bữa tiệc” lên trên các chỉ số yếu tố cơ bản tác động lên thị trường... Qua quá trình áp dụng hằng ngày, họ nhận ra rằng ở trên thiên đàng có Chúa và Chúa muốn họ giàu có”⁽⁹⁾.

- Các nhà đầu tư sẽ được lợi rất nhiều khi họ suy nghĩ và đầu tư vào các chu kỳ. Việc bán các cổ phiếu công ty làm ăn phát đạt là rất quan trọng bởi vì thời điểm tốt sẽ không kéo dài lâu. Việc bán có lựa chọn các doanh nghiệp uy tín đang gặp phải khó khăn cũng rất quan trọng bởi vì thời gian khó khăn sẽ không kéo dài mãi. Chìa khóa ở đây là phải phát hiện ra chất xúc tác phù hợp.

LÙI RA SAU ĐỂ ĐỊNH GIÁ LẠI

Việc hiểu môi trường giúp cho nhà đầu tư mua đúng giá như thế nào?

Đặt sự chú ý vào những đòn bẩy hợp lý trong môi trường thị trường cụ thể cũng giúp các nhà đầu tư mua đúng giá. Để mua được đúng giá, nhà đầu tư phải chọn lựa cẩn thận dụng cụ tại thời điểm mua bán trong một tình hình và các yếu tố kinh tế nhất định. Phát hiện ra đúng chất xúc tác là một yếu tố quan trọng trong thị trường số lượng lớn trong khi một “biên độ an toàn” là rất quan trọng trong thị trường đi xuống.

Ví dụ nếu ai đó mua cổ phiếu của một công ty ở thị trường số lượng lớn, và công ty có mức tăng trưởng quý là 20% thì việc nhà đầu tư tự tin vào sự ổn định của các chất xúc tác đang có là rất quan trọng. Với những người kỳ vọng cao, việc tỉ lệ tăng trưởng hạ thấp xuống còn 15% có thể là một hiểm họa vì một vài lý do. Trong tình huống này, cổ phiếu đang tăng trưởng nhanh có thể không rẻ khi xem xét các yếu tố cơ bản chung và duy nhất, và sẽ có cấp độ an toàn giới hạn trong giá cổ phiếu. Do vậy, nếu có bất kì sự thất vọng nào thì sẽ có thể gây ảnh hưởng rất lớn đến giá cổ phiếu và rất ít khả năng có thể giữ giá cổ phiếu đứng.

Một lý do khác mà tại sao các loại cổ phiếu tăng nhanh thường bị mất một phần mười khi mức tăng trưởng giảm là bởi vì chi phí cơ hội. Trong thị trường số lượng lớn, các nhà đầu tư có nhiều chọn lựa hơn và sẽ bán hạ giá cổ phiếu của những công ty có quan điểm khác hoặc có đặc điểm phát triển đáng ngờ. Khi mua cổ phiếu trong thị trường xuống giá, các công ty này thường thiếu chất xúc tác. Để mua được đúng cần phải mua cổ phiếu của công ty hoạt động tốt ở mức giá có lợi nhất trong khi vẫn nhận biết được môi trường thị trường và kinh tế mà công ty đó đang hoạt động.

TÍNH TRUNG BÌNH CHI PHÍ ĐỒNG ĐÒ LA

Đúng thời điểm là một yếu tố vô cùng quan trọng đối với sự thành công của đầu tư. Mặc dù trong thực tế, không ai có khả năng xác định đúng thời điểm của thị trường để tạo ra sự hoàn vốn đầu tư trên mức trung bình. Trong khi có một số

người cho mình là người dự báo được thị trường thì sự thực là tất cả chúng ta ít có khả năng diễn giải được tương lai. Tính trung bình chi phí của đồng đô la là một phương pháp được các nhà đầu tư sử dụng để cải thiện khả năng phán đoán diễn biến trạng thái của “Ông Thị trường”.

Các nhà đầu tư sẽ có cơ hội để quyết định cách thức đầu tư từ số tiền của họ. Một người có thể quyết định đầu tư hết số tiền của mình vào một cơ hội cụ thể trong một lần giao dịch hoặc sử dụng phương pháp tính trung bình chi phí của đồng đô la. Mua nhiều cổ phiếu của một công ty trong một lần thể hiện khả năng tuyệt vời trong việc phán đoán chính xác thị trường, nhưng khi áp dụng phương pháp tính trung bình chi phí đồng đô la, một nhà đầu tư sẽ chỉ đầu tư một phần trong số tiền của họ và sẽ mua nhiều hơn khi giá cổ phiếu giảm để thu hút nhiều mức giá khác nhau. Không ngạc nhiên nhiều lắm, chìa khóa ở đây là quy định - không cho phép mình trả nhiều hơn một đồng nào so với những gì được mua trong từng phiên giao dịch. Bằng việc mua cổ phiếu gia tăng, các nhà đầu tư có thể tăng giá trung bình trong khi vẫn đảm bảo sự chắc chắn trong đầu tư. Bằng cách đầu tư ít một, phương pháp tính chi phí trung bình đồng đô la sẽ cho phép nhà đầu tư hiểu về doanh nghiệp đó tốt hơn.

Phần lớn các nhà đầu tư cam kết một số tiền nhất định để mua cổ phiếu tại một công ty cụ thể. Ví dụ, giả sử bạn có 5000\$ đầu tư vào một công ty mà bạn thấy là một vụ làm ăn lớn.

Sau khi áp dụng khung 5 chìa khóa của giá trị, bạn đã xác định rằng 15\$ một cổ phiếu là mức giá phải chăng để đầu tư. Bạn có thể mua tất cả số cổ phiếu trong một lần giao dịch hoặc bạn có thể mua từng phần từ nhỏ đến lớn. Nếu cổ phiếu giao dịch ở mức 15\$, bạn có thể quyết định mua 50 cổ phiếu ở mức giá đó trong khi mua 100 cổ phiếu hoặc nhiều hơn khi cổ phiếu đạt mức giá 13\$ một cổ phiếu. Miễn sao nhà đầu tư vẫn tiếp tục áp dụng quy định (ví dụ: không trả giá nhiều hơn giá

phải chăng), thì họ luôn được bảo đảm sẽ có được công ty đó ở một mức giá phải chăng hơn so với mức giá mà họ sẵn sàng phải trả do luật của việc tính trung bình.

Tính trung bình chi phí đồng đô la là một phương pháp rất tốt trong việc đảm bảo rằng nhà đầu tư sẽ mua được với giá phải chăng, do sẽ có nhiều các nhà đầu tư có xu hướng mua vào khi giá cổ phiếu tăng hơn là khi giá cổ phiếu giảm. Ở mức giá không bị nhà đầu tư đẩy lên, phương pháp tính trung bình chi phí đồng đô la sẽ giúp nhà đầu tư kiểm soát được việc bị thúc giục mua cổ phiếu khi cổ phiếu đang tăng giá. Việc mua khi cổ phiếu đang tăng giá sẽ khiến nhà đầu tư phải trả một mức phí cho các công ty. Phương pháp này sẽ có hiệu quả tốt nhất tại các thị trường không ổn định.

Tuy nhiên, phương pháp tính chi phí trung bình đồng đô la không phát huy được tốt nhất trong thị trường số lượng nhiều vì tại thị trường này cổ phiếu thường được định giá chính xác. Chính điều này đã khiến nhà đầu tư có ít cơ hội giảm cơ bản chi phí của họ. Việc mua cổ phiếu của một công ty trong nhiều lần giao dịch có thể làm tăng phí hoa hồng và do vậy có thể làm giảm số tiền hoàn thu sau khi đầu tư. Do vậy, trong khi các nhà đầu tư có tính tổ chức có thể sử dụng phương pháp này như một công cụ có ích, thì các nhà đầu tư cá nhân có nguồn vốn hạn chế có thể tiết kiệm chi phí khi sử dụng phương pháp này.

Để phương pháp đầu tư này xứng đáng về mặt tài chính, nhà đầu tư phải đánh giá số lượng vốn sẵn có để đầu tư và sau đó sẽ quyết định liệu có kinh tế không khi sử dụng phương pháp này. Khi mức phí hoa hồng trong mỗi lần giao dịch là khác nhau thì nhà đầu tư phải nhận thức rất rõ lượng tiền yêu cầu để làm giảm chi phí giao dịch trước khi sử dụng phương pháp này. Với sự cạnh tranh khốc liệt giữa các nhà môi giới trực tuyến, thì tiền hoa hồng môi giới sẽ tiếp tục giảm. Do vậy, phương pháp này sẽ rất kinh tế đối với tất cả chúng ta.

QUYỀN SỞ HỮU SẼ TRỞ THÀNH MỘT TRẠNG THÁI KHI TIẾN HÀNH THEO DÕI ĐẦU TƯ CỦA BẠN

Nhà đầu tư giá trị là những ông chủ đáng tự hào vì họ mua và bán doanh nghiệp chứ không phải mua bán cổ phiếu. Họ phải cẩn thận và kiên nhẫn trong việc phát hiện, phân tích và phải thận trọng trong việc đưa ra quyết định sở hữu một phần doanh nghiệp. Sở hữu một doanh nghiệp tạo ra thách thức, thành quả và cả trách nhiệm. Và thành quả và thách thức là rất rõ ràng.

Trách nhiệm của nhà đầu tư có tính hai mặt. Trước tiên, là người ngoài, nhà đầu tư phải biết được càng nhiều về công ty càng tốt. Thứ hai, một nhà đầu tư phải có khả năng quản lý đủ để tạo ra giá trị cho tất cả cổ đông, khách hàng, nhân công và đặc biệt là cổ đông của công ty. Để sở hữu được một công ty sẽ mất thời gian và công sức. Nhà đầu tư sẽ mất thời gian vào việc đọc và phân tích các báo cáo quý và năm, theo dõi vấn đề báo chí ngành, lắng nghe tin tức và luôn phải theo dõi ít nhất một, hai công ty giống nhau trong cùng một ngành. Đối với nhà đầu tư chuyên nghiệp, danh sách công việc trên cần phải bổ sung thêm như việc thăm công ty, gặp gỡ các chuyên gia ngành, ban lãnh đạo và các đối thủ cạnh tranh. Việc tham dự các cuộc họp thường niên cũng rất quan trọng

QUYỀN CỦA NGƯỜI SỞ HỮU

Khi bạn mua được cổ phiếu của một công ty, tức là bạn đã sở hữu một phần công ty đó. Lý do tại sao công ty đó phát hành cổ phiếu là vì, công ty tin tưởng sẽ thu hút được vốn từ các nhà đầu tư và sẽ tạo ra tiền lãi hấp dẫn. Vốn sẽ được sử dụng để mở rộng kinh doanh hoặc đầu tư trong tương lai.

Đối với cổ đông, họ sẽ có được một số lợi ích khi sở hữu cổ phiếu của công ty đó. Quyền lợi thứ nhất là họ sẽ được hưởng lợi từ lợi nhuận của công ty và sẽ có quyền tham gia đưa

ra quyết định liên quan đến công ty. Cổ đông chỉ gặp phải một rủi ro duy nhất- rủi ro mất vốn đầu tư.

Ban giám đốc của bất kỳ công ty nào cũng làm việc cho cổ đông; họ đại diện cho cổ đông trong việc thực thi các quyết định có ảnh hưởng về mặt vật chất đến giá cổ phiếu của công ty. Một nhà đầu tư có thể có được một vài loại cổ phiếu. Các loại cổ phiếu phổ biến nhất trong công chúng là cổ phiếu phổ thông, cổ phiếu seri, cổ phiếu ưu đãi.

Người nắm giữ cổ phiếu phổ thông có quyền bỏ phiếu và quyền hưởng công bằng mọi lợi nhuận của công ty. Bên cạnh đó họ sẽ được mời tham dự các cuộc họp đặc biệt với công ty. Cổ phiếu seri (ví dụ seri A, seri B) không đi cùng quyền bỏ phiếu. Đây chỉ là một cơ chế giúp công ty thu thêm tiền mặt mà không mất quyền kiểm soát công ty. Phụ thuộc vào từng loại seri mà người sở hữu sẽ có đặc quyền khác nhau.

Người sở hữu cổ phiếu ưu đãi có quyền lợi đặc biệt so với loại cổ phiếu phổ thông. Ví dụ, nếu công ty bị thanh lý, cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi sẽ được trả tiền trước so với người nắm giữ cổ phiếu phổ thông. Cổ đông sở hữu cổ phiếu ưu đãi cũng được hưởng cổ tức nhưng không được hưởng lợi khi công ty tăng lợi nhuận.

Tuy nhiên, cổ đông nắm giữ cổ phiếu ưu đãi sẽ không có quyền bỏ phiếu trừ khi cổ tức của họ bị giữ lại trong nhiều năm. Người nắm giữ cổ phiếu ưu đãi có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông ở một số thời điểm trong tương lai.

Cổ đông nắm giữ cổ phiếu phổ thông có quyền đặc biệt đối với tổ chức phát hành. Cổ đông sẽ ngay lập tức được hưởng quyền ngay sau khi mua cổ phiếu phổ thông và người bán sẽ ngay lập tức không có các quyền đó. Cổ đông cũng có quyền đưa ra kế hoạch và ban lãnh đạo công ty sẽ chọn và cổ đông sẽ bỏ phiếu chọn các kế hoạch đó.

Cổ đông có quyền được nhận báo cáo hàng năm về các vấn đề cơ bản của đơn vị phát hành, cũng như các báo cáo tài

chính quan trọng khác bao gồm báo cáo quý, thông báo lợi nhuận. Các thông báo này sẽ thông tin hoạt động và điều kiện hiện hành của công ty. Cổ đông có quyền tham dự các cuộc họp hàng năm và có quyền chất vấn ban giám đốc và các cán bộ khác về tình hình quản lý doanh nghiệp.

Vào tháng 6/2000, Kế toán trưởng của Ủy ban Giao dịch và Chứng khoán Mỹ đã đưa ra 16 quyền của nhà đầu tư:⁽¹⁰⁾

1. Mọi nhà đầu tư có quyền được đối xử bình đẳng công bằng.

2. Nhà đầu tư có quyền với các cán bộ hoặc giám đốc công ty sử dụng tiền của cổ đông và thực hiện các trách nhiệm tài chính.

3. Nhà đầu tư có quyền đối với việc quản lý - từ ban giám đốc trở xuống - những người tạo ra văn hóa doanh nghiệp trung thực và sự tôn trọng về mặt tinh thần cũng như được nêu trong văn bản pháp luật.

4. Nhà đầu tư có quyền đòi hỏi các quan chức và cán bộ quản lý của công ty - những người có trách nhiệm chính phải báo cáo cho các cổ đông về mọi việc xảy ra trong công ty - không bỏ sót, không thổi phồng, không phóng đại và không chậm trễ..

5. Nhà đầu tư có quyền trước quan chức và người lãnh đạo, những người có trách nhiệm xây dựng văn hóa doanh nghiệp, trong đó mọi người không thể có hành động cá nhân, cho nên họ phải thực hiện việc báo cáo về sự đóng góp của mình vào thành tích và việc đạt mục đích của doanh nghiệp.

6. Nhà đầu tư có quyền với ban quản lý, những người hiểu được nhiệm vụ của họ là quản lý doanh nghiệp chứ không phải chỉ là việc nhận thu nhập.

7. Họ có quyền đối với ban lãnh đạo, những người hiểu rằng họ có nghĩa vụ phục vụ cổ đông của công ty và họ không phải là ông chủ của các cổ đông.

8. Nhà đầu tư có quyền xem các báo cáo chính sách rõ ràng, thể hiện rõ tình hình kinh tế của doanh nghiệp, bao gồm

thông tin các vấn đề tài chính liên quan đến tất cả các vấn đề quản lý hoặc nhân viên kiểm toán muốn biết nếu họ đang tiến hành đầu tư vào công ty.

9. Nhà đầu tư sẽ có quyền đối với nhân viên kiểm toán độc lập, những người thực hiện thay mặt nhà đầu tư và họ phải bị thuyết phục.

10. Nhà đầu tư có quyền đối với một ủy ban kiểm toán độc lập chuyên trách về tài chính, những người được xem như được ủy quyền rộng rãi và thực thi như là bên đại diện cho cổ đông.

11. Nhà đầu tư có quyền đối với một ban giám đốc độc lập, có kiến thức, những người hiểu rằng họ được bầu là do và vì cổ đông, chứ không do Giám đốc điều hành chỉ định.

12. Nhà đầu tư có quyền đối với một hệ thống điều hành doanh nghiệp. Hệ thống này sẽ đảm bảo rằng công ty và ban lãnh đạo sẽ nhận được sự đồng ý từ phía cổ đông về các vấn đề quan trọng, ảnh hưởng đến lợi ích của cổ đông như: kế hoạch lựa chọn cổ phiếu mới hay mở rộng.

13. Nhà đầu tư có quyền đối với kết quả phân tích thực tế do các nhà phân tích thực hiện, những người đặt lợi ích của nhà đầu tư trước mối quan hệ của họ với các hợp đồng và nhiệm vụ thực hiện hợp đồng mới.

14. Nhà đầu tư có quyền đối với thị trường chứng khoán nơi mà chứng khoán được giao dịch với giá tốt nhất.

15. Nhà đầu tư có quyền xem xét các hoạt động vốn một cách kịp thời.

16. Nhà đầu tư có quyền đối với các nhà ban hành luật, những người đưa ra tiêu chuẩn. Đây là những người sẽ đưa nhà đầu tư lên trước tiên, khuyến khích và không ngăn cản bảo vệ tính hiệu quả của thị trường.

ĐÁNH GIÁ BÁO CÁO LỢI NHUẬN QUÝ NHƯ LÀ MỘT CÔNG CỤ

Các công ty sẽ thông báo lợi nhuận ba tháng một lần. Thông báo quý được lập ra để thông báo cho những người nắm

giữ cổ phần tình hình đang diễn ra tại công ty. Nhà đầu tư có thể quản lý trên danh sách thư của công ty thông qua trang web hoặc bằng cách gọi điện đến phòng quan hệ đầu tư. Bên cạnh đó, một vài trang web đã có lịch thông báo cho nhà đầu tư các thông báo về tài chính sắp tới của doanh nghiệp.

Đối với nhiều công ty, thông báo thu lợi nhuận có cơ cấu báo cáo tương tự. Tiêu đề chủ yếu tóm tắt diễn biến của quý trước. Được viết đậm và bôi đen, tiêu đề sẽ tóm tắt về quý trong đó có sử dụng thông tin được xem là quan trọng đối với nhà đầu tư. Ví dụ, công ty điện thoại di động có thể bôi đậm số người đăng ký thuê bao, trong khi các công ty xây dựng nhà tập trung trình tự tiến độ. Tiêu đề ở từng công ty, ở từng ngành lại khác nhau.

Đoạn văn đầu tiên của thông báo sẽ đưa ra các con số về lợi nhuận trong quý đó. Lợi nhuận sẽ được thể hiện bằng các con số tổng cũng như phần trăm. Đồng thời, trong đoạn văn đầu cũng đưa ra sự so sánh giữa lợi nhuận với các quý của năm trước. Thành viên trong hội đồng đầu tư lại muốn tham chiếu các con số đánh giá như vậy thông qua việc so sánh năm theo trình tự. Các công ty đưa ra lợi nhuận có loại trừ các mục được gọi là “một lần”. Các mục “một lần” có thể vừa làm tăng lại vừa làm giảm lợi nhuận và có thể bao gồm thu nhập của một công ty hoặc chi phí tái cơ cấu. Cần phải đưa ra sự giải thích tại sao lợi nhuận của doanh nghiệp lại cao hơn hoặc thấp hơn trong quý đó.

Số liệu tiếp theo phải trình bày là thu nhập của quý hoặc những thông tin mà nhà phân tích thường gọi là các con số “hàng đầu”. Hội đồng đầu tư quan tâm rất kỹ đến con số thu nhập bởi vì đó là phần quan trọng nhất trong một bản báo cáo, đặc biệt đối với công ty có lợi nhuận âm. Cũng giống như lợi nhuận, con số thu nhập sẽ phải được so sánh với các năm và so sánh trình tự, có nêu lý do cho các kết quả không bình thường.

Sau khi thảo luận các con số đường trên và đường dưới, báo cáo quý sẽ đưa ra các mục trong báo cáo thu nhập, đây là phần quan trọng đối với nhà đầu tư. Các mục này có thể bao

gồm thu nhập kinh doanh cho quý, biên độ tổng, đơn đặt hàng mới, vv.. Mục này rất quan trọng để giải thích tại sao các con số trong dòng cuối là yếu hoặc mạnh.

Phần tiếp theo của báo cáo là giải thích của ban giám đốc về quý, bao gồm thông tin về thời điểm đưa ra, viễn cảnh tương lai của doanh nghiệp. Giọng điệu giải thích trong phần này là rất quan trọng. Bởi vì thị trường cổ phiếu là thị trường luôn tiến về phía trước, viễn cảnh do ban giám đốc đưa ra là dài hạn. Ở đây, ban giám đốc có thể quyết định thảo luận hướng kinh doanh của tổ chức hoặc quá trình thực hiện của ban giám đốc. Ban giám đốc thường kết luận bằng cách đưa ra hướng dẫn cho nhà đầu tư về lợi nhuận của công ty trong quý sắp tới. Nhà đầu tư sẽ xem xét hướng dẫn này rất chặt chẽ bởi vì các con số này sẽ được sử dụng để quyết định dự đoán của họ. Nếu ban lãnh đạo quá bảo thủ, nhà đầu tư có thể chọn bổ sung thêm con số lợi nhuận. Ngoài ra, ban giám đốc có thể giảm lợi nhuận dự báo vì họ tin tưởng rằng đó là con số không thực tế.

Sau đó là một đến hai đoạn văn đề cập đến các vấn đề pháp lý cho phép công ty đưa ra thông báo tương lai. Một đoạn văn nói về công ty sẽ kết thúc báo cáo. Báo cáo tài chính và phân tích sau đó, bao gồm một báo cáo tài chính, một bảng cân đối kế toán, và một bảng phân tích của ban lãnh đạo về các số liệu tài chính.

Thông báo thu nhập sẽ trình bày về hai giai đoạn: quý hiện tại giới thiệu quá trình thực hiện trong ba tháng, và so sánh với các quý trước, trong đó trình bày quá trình hoạt động của công ty từ đầu năm tài chính.

QUY TRÌNH BA BƯỚC PHÂN TÍCH BÁO CÁO LỢI NHUẬN

Điều quan trọng nhất trong việc phân tích báo cáo lợi nhuận là phải hiểu được các con số có ý nghĩa như thế nào chứ không phải con số đó là cái gì. Những gì chúng thể hiện hôm nay là lịch sử và những gì chúng không đề cập đến sẽ là tương lai. Giá trị doanh nghiệp được dựa trên cái gì ?

Bước 1: Theo dõi hướng các con số. Ví dụ hãy để ý đến dòng đầu và lẻ, chúng có liên quan như thế nào đến viễn cảnh của công ty. Tính toán tỉ lệ phần trăm thay đổi trên các cơ sở có tính trình tự, cũng như so sánh năm. Bạn cũng có thể tiến hành phân tích tương tự đối với báo cáo lợi nhuận trong các năm trước, đặc biệt là các công ty đang có vấn đề về đầu tư. Việc tính toán phần trăm thay đổi đối với báo cáo thu nhập và bảng cân đối kế toán có thể là một công việc buồn tẻ, đặc biệt đối với các báo cáo quý phức tạp. Tuy nhiên, các thông tin này là rất có ích như là một tín hiệu nằm bên ngoài các trang giấy.

Nếu dòng thu nhập trong quý này đi xuống trong khi ban lãnh đạo rất lạc quan về các quý trước, ai đó sẽ nghi ngờ khả năng quản lý của ban lãnh đạo trong việc định hướng các hoạt động trong tương lai. Nếu không có sự giải thích thích hợp trong báo cáo, những thay đổi từ quý này sang quý tiếp theo sẽ là tín hiệu cần phải tiến hành điều tra.

Bước 2: Cố gắng xem xét các con số bằng cách quan sát kỹ hơn từng mục dòng quan trọng trong bảng báo cáo thu nhập và bảng cân đối kế toán để có thể đánh giá diễn biến trong một vài quý tới. Báo cáo tài chính trong báo cáo lợi nhuận sẽ không bị kiểm toán. Do vậy, nhà đầu tư phải xem xét cẩn thận chất lượng không chỉ của tin văn bản mà còn của số liệu do ban lãnh đạo cung cấp.

Tổng doanh thu được tính dựa trên doanh thu trong một khoảng thời gian nhất định, kể cả doanh thu mà chưa thu được trong kỳ trước, hoặc không bao gồm tiền mặt các kỳ trước. Các nhà đầu tư phải xem xét cẩn thận liệu công ty có khai khống tổng doanh thu cho quý hiện tại hay không bởi vì các công ty cố gắng tạo ra càng nhiều doanh thu càng tốt trước khi một quý kết thúc. Nhìn chung, chi phí kinh doanh tạo ra doanh thu trong cùng một quý, bao gồm toàn bộ chi phí vật liệu trong sản phẩm, lao động, chi phí nghiên cứu và phát triển, và các chi phí hành chính.

Cần phải kiểm tra cẩn thận các con số chi phí kinh doanh

thấp hoặc cao bất thường để xác định nguồn. Chi phí kinh doanh thấp trong một quý sẽ sinh ra lãi gộp kinh doanh cao hơn và nếu chi phí cao thì ngược lại, đúng là vậy.

Các nhân tố trong phần chi phí kinh doanh là các sự kiện một lần hoặc các chi phí tái cơ cấu. Nhiều người quản lý coi các mục đó là những thu nhập và thiệt hại bất thường. Thật không may, các sự kiện một lần thường tái diễn trong nhiều quý khác nhau ở nhiều công ty. Điều này hoàn toàn phụ thuộc vào nhà đầu tư phân đoán xem liệu đó có phải là các mục “một lần” hay không. Các nhà đầu tư xem xét việc lặp lại các sự kiện một lần bởi vì nó sẽ báo hiệu mô hình doanh nghiệp phát triển không ổn định. Vấn đề đối với chi phí tái cơ cấu là ở chỗ ban giám đốc có thể sử dụng chúng để cải thiện lợi nhuận trong tương lai. Điều này liên quan đến việc lấy chi phí để giảm thiểu tụt giá và cải thiện lợi nhuận trong tương lai.

Nhà đầu tư thường dựa nhiều vào các đoạn chú thích trong thông báo để quyết định làm gì với các chi phí như vậy. Các đoạn ghi chú thường có các thông tin phong phú cho dù đó là sự kiện một lần thực sự xét về bản chất hay là các sự kiện lặp lại. Sau khi xem xét nội dung các đoạn trích dẫn, nhà đầu tư nên điều chỉnh tương ứng. Ngoài chi phí tái cơ cấu, các thu nhập và thua lỗ liên quan đến “sự thay đổi kế toán” hay “các hoạt động không liên quan” và “các mục lạ” phải được kiểm tra độ chính xác.

Sau khi đánh giá tổng doanh thu và chi phí kinh doanh, nhà đầu tư sẽ biết được chính xác thu nhập kinh doanh và lợi nhuận trước lãi suất và thuế trong tương lai. Khi nhà đầu tư muốn biết lợi nhuận của công ty trước lãi suất, thuế, khấu hao và khoản giảm trừ khác trong một quý cụ thể thì tính bằng cách cộng thêm phần khấu hao và khoản giảm trừ vào.

Để đánh giá được lợi nhuận của một công ty, nhà đầu tư phải tiếp tục phân tích báo cáo thu nhập. Phần tiếp theo phải tập trung là các dòng ghi chi phí lãi. Phần lớn chi phí lãi là từ các khoản vay ngân hàng và các khoản tiền vay từ bên ngoài

như trái phiếu. Chi phí lãi báo cáo là một con số ròng và bao gồm thu nhập từ đầu tư, chứng khoán, và tiền mặt tại ngân hàng. Chi phí lãi ròng có thể thấp bất thường trong quý nếu lãi thu nhập cao trong giai đoạn đó. Nhà đầu tư phải chắc chắn rằng việc giảm chi phí lãi ròng là ổn định. Việc đánh giá nhanh mức nợ của công ty trong trường hợp này cũng rất có ích.

Tiếp theo, đánh giá về thuế thay đổi để có được thu nhập ròng. Mục đích chính là việc xác định liệu mức thuế hiện tại có ổn định hay không và liệu mức thuế đó có phù hợp với mức thuế trong báo cáo trước đó hay không. Cần phải điều tra mức thuế thấp bất thường trong một quý và so sánh với quý trước trước khi có được thu nhập ròng hoặc lợi nhuận ròng. Để tính được thu nhập trên cổ phiếu, nhà đầu tư phải sử dụng con số cổ phiếu giảm bớt để giải thích những yêu cầu từ cổ đông liên quan đến thu nhập cổ phiếu.

Đối với bảng cân đối kế toán, tùy thuộc vào ngành và hoàn cảnh, nhà đầu tư sẽ cần tập trung vào tài sản lưu động ngành và tổng số nợ của công ty. Tài sản lưu động sẽ bao gồm các mục như: hàng tồn kho, các khoản phải thu, cổ phiếu và tiền mặt. Ban giám đốc sẽ có rất nhiều khoảng cách để điều chỉnh các con số kể trên dựa trên cơ sở quý. Ví dụ, ban giám đốc có thể thay đổi cách thức giải thích về hàng tồn kho để có thể tận dụng được vấn đề lạm phát. Việc này có thể thực hiện được bằng cách đổi từ phương pháp first-in-first-out (FIFO) sang phương pháp last-in-first-out (LIFO). Cần xem xét các khoản phải thu để xác định nếu tổng thu nhập có tăng cao bất thường hoặc giảm bất thường đối với các khoản nợ xấu.

Liên quan đến các khoản nợ của công ty, một nhà đầu tư thường đánh giá các khoản nợ ngắn và dài hạn và tín phiếu phải thanh toán để xem xét nếu xuất hiện bất kì sự thay đổi quan trọng mà không được giải thích.

Bước 3: Suy nghĩ về lý do tại sao bạn lại mua công ty này và tự hỏi có quyết định hoãn hay không. Một số nhà đầu tư có thói quen ghi lại lý do họ muốn mua một công ty. Trong khi thị

trường biến động, cần phải xem xét các lý do trên. Nếu thị trường giao dịch ở mức giá hợp lý mà không có sự thay đổi quan trọng nào, thì cần phải mua thêm cổ phiếu.

Ghi lại lý do mua cổ phiếu của một công ty cũng rất có ích trong việc đánh giá báo cáo lợi nhuận hàng quý. Các nhà đầu tư sử dụng chúng để đánh giá tại sao mình lại quyết định mua công ty này. Một số người là chủ các doanh nghiệp năng động, họ liên tiếp đánh giá lại giả định của mình: như là họ đang tự điều hành doanh nghiệp này. Đây là phương thức tuyệt vời giúp nhà đầu tư có thể nắm được những ảnh hưởng tiêu cực trong chiến lược hoặc trong kinh doanh. Điều này có thể ảnh hưởng lâu dài đến tài sản của công ty.

THÔNG QUA THÔNG CÁO BÁO CHÍ, ĐÁNH GIÁ LỢI NHUẬN CỦA TẬP ĐOÀN PACTIV

Sau khi tính toán phần trăm thay đổi của quý hiện tại trong năm nay và so sánh với cùng quý năm ngoài, tôi chú ý đến hai con số trong báo cáo thu nhập của công ty. Trước tiên, chi phí hành chính giảm 35% so với năm trước. Đây là một tin tốt vì điều này cho thấy ban lãnh đạo của công ty đang tiến hành kế hoạch cắt giảm chi phí. Con số thứ hai là khoản nợ ngắn hạn đã thay đổi rất nhanh, giảm đến 96% từ đầu năm.

Công ty đã làm mất cân bằng bảng cân đối kế toán bằng cách giảm khoản nợ của công ty trong bảng cân đối kế toán.

Ví dụ nghiên cứu: báo cáo lợi nhuận quý ba - Tập đoàn Pactiv

Báo cáo lợi nhuận bên dưới:

PACTIV THÔNG BÁO VIỆC THU NHẬP RÒNG TRONG QUÝ BA TĂNG NHẹ VÀ BIÊN ĐỘ KINH DOANH CỦA CÔNG TY TĂNG NHANH, LUỒNG TIỀN MẶT MẠNH

LAKE FOREST, III- (BUSINESS WIRE)-ngày 26/10/2000.

Hôm nay, tập đoàn Pactiv (NYSE: PTV) thông báo thu nhập ròng của công ty trong quý ba-2000 tăng nhẹ lên 38 triệu \$

hay 0,24\$/cổ phiếu so với 4 triệu \$ hay 0,01\$/cổ phiếu trong năm ngoái. Thu nhập ròng năm 1999 bao gồm 4 triệu \$ hoặc 0,01\$/cổ phiếu từ các hoạt động kinh doanh liên tiếp và 8 triệu \$, 0,05\$/cổ phiếu từ việc kinh doanh tấm ván giấy. Thu nhập ròng quý ba năm 1999 bị ảnh hưởng nặng nề do mức thuế thu nhập nước ngoài lên đến 87% do vụ việc Pactiv ngày 4/11/1999 tách khỏi Công ty Tenneco. Năm ngoái, thu nhập trên cổ phiếu trong quý ba sẽ là 0,10\$ nếu việc tính toán sử dụng mức thuế như hiện nay là 42%.

Thu nhập trong quý ba tăng 4,5% sau khi điều chỉnh ảnh hưởng của việc tỉ lệ trao đổi ngoại hối thay đổi, sự tách công ty, dây chuyền sản phẩm không liên tiếp. Mức tăng trưởng nêu trên có được chủ yếu là do thu nhập sản phẩm chính tăng nhanh trong khu vực Đóng gói thực phẩm/dịch vụ thực phẩm và Khách hàng. Thu nhập đạt 730 triệu \$ đó thấp hơn 3,2% so với năm trước.

Thu nhập kinh doanh trong quý ba đạt 100 triệu \$ tăng 45% so với quý ba năm 1999 đạt 69 triệu \$. Mặc dù giá nguyên liệu đầu vào cao hơn, biên độ trong quý ba năm 2000 tăng 13,8% so với biên độ năm 1999 chỉ đạt 9,1% do các động thái về giá và ảnh hưởng của việc cắt giảm chi phí do việc tách khỏi công ty mẹ. Biên độ tổng tiếp tục được cải thiện, tăng 0,7% điểm so với 30% so với quý hai năm 2000. Chi phí SG&A chiếm 10,1% thu nhập ở mức 5% điểm bên dưới mức năm 1999.

Ông Richard L. Wambold, Chủ tịch kiêm Giám đốc điều hành nói "Mục tiêu chủ yếu năm 2000 là tăng biên độ và cơ cấu lại Pactiv để thể hiện rõ tiềm năng thu nhập của công ty. Chúng tôi rất hài lòng về một số tăng trưởng mạnh trong biên độ tổng trong đó tăng 2,4% điểm trong quý đầu tiên. Trong quý ba, chúng tôi lại nhận thấy một số kết quả khả quan từ những cố gắng của chúng tôi trong việc bù lại chi phí nguyên liệu thô gia tăng và giảm các chi phí khác..."

Như là kết quả của việc có một luồng tiền mặt mạnh

trong quý ba, tổng nợ đã giảm xuống 1,7 tỉ \$, giảm 89 triệu \$ so với quý hai và 395 triệu \$ so với năm 1999. Bên cạnh đó, công ty đã hoàn thành chương trình mua lại số cổ phiếu trị giá \$100 triệu trong đó công ty đã mua được 11,7 triệu cổ phiếu với mức giá trung bình là 8,5\$/cổ phiếu.

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA CÁC KHU VỰC KHU VỰC KHÁCH HÀNG VÀ ĐÓNG GÓI THỰC PHẨM/ DỊCH VỤ THỰC PHẨM

Thu nhập quý ba trong khu vực Khách hàng và Đóng gói thực phẩm/Dịch vụ thực phẩm tăng 5,4% khi được điều chỉnh để thể hiện tách công ty và các loại sản phẩm. Thu nhập tăng mạnh đối với sản phẩm tiêu dùng Hefty® và các loại đồ dùng dịch vụ ăn uống. Thu nhập kinh doanh trong quý ba tại khu vực này đạt 72 triệu \$ tăng 33% so với thu nhập kinh doanh của năm ngoái là 54 triệu \$. Lãi gộp kinh doanh trong quý ba đạt 13,5% so với 10,2% trong quý ba năm ngoái và 13,2% so với quý hai do hành động về giá để bù chi phí nguyên liệu nhựa tổng hợp và giảm bớt lãi gộp kinh doanh thấp.

Túi đựng Hefty® tiếp tục tạo ra thu nhập lớn và tiếp tục chiếm thị phần số một trong các cửa hàng tạp phẩm, cửa hàng thuốc, các nhà buôn. Trong ngành Đóng gói thực phẩm/Dịch vụ thực phẩm, chiến lược “mua sắm một cửa” của công ty tiếp tục được thực hiện trong quý ba với việc một trung tâm phân phối duy nhất tại khu vực sẽ được mở cửa tại Covington, Georgia. 55% các nhà phân phối tại Mỹ có thể đặt đơn hàng duy nhất cho nhiều sản phẩm và sẽ nhận hàng từ một trung tâm duy nhất trong khu vực. Chính điều này sẽ nâng cao mức độ phục vụ khách hàng và làm giảm hàng tồn kho. Khả năng của dịch vụ này có thể được mở rộng lên 80% toàn lãnh thổ trong quý tư với việc mở thêm trung tâm phân phối tại Midwest. Dịch vụ sẽ được mở rộng trên toàn quốc vào năm 2001.

LĨNH VỰC ĐÓNG GÓI HÀNG BẢO VỆ CO GIẤN

Thu nhập quý ba tăng 2,2% không bao gồm tác động do tỉ lệ ngoại hối và việc từ bỏ kinh doanh trong cuối năm 1999.

Thu nhập kinh doanh đạt 12 triệu \$ trong quý ba so với 19 triệu \$ vào năm ngoái và 10 triệu \$ trong quý hai năm 2000. Lãi gộp trong quý ba đạt 6%, tăng so với quý hai là 4,9% do hành động về giá bắt đầu phải bù lỗ cho việc chi phí nguyên liệu đầu vào trong giai đoạn trước tăng.

Ông Wambold giải thích “Chúng tôi sẽ thông báo việc thực hiện trong khu vực này bắt đầu ở khu vực Bắc Mỹ trong quý hai và chúng tôi đang thấy được lợi ích liên quan. Như thảo luận vào quý trước, chúng ta sẽ tập trung lấy lại mức thua lỗ biên độ đối với việc chi phí nhựa tổng hợp tăng. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cố gắng cải thiện hiệu suất kinh doanh tại khu vực Bắc Mỹ và Châu Âu bắt đầu vào cuối năm nay.”

KẾT QUẢ NĂM NAY

Trong giai đoạn 9 tháng, thu nhập ròng của Pactiv từ các hoạt động kinh doanh tăng mạnh lên 106 triệu \$ hay 0,65\$/cổ phiếu so với con số 56 triệu\$ hay 0,33\$/cổ phiếu trong năm 1999. Đã điều chỉnh đối với các ảnh hưởng về tỉ lệ ngoại hối, tách công ty và dây chuyền sản phẩm không liên tục, thu nhập tính cho đến nay tăng 7,9%.

Thu nhập báo cáo 9 tháng đạt 240 triệu\$ hay 1,47\$/cổ phiếu. Con số thu nhập trên bao gồm: 106 triệu\$ hay 0,65\$/cổ phiếu từ các hoạt động kinh doanh liên tiếp và 134 triệu\$ hay 0,82\$ từ các hoạt động kinh doanh không liên tiếp. Trong cùng giai đoạn năm 1999, công ty đã phải chịu mức thua lỗ ròng 138 triệu \$ tức là 0,83\$/cổ phiếu, chiếm đến 155 triệu\$ thu nhập từ các hoạt động kinh doanh không liên tiếp hay 0,93\$/cổ phiếu, và một tỉ lệ thua lỗ lớn là 7 triệu \$ hay 0,04\$/cổ phiếu và việc thua lỗ do việc thay đổi quy tắc kế toán là 32 triệu \$ hay 0,19\$/cổ phiếu.

Thu nhập báo cáo năm 2000 tăng nhẹ lên 2,2 tỉ \$ so với năm 1999.

VIÊN CẢNH

Liên quan đến thu nhập quý bốn, công ty sẽ tiếp tục

đồng ý với sự hướng dẫn trước là khoảng 0,26\$/cổ phiếu. Đến năm 2001, công ty xác định mục tiêu sẽ đạt được thu nhập trên một cổ phiếu sẽ tăng từ 12 đến 15%...⁽¹¹⁾

Nợ so với mức vốn hóa đã giảm xuống 52% so với mức 60% vào đầu năm. Tôi cũng đã tính lượng tiền phải trả, lượng hàng tồn kho, và lượng tiền phải thu để xem đội ngũ quản lý làm việc hiệu quả như thế nào trong việc tạo ra ba thành phần vốn.

Bước 2: Tôi đã xem xét lại phần trăm thay đổi mà tôi đã tính được và rất hài lòng với kết quả thu được. Doanh số giảm 3% trong quý ba do công ty đã bán một số tài sản và một vài dây chuyền sản phẩm. Ngoài ra, dòng trên cùng cũng bị ảnh hưởng do tỉ lệ trao đổi ngoại tệ thấp. Tôi hi vọng trong một vài quý tới sẽ mạnh hơn nữa bởi vì các mục này là các sự kiện một lần.

Tôi đã tính toán mức lãi gộp kinh doanh trong quý này bằng cách chia thu nhập kinh doanh cho thu nhập. Mức lãi gộp kinh doanh trong quý ba tăng từ 9% lên 14% do công ty có khả năng nâng giá đền bù cho các chi phí nguyên liệu tăng cao. Đây là tin tốt lành vì tôi nhận thấy công ty này có thể mạnh về giá đối với khách hàng. Bằng chứng là công ty đã chuyển chi phí vật liệu cho phía khách hàng. Tôi cũng nhận thấy chi phí lãi suất ròng giảm 4 triệu \$. Sau khi xem xong bản quyết toán, tôi giả định rằng nguyên nhân của việc lãi suất ròng giảm là do mức nợ của công ty đang giảm. Tôi nghĩ rằng công ty đã sử dụng luồng tiền mặt của mình để thanh toán khoản nợ. Điều này cho thấy Pactiv là một công ty rất mạnh về tài chính mặc dù công ty gặp phải vấn đề chi phí sản xuất rất cao.

Tôi cũng quan tâm đến việc mức thuế của công ty lại giảm rất nhanh. Tôi đã tính mức thuế suất thực tế bằng cách lấy thu nhập từ kinh doanh trừ đi thu nhập lãi suất ròng để có được số thu nhập trước thuế. Đối với quý ba năm 2000, Pactiv đạt mức thu nhập trước thuế là 66 triệu \$ so với 31 triệu \$ năm 1999. Tiếp theo tôi lấy chi phí thuế thu nhập chia cho thu nhập trước

thuế. Kết quả tính toán cho thấy Pactiv có mức thuế suất thực tế là 87% trong năm 1999 so với mức thuế suất thực tế năm 2000 là 42%. Đó là sự giảm sút mức thuế suất thực tế năm 1999 là khác thường. Tôi cho rằng mức thuế thấp hiện tại là ổn định vì năm 1999 là một năm tuyệt vời đối với công ty do Pactiv đã tách khỏi công ty mẹ, công ty Tenneco. Kinh nghiệm cho thấy năm công ty tách khỏi bao giờ cũng xuất hiện nhiều mục bất thường.

Tiếp đó, tôi nhìn vào con số kinh doanh gián đoạn của công ty. Trong khi con số chỉ là 8 triệu \$, tôi lại muốn có được mức độ tự tin là đó là hiện tượng một lần chứ không phải là hiện tượng tái xuất hiện. Hóa ra, 8 triệu \$ là thu nhập có được do việc bán một đơn vị kinh doanh của công ty. Tôi hài lòng sau khi xem xét những con số tính đến thời điểm hiện nay. Tuy nhiên, tôi quan sát kỹ hơn các hoạt động kinh doanh không liên tục và các chi phí kì lạ để có được cấp độ thoải mái lớn hơn.

Bước 3: Có 5 lý do khiến tôi quyết định mua Pactiv Corp. Sau khi phân tích báo cáo thu nhập, các đánh giá của tôi về công ty này hai tháng trước giờ đây không thay đổi:

- Công ty tạo ra một luồng tiền mặt mạnh, được nhãn hiệu nổi tiếng và thị phần lớn ủng hộ không điều gì có thể thay đổi. Thực tế, luồng tiền mặt của công ty sẽ mạnh hơn khi mà công ty có khả năng nâng giá, lãi gộp kinh doanh và có thể giảm chi phí lãi suất.

- Đội ngũ quản lý của công ty rất mạnh và có những khuyến khích tài chính phù hợp. Không điều gì có thể thay đổi.

- Các cơ hội cắt giảm chi phí và cơ hội bán tài sản là quan trọng và thực tế. Không một điều gì có thể thay đổi. Công ty đang thực hiện chương trình cắt giảm chi phí, điều này được chứng minh bằng thu nhập một lần từ việc bán tài sản và tăng biên độ.

- Chi phí nguyên liệu thô, đặc biệt nhựa tổng hợp là không cao nhưng không ổn định. Việc cắt giảm chi phí sẽ tiến gần đến

đường bên dưới, chi phí nguyên liệu thô đặc biệt là giá nhựa nhân tạo tổng hợp sẽ tiếp tục tăng. Nhưng tôi vẫn tin tưởng đây là giá cao vì một phần là giá dầu cũng cao sẽ là chất xúc tác tiêu cực mà chúng ta phải đợi đến khi kết thúc.

- Giá cổ phiếu của công ty là khá rẻ trên thị trường. Đường như công ty sẽ là một ứng cử bán ra cổ phiếu nếu giá tiếp tục giảm, điều này được dựa trên luồng tiền mặt ổn định. Không có điều gì thay đổi trừ khi khoản nợ của công ty tăng. Công ty sẽ trở thành một ứng cử viên hấp dẫn.

THU NHẬN ĐƯỢC NHIỀU ĐIỀU BÊN NGOÀI CUỘC HỘI THẢO ĐIỆN THOẠI.

Tham gia vào hội thảo chủ yếu là các nhà quản lý tài chính chuyên nghiệp và các nhà phân tích. Đối với một cá nhân, việc nghe lại hoặc nghe từ Webcast có thể quan trọng. Trên thực tế, các nhà đầu tư tinh vi nhất sẽ không bao giờ đặt câu hỏi trong quá trình hội thảo. Họ đơn thuần chỉ nghe câu hỏi do người khác đưa ra và phản ứng của ban lãnh đạo.

Nếu số người mong muốn tham gia vào quá nhiều, nhà đầu tư sẽ tập trung vào các câu hỏi về các vấn đề như rủi ro đối với luồng vốn hoặc các vấn đề liên quan đến tình trạng tài chính của công ty. Ví dụ, trong một cuộc hội thảo điện thoại, tôi muốn hỏi thêm về cố gắng cắt giảm chi phí, sản phẩm mới, hoặc danh sách ưu đãi của ban lãnh đạo cho việc sử dụng luồng tiền mặt của công ty vv...

QUYỀN BỎ PHIẾU

Cổ đông có quyền bỏ phiếu về các vấn đề lớn ảnh hưởng đến công ty. Các vấn đề bao gồm đề nghị sáp nhập hay bầu ban giám đốc mới. Đối với cổ đông nắm giữ cổ phiếu phổ thông, một nhà đầu tư càng nắm giữ nhiều cổ phiếu, thì anh ta sẽ càng có nhiều ảnh hưởng đến công ty. Ban giám đốc tại các công ty phát hành cổ phiếu ngoài công chúng sẽ phải tiến hành bỏ phiếu rất nghiêm ngặt. Chỉ có những cổ đông dài hạn mới được tự ứng cử.

Nhìn chung, mỗi cổ phiếu tương đương với một lá phiếu. Tuy nhiên, một số công ty phát hành các loại cổ phiếu có nhiều quyền bỏ phiếu khác nhau. Các loại cổ phiếu này thường do những người nắm phần kiểm soát công ty nắm giữ.

Cổ đông sẽ nhận được giấy ủy nhiệm trước khi tham dự các cuộc họp hàng năm. Đây là một văn bản luật pháp có các thông tin về việc cổ đông sẽ bỏ phiếu để phê duyệt kế hoạch sắp tới của Ban lãnh đạo. Giấy ủy nhiệm sẽ bao gồm các thông tin như mức đền bù của các lãnh đạo cấp cao và sơ đồ cổ phiếu so sánh với các nhóm. Việc bỏ phiếu sẽ được thực hiện trong các cuộc họp hàng năm. Tuy nhiên, bạn có thể bỏ phiếu qua email nếu bạn vắng mặt hoặc một vài công ty cho phép bạn bỏ phiếu qua điện thoại hoặc gửi trực tuyến qua địa chỉ www.proxyvote.com

MUA VÀ GIỮ CỔ PHIẾU, NHUNG SẼ KHÔNG GIỮ MÃI MÃI

Việc mua cổ phiếu của một công ty hoặc giữ chúng trong 5 năm hoặc 10 năm đều có lợi ích và bất lợi sau. Đối với những cá nhân mà không đầu tư toàn thời gian, chiến lược mua-giữ có thể hấp dẫn. Sau khi mua cổ phiếu, nhà đầu tư sẽ không xem xét giá cả lên xuống hàng ngày để quyết định bán hay không. Họ sẽ dành phần lớn thời gian vào việc cập nhật kiến thức trong lĩnh vực mà họ đang công tác. Bên cạnh đó, chiến lược mua-giữ sẽ giúp việc lập kế hoạch thuế. Các nhà đầu tư dài hạn sẽ được hưởng lợi từ tỉ lệ thuế thu nhập vốn thấp.

Sử dụng 5 điều cơ bản của giá trị sẽ dẫn bạn đến một chiến lược đầu tư hiệu quả. Triết lý kinh doanh này sẽ chỉ ra rằng việc đầu tư dài hạn sẽ phát huy tác dụng tốt nhất bởi vì nhà đầu tư sẽ rất tự tin vào doanh nghiệp, giá và các sự kiện cần phải xảy ra để nâng giá và việc giảm giá sẽ không xảy ra. Chìa khóa là phải kiên nhẫn và kỷ luật để dự đoán lúc thị trường xuống giá và bình tĩnh trong khi thị trường quá nóng.

Một mặt tiêu cực của chiến lược mua-giữ là việc đầu tư của bạn sẽ quá sớm có lợi từ các kết quả xúc tác. Bạn càng đợi lâu, thì khả năng hoàn vốn của bạn càng nhỏ do lạm phát. Bên cạnh đó, giữ cổ phiếu của một công ty trong thời gian dài cho thấy công ty mà bạn mua cách đây 10 năm đã hoàn toàn khác so với công ty đó ngày nay. Rất nhiều nhà đầu tư cho rằng thời gian từ 3 đến 5 năm là khoảng thời gian sẽ cho phép công ty tạo ra hoàn vốn vừa đủ mà không có sự thay đổi nào lớn trong mô hình kinh doanh.

Nhìn chung, tôi tin tưởng chiến lược mua- giữ là một chiến lược rất tốt, chỉ có khoảng thời gian giữa giữ và bán mới là vấn đề. Khoảng thời gian quá ngắn là khoảng thời gian giao dịch chứ không phải là thời gian đầu tư. Giữ hay ôm cổ phiếu trong thời gian dài sẽ làm giảm khả năng hoàn vốn mà dễ làm thay đổi khả năng giả định về chủ sở hữu. Những người kinh doanh cổ phiếu tư nhân và các trò chơi bán ra thường lấy mức thời gian từ 3 - 5 năm khi quyết định đầu tư. Thời gian thực tế để ôm cổ phiếu có thể là mãi mãi nếu các yếu tố cơ bản của doanh nghiệp tiếp tục được cải thiện năm này qua năm khác. Tuy nhiên, cần thiết phải lập ra một điểm thoát cụ thể để tính toán giá trị của một công ty và đánh giá kỳ vọng của ban giám đốc. Vì vậy, ai đó có thể kết luận rằng khoảng thời gian từ 5-10 năm có thể là quá dài trong thời đại ngày nay và khoảng thời gian từ 3 đến 5 năm có thể là khoảng thời gian thích hợp hơn để ôm cổ phiếu.

KHI NÀO BÁN

Trong khi vẫn tiếp tục duy trì kỷ luật, một số nhà đầu tư giá trị đợi chờ kiên nhẫn để quyết định khi nào bán và mua. Một vài công ty bị định giá thấp trong giai đoạn đầu thậm chí chỉ trong một vài ngày. Tôi mua các công ty khi thị trường cho phép tôi mua được cổ phiếu ở mức giảm giá quan trọng. Do vậy, một vài vị trí còn nhỏ hơn so với vị trí khác không phải bởi vì cơ hội kém hấp dẫn mà bởi vì thị trường cho phép tôi một lần chỉ mua được

một vị trí nhỏ. Khi phát hiện ra các công ty mà phù hợp với quy tắc đầu tư của tôi, và tôi có được vị trí sở hữu và sau đó việc bán sẽ xảy ra khi các điều kiện sau phát sinh:

1. Việc nghiên cứu cho thấy yếu tố cơ bản của doanh nghiệp giảm giá trị hoặc có những thiệt hại đối với tài sản của công ty.

2. Cổ phiếu của công ty đạt được mức giá phải chăng.

3. Chất xúc tác mà tôi đã phát hiện trước khi đưa ra quyết định đầu tư hình như không được vật chất hoá hoặc là không phát huy hiệu quả.

Chú thích:

(1) Train, J., *Ông chủ đồng tiền trong thời đại chúng ta* (New York: Harper Business, năm 2000, trang 79).

(2) Cunningham, L. *Bài viết của Warren Buffett* (New York: Xem xét bộ luật Cardozo, năm 2001, trang 64).

(3) Lowe, J. *Bài phát biểu của Warren Buffett* (New York: Mc Graw - Hill, năm 1996, trang 97).

(4) Người chỉ dẫn, đa dạng và hữu ích tổng hợp được đưa ra từ trang web của bảng tra cứu tại www.conference-board.org.

(5) Các nhà chỉ dẫn hàng đầu được chỉ ra từ trang web của bảng tra cứu tại www.conference-board.org.

(6) Vận may "Ông Buffett tại thị trường chứng khoán" 22 tháng 11 năm 1999, trang 212.

(7) Vận may "Ông Buffett tại thị trường chứng khoán" 22 tháng 11 năm 1999, trang 216.

(8) Vận may "Ông Buffett tại thị trường chứng khoán" 22 tháng 11 năm 1999, trang 214.

(9) Vận may "Ông Buffett tại thị trường chứng khoán" 22 tháng 11 năm 1999, trang 216.

(10) Lynn, T., U.S. Securities and Exchange Commission. "Bài phát biểu của nhân viên SEC : Quyền dự luật của nhà đầu tư: "A Commitment for the Ages" 18 tháng 6 năm 2001.

(11) Thông cáo kiểm tiền tập đoàn Pactiv. 26 tháng 10 năm 2000



CHƯƠNG 8

TẠO Ý TƯỞNG GIÁ TRỊ VÀ XÂY DỰNG MỘT DANH MỤC ĐẦU TƯ ĐỘC LẬP

TẠO RA Ý TƯỞNG ĐẦU TƯ GIÁ TRỊ: NHẬT TÙNG VIÊN ĐÁ

Nhà đầu tư chủ yếu sử dụng ba nguồn thông tin để tìm ra cơ hội đầu tư tốt nhất có thể cho danh mục đầu tư của họ. Nguồn thông tin có thể bao gồm ấn phẩm tài chính, các phương tiện thông tin khác, màn hình máy tính và “hệ thống của bạn”. Kết hợp thông qua các ấn phẩm tài chính để có được tín hiệu giá trị, vận dụng cơ sở dữ liệu, việc tạo ra hệ thống giá trị các nhà đầu tư là các bước đầu tiên trong một quá trình dài và tẻ nhạt nhằm phát hiện ra các công ty tốt nhất để tiến hành phân tích cơ bản. Rất nhiều nhà đầu tư sử dụng kỹ thuật này. Tuy nhiên, đây là cách thức mà trong đó một nhóm sử dụng các phương pháp này để xác định họ như là những nhà đầu tư giá trị. Mặc dù cả hai đều là những nhà đầu tư nổi

tiếng, nhưng Warren Buffett và Benjamin Graham có các đặc tính khác nhau:

Tiêu chuẩn lọc của Benjamin Graham như sau:

Tỉ số giữa giá và thu nhập nhỏ hơn 15 lần

Giá của doanh nghiệp nhỏ hơn 1.2 lần tài sản hữu hình

Tỉ số giữa tài sản và nợ phải lớn hơn 2 trên 1

Nợ dài hạn không lớn hơn 1,1 lần tài sản lưu động ròng

Tổng giá trị thị trường của vốn lớn hơn công ty trung bình trong nhóm

Tiêu chuẩn lọc của Warren Buffett như sau⁽¹⁾:

Doanh nghiệp đơn giản dễ dự đoán

Bằng chứng về sự quản lý chất lượng vượt trội

Giá trị thực của công ty sẽ phát triển nhanh hơn lạm phát

Lãi sau thuế phải lớn hơn 10 triệu \$

Thu nhập trên vốn nói trên so với mức trung bình thấp

Lãi cao hơn lạm phát trong vòng 10 năm

Một nhà đầu tư có thể phân biệt được là Graham tập trung vào giá trong khi Buffett tìm kiếm giá trị và sau đó quyết định giá phù hợp.

SỬ DỤNG PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN TÀI CHÍNH: TÌM KIẾM GIÁ TRỊ VÀ SAU ĐÓ ĐỢI GIÁ PHÙ HỢP

Có một số phương tiện báo chí tài chính mà có thể giúp nhà đầu tư phát hiện các công ty tốt bao gồm: TV, đài, Internet, ấn phẩm in, các kênh truyền hình như: CNBC, Bloomberg, Televison, CBS Market Watch, CNNfn, Louis Rukeyser's Wall Street..., website, và các chương trình phát thanh, báo chí. Tuy nhiên, báo in truyền thống lại là cơ chế hữu ích nhất đối với các người mua kiên trì. Thông tin báo in cho phép người xem có đủ thời gian để hiểu được điều gì đang được trình bày. Sau khi đọc, nhà đầu tư có thể đánh dấu vào trang giấy và tính toán một vài thước đo lãi suất.

Có một số cách thức mà nhà đầu tư có thể tìm kiếm ý tưởng trong các ấn phẩm in. Một vài người thực hiện phương

pháp tiếp cận trực tiếp tức là đọc lướt qua các phần. Một số nhà đầu tư khác lại xem qua, và chỉ tập trung vào trang cụ thể theo cách riêng của họ. Tuy nhiên, có một rủi ro chung giữa các phương pháp tiếp cận trên. Nhà đầu tư biết được tìm kiếm cái gì và tìm kiếm ở đâu. Khi đọc các ấn phẩm tài chính, có ba mục mà các nhà đầu tư muốn tìm thấy: 1) công ty/ngành nghề cụ thể, 2) chất xúc tác tiềm năng, 3) tìm hiểu giá trị. Công ty và các kiến thức liên quan đến ngành là đề cập đến việc phân tích sâu về các công ty mục tiêu và toàn bộ lĩnh vực mà ấn phẩm đó đề cập. Việc phát hiện ra chất xúc tác có thể đến từ rất nhiều mục; từ câu chuyện đánh dấu sự thay đổi trong ban lãnh đạo cho đến các bài báo giới thiệu bước đột phá về sản phẩm.

Các câu chuyện thông báo cho ta về các giao dịch và thường cho nhà đầu tư một cái nhìn sâu hơn về giá trị của một doanh nghiệp cụ thể. Những cố gắng đạt được cái nhìn sâu hơn về giá trị của các công ty từ góc nhìn hiểu biết bao gồm việc tìm kiếm sự kết hợp và giao dịch giữa các doanh nghiệp, thông tin về các công ty mua và bán có trong nhiều ấn phẩm tài chính. Việc tìm kiếm các thông tin về giá trị như giá đặt, thu nhập trên khách hàng, đơn vị trên hộ gia đình, mức sử dụng trong một ngày sẽ giúp nhà đầu tư định giá công ty bằng cách sử dụng các thông tin giao dịch như là điểm tham chiếu.

Nhà đầu tư có thể chọn lựa rất nhiều các ấn phẩm để giúp họ tìm kiếm giá trị. Các ấn phẩm này từ trên mạng cho đến dạng bản in rất khác nhau về kiểu báo cáo, mức độ tập trung và chi phí đăng ký. Một số ấn phẩm tập trung nhiều hơn vào việc báo cáo các sự kiện diễn ra trong ngày, trong khi một số khác lại tập trung vào việc phân tích tin tức và các sự kiện sẽ diễn ra trong tương lai.

Một nhà đầu tư chuyên nghiệp phải sử dụng nhiều nguồn và dịch vụ khác nhau, kết hợp càng nhiều nguồn càng tốt. Các nhà đầu tư riêng lẻ thì có ít lựa chọn hơn vì chi phí đăng ký thuê bao đắt, khả năng tiếp cận với các dịch vụ là hạn chế. Một số

ấn phẩm tốt nhất mà cả nhà đầu tư cá nhân và nhà đầu tư chuyên nghiệp có thể tiếp cận được là: báo chí: *The Wall Street, Journal, Barron's, Investor's Business Daily*, và các tạp chí như: *Business Week, Fortune*, và *Forbes*. Các nhà đầu tư là khác nhau nên không có một cách thức phù hợp nào để đọc các ấn phẩm tài chính nêu trên.

Tìm kiếm giá trị trên tờ The Wall Street Journal. Có ba mục trong tờ báo này liên quan đến kinh doanh: Mục thứ nhất, Thị trường, và phần Tiền tệ và Đầu tư. Phần thứ nhất bao gồm các câu chuyện hay nhất trong ngày liên quan đến các chủ đề như kinh doanh, chính trị. Cách viết ở mục này cho phép người đọc xem qua các câu chuyện chính trong ngày và không có các mục mang tính chuyên sâu. Mục Thị trường nhấn mạnh vào sự phát triển của thị trường. Mục kinh doanh là mục cuối cùng - Tiền tệ và Đầu tư. Mục này phân tích và giải thích các chủ đề liên quan đến đầu tư. Mục này bao gồm rất nhiều đơn vị đầu tư như: chứng khoán, quỹ, tiền tệ, trái phiếu..

Lướt qua tờ *The Wall Street Journal* ta sẽ thấy như sau: Trước tiên, ta sẽ xem qua mục: "Có gì mới - What's News" trên trang nhất. Nhà đầu tư có thể tìm thấy các chất xúc tác và góc nhìn định giá ở đây. Nếu một câu chuyện nói về lãi suất dựa trên đặc điểm giá trị, thì nhà đầu tư có thể đọc hết cả bài.

Tiếp theo nhà đầu tư sẽ giờ đến mục "Index to Businesses" nếu họ muốn quan tâm đến một công ty cụ thể nào thì sẽ đọc mục này. Đọc lướt qua mục này để tìm kiếm ý tưởng phục vụ cho các mục đích khác nhau. Thông thường, nhà đầu tư thường bỏ ý tưởng của mình lên giá nếu họ không có một lý do cụ thể mua một công ty trong tình hình hiện tại. Danh sách chỉ số doanh nghiệp này sẽ là nơi bắt đầu cho nhiều nhà đầu tư, giúp họ để ý các công ty mà họ đang quan tâm.

Sau khi đọc lướt qua mục chỉ số, nhà đầu tư sẽ đến một mục có tên là "Ai là người mới - Who's News". Mục này sẽ viết về những thay đổi nhân sự mới tại một số công ty hàng đầu.

Các nhà đầu tư đều nhận biết được rằng sự thay đổi lãnh đạo sẽ là tín hiệu báo hiệu sự thay đổi về việc định giá doanh nghiệp. Có thể triển vọng tốt nhất lại nằm ở các công ty có biên độ lợi nhuận thấp kinh doanh trong lĩnh vực có biên độ lợi nhuận cao.

Sau đó nhà đầu tư có thể giờ đến phần “Stock Market Data Bank”. Trong mục này, nhà đầu tư có thể xem qua giá cổ phiếu lên hay xuống so với ngày hôm trước, tìm kiếm các công ty có mức xuống giá 25% hoặc nhiều hơn, tìm kiếm các công ty hoạt động trong cùng một lĩnh vực. Ví dụ, khi giá hạ trong một khu vực, họ thường giới thiệu những cơ hội tốt nhất để tìm giá trị. Việc giảm giá khu vực thường do các nguyên nhân tạm thời như là Cục Dự trữ Liên bang tăng lãi suất, thu nhập kém là do các lãnh đạo ngành. Thị trường thường phản ứng thái quá và tạo ra nhiều cơ hội cho các nhà đầu tư dài hạn, những người có khả năng phát hiện ra những công ty tốt nhất nhưng lại có định giá ngành rẻ nhất. Thách thức ở đây là việc phải tránh những bẫy giá trị như được nêu trong Chương 7. Nhà đầu tư cũng có thể nhìn vào quá trình hoạt động của một số ngành cụ thể để đánh giá cơ hội. Ví dụ, nếu một ngành giảm 20%, thì nó có thể thể hiện ra một khu vực hấp dẫn để bạn định giá cơ hội. Nhà đầu tư có thể xem qua mục “Abreast of Market/Small Stock Focus” để nhận biết được các hoạt động của thị trường hoặc tìm kiếm các công ty nhỏ hơn trong mục này.

Nhà đầu tư có thể tìm kiếm sâu hơn trong mục “Industry/Corporate Focus”. Trong mục này *The Wall Street Journal* sẽ đưa ra cái nhìn chi tiết về một ngành hoặc một công ty để đưa ra các vấn đề nóng bỏng nhất và viễn cảnh trong tương lai.

Đối với các nhà đầu tư cá nhân, đây là nơi lý tưởng để bắt đầu xây dựng kiến thức về một ngành hoặc một công ty cụ thể. Trong khi các nhà đầu tư chuyên nghiệp thường tổ chức thăm và gặp gỡ ban lãnh đạo của công ty, thì nhà đầu tư cá nhân có thể nghiên cứu thông qua mục này. Nhà đầu tư có thể đọc phần

“Marketing and Media” để có được cái nhìn sâu, quan tâm nhiều hơn về các câu chuyện giật gân. Lưu lại các bài báo quan tâm từ hai mục này, cất giữ vào trong ngăn chuyên biệt, đây là thói quen của các nhà đầu tư chuyên nghiệp. Do vậy các nhà đầu tư cá nhân nên làm theo.

Cuối cùng, với thông tin trong các trang báo này, nhà đầu tư có thể thu được quan điểm về nền kinh tế. Điều này rất có ích trong việc có được những cái nhìn nhanh hơn về các chất xúc tác bên ngoài.

Tìm kiếm giá trị tại Barron's. Barron's có thể là một ấn phẩm đáng đọc nhất trong cộng đồng các nhà đầu tư giá trị. Thứ bảy hàng tuần, cộng đồng các nhà đầu tư lại đến với nhau để nhận được những thông tin, những phân tích mới nhất trên thị trường. Rõ ràng, các trang báo của Barron's tràn ngập ý tưởng thú vị, những quan điểm mới, và những phân tích có thể đưa ra những giá trị giấu kín và những cơ hội mới. Tuy nhiên, chìa khóa cho các nhà đầu tư là khả năng chọn lọc trong một núi các thông tin nhận được.

Đọc qua các trang của tờ Barron's phát hành vào sáng thứ bảy sẽ là thời điểm tuyệt vời đối với nhiều nhà đầu tư. Tuy nhiên, các nhà đầu tư tiếp cận tờ báo này theo các hướng khác nhau. Một số người đọc từng trang một, trong khi một số người khác lại chỉ đọc trang và các mục mà mình quan tâm. Tiếp theo sau là một số mục mà các nhà đầu tư sử dụng chuyên mục này để tìm kiếm cơ hội đầu tư. Các nhà đầu tư thường tìm kiếm mục đầu tiên là “Up&Down Wall Street”. Mục này sẽ bao gồm quan điểm thú vị về thị trường chung và về một đến hai ý tưởng đầu tư.

Mục quỹ tương hỗ của trang là nơi mà mọi người đọc để biết thêm thông tin của tuần. Barron's thường giới thiệu về tiểu sử một nhà đầu tư nổi tiếng trong mục này. Tại mục này, các nhà đầu tư vừa biết được các ý tưởng hay vừa nắm được bí quyết thành công của nhà đầu tư được giới thiệu. Mục này sẽ thực sự

có ích nếu nó giới thiệu một nhà quản lý mà được nhiều người đọc nghĩ tới và thật may, đó chính là điều mà mục này hay làm. Lưu giữ các ý tưởng trong chuyên mục này sẽ là cách thức tốt để đảm bảo có được nhiều ý tưởng trong một năm.

Tiếp theo là mục rất đáng quan tâm là Hồ sơ 13D. Tại đây *Barron's* cho đăng danh sách các công ty có Hồ sơ 13D. Hồ sơ này sẽ nêu mong muốn không giữ giá trị cổ đông trong một công ty cụ thể hoặc đơn giản chỉ muốn tăng hoặc giảm cổ phiếu của nhà đầu tư.

Mục này thường sẽ dự báo chất xúc tác trong tương lai dưới dạng những thay đổi đội ngũ quản lý hoặc những kế hoạch tái cơ cấu trong tương lai. Mục "Research Reports" cũng trình bày nhiều đến các cơ hội đầu tư tiềm năng. Trong khi nhiều nhà đầu tư tận dụng rất ít những đề xuất của các chuyên gia tại Wall Street về mệnh giá, trang mục này rất đáng để đọc các giả định của các nhà phân tích về việc có mua hay không mua cổ phiếu của một công ty. Trên cùng một trang, bạn đọc sẽ thấy mục "Insider Transaction" trong đó cung cấp cho người đọc hồ sơ của quan chức hoặc vị giám đốc đang rất quan tâm đến việc mua hoặc bán cổ phiếu của công ty họ. Do vậy các nhà đầu tư cũng quan tâm đến mục này để xem xét các giao dịch quan trọng bởi vì nó sẽ báo hiệu những thay đổi về tầm nhìn của ban lãnh đạo về công ty đó.

Tiếp theo, các nhà đầu tư sẽ chuyển sang mục "Winner and Losers", "Charting the Market" và "Market Laboratory" của tờ báo. Ba mục này gộp lại sẽ cho người đọc kiến thức về những nơi có giá trị tiềm năng bằng cách nhà đầu tư sẽ ghi lại những ngành được bán quá nhiều hoặc người đọc có thể thấy được cái nhìn sâu hơn tại sao các hoạt động đó phải xảy ra. Cuối cùng *Barron's* đưa ra danh sách các công ty trong chỉ số công cộng, mà trong đó nhà đầu tư sẽ tìm thấy nhiều giá trị để khai phá.

Phát hiện những mục tiêu tiềm năng: Tờ Investor's

Business Daily. Tờ *Investor's Business Daily* đã được đọc rộng rãi trong rất nhiều năm và đã trở thành một công cụ cho những ý tưởng mới. Bên cạnh tin tức ngày, tờ báo này còn cung cấp biểu đồ và bảng phân loại các công ty đang làm ăn phát đạt nhất. Danh sách này có khoảng 10.000 công ty. Do đặc điểm độc đáo này, tờ báo này không chỉ là tờ báo đơn thuần mà còn là một công cụ.

Giống như các ấn phẩm tài chính khác, bạn đọc sẽ có nhiều cách khác nhau tận dụng tờ báo này. Rất nhiều nhà đầu tư sau khi lướt qua các câu chuyện trên trang nhất, sẽ giở thẳng đến bảng "Where The Big Money's Flowing" trong đó có nêu các công ty có giá cổ phiếu rớt thảm hại hoặc khối lượng cổ phiếu giao dịch nhiều. Đây thường là nơi một số nhà tìm kiếm giá trị thỏa thuận. Các mục khác của tờ báo như "The Big Picture" và "Industry Group" có thể giúp người đầu tư hiểu thêm về các khu vực mà thị trường bỏ quên. Mục "52-week Highs and Lows" có thể là nơi tốt nhất để tìm kiếm giá trị. Nhiều nhà đầu tư sử dụng các bản trong mục này để phân tích thêm, tách biệt các lĩnh vực cụ thể và nghiên cứu các phần của nền kinh tế.

Mục "New America" miêu tả các công ty có viễn cảnh sáng nhất. Trong khi nhiều công ty mới rất đắt, việc tìm hiểu về chúng hoặc các ngành liên quan có thể đưa ra cách thức phát triển của ngành kinh tế đó. Có hai lực lượng được nêu trong Chương 2 là rủi ro những người mới nhập và sản phẩm thay thế. Trong mục này có thể tiết lộ những rủi ro trong tương lai mà một số lĩnh vực ổn định hoặc những ngành đang phát triển rất nhanh sẽ gặp phải. Người đọc có thể có được sự quan sát tương tự khi đọc các mục như "Stocks in the News" "Internet&Technology" và "Follow the Leaders".

Phát hiện ra mục tiêu tiềm năng trong các tạp chí như BusinessWeek, Fortune, Forbes, và Value Line. Nhiều nhà đầu tư đọc từ trang cuối đến trang đầu của tạp chí

BusinessWeek và hai tờ là *Fortune* và *Forbes* cũng tương tự như vậy. Ví dụ khi đọc từ trang cuối lên trang đầu tờ *BusinessWeek*, người đọc sẽ nhìn qua danh sách các công ty trong mục "Index of Companies". Tiếp sau là mục "Business Week Investor Figures of the Week" trong đó có nêu ra các biện pháp thực hiện quan trọng của thị trường trong tuần vừa rồi. Đó là một loạt các bài viết chuyên ngành cho các nhà đầu tư gọi là *BusinessWeek Investor*. Các bài báo này thường phân tích hoạt động của các công ty và hoạt động của giám đốc điều hành. Nhiều nhà đầu tư sẽ tìm thấy mục yêu thích trong tờ báo này. Các mục trong tờ báo này do các nhà biên tập và cộng tác viên nổi tiếng viết- Robert Barker và Gene Marcial của tờ *BusinessWeek*, và Andy Serwer và Herg Greenberg của tờ *Fortune*. Các tờ báo khác phải kể đến *The New York Times*, *The Financial Times*, *Bloomberg Magazine*.

LÀM CHỦ VIỆC LỌC THÔNG TIN TRÊN MÁY TÍNH: SĂN LÙNG CÁC LOẠI CỔ PHIẾU GIÁ HẤP DẪN VÀ SAU ĐÓ TÌM KIẾM GIÁ TRỊ

Đọc qua các ấn phẩm về tài chính có thể là một việc khó khăn. Rõ ràng việc đọc mọi tờ báo là rất có ích khi tìm kiếm giá trị nhưng gần như không thể tìm kiếm giá trị theo cách này. Giả sử mỗi nhà đầu tư cá nhân cũng như các nhà đầu tư chuyên nghiệp có công việc khác phải thực hiện ngoài việc đọc các ấn phẩm nêu trên.

Máy tính là một cách sử dụng cơ sở dữ liệu để lưu giữ các loại cổ phiếu đang được quan tâm và được cập nhật thường xuyên để thỏa mãn một loạt các tiêu chuẩn số liệu. Mục đích là sẽ chọn ra được những cổ phiếu của các công ty mà có đặc điểm cụ thể. Ví dụ, ai đó muốn có được danh sách các công ty trong lĩnh vực y tế mà đang được giao dịch ở mức giá thấp hơn thu nhập 15 lần và có tỉ lệ nợ trên vốn dưới 40% và tỉ số giữa giá trị doanh nghiệp trên luồng tiền mặt kinh doanh ít hơn 6 lần. Máy tính có thể tạo ra danh sách các công ty có các thông

số như ý muốn. Có một vài trang web cung cấp dịch vụ lọc thông tin như trên.

Với sự hiện đại của công nghệ và tỉ lệ các hộ gia đình sử dụng máy tính tăng như hiện nay, các nhà đầu tư cá nhân sẽ có rất nhiều nguồn tương tự như một giám đốc tài chính để tiếp nhận thông tin. Ngày nay, bất kỳ nhà đầu tư cá nhân nào đều có thể dễ dàng lấy được rất nhiều thông tin, bao gồm thông tin về bất kỳ công ty nào được giao dịch ngoài thị trường. Quan trọng hơn, quy trình lọc thông tin trước kia chỉ giám đốc tiền tệ mới thực hiện được thì ngay bây giờ có thể thực hiện dễ dàng chỉ bằng một cú nhấp chuột. Có nhiều trang web cung cấp các chương trình lọc miễn phí.

Truy cập vào các địa chỉ trên là rất tốt nhưng nó sẽ rất nguy hiểm đối với những ai không có khả năng điều khiển số liệu và diễn giải ý nghĩa của các con số. Tuy nhiên, các chương trình lọc mà do một ai đó làm thì lại có rất ít giá trị, và nhà đầu tư nhận biết được điều đó. Không may, có rất nhiều người không biết và họ có thể mua cổ phiếu của một công ty nhưng lại dựa vào tiêu chí của người khác. Việc này có thể chuyển thành một việc không tốt phụ thuộc vào môi trường được đưa ra. Có thể tiêu chí lọc có tác dụng rất tốt với Benjamin Graham song lại không có hiệu quả với bạn ngày hôm nay. Thậm chí nếu một ai đó được đưa cho danh sách các công ty đầu tư mới hiện đại và ưu đãi có sử dụng tiêu chí của các nhà đầu tư nổi tiếng thì người đó sẽ không được đảm bảo thành công như những người sử dụng bình thường, thành công chỉ đến với những người hiểu được đầy đủ lý do cơ bản đằng sau các thông số lọc của nhà đầu tư và phương pháp làm hợp lý hóa các thông số trên. Do vậy bạn mới có thể tìm thấy giá trị thực, việc biết và hiểu được các tiêu chí tìm kiếm trong tất cả quá trình lọc thậm chí từ các nhà đầu tư nổi tiếng là rất quan trọng. Việc mua mù quáng và thiếu hiểu biết điểm yếu của quá trình lọc sẽ dẫn đến những thảm họa về mặt tài chính.

Nhà đầu tư sử dụng khung và bắt đầu quá trình lọc. Tính thống nhất là quan trọng nhất. Graham và Buffett rất thống nhất trong các tiêu chí của họ Buffett cũng tương tự như cách họ tiếp cận đầu tư- một tiêu chí có thể trở nên kỹ thuật hơn các tiêu chí khác.

Có rất nhiều biến số mà nhà đầu tư có thể chọn từ loại chứng khoán lọc. Dưới đây là danh sách các tiêu chí được sử dụng phổ biến nhất:

- Hệ số thu nhập trên cổ phần
- Biên độ kinh doanh
- Mức tăng trưởng luồng tiền mặt tự do
- Giá so với thu nhập
- Giá bán
- Giá trên sổ sách
- Đặc tính cổ tức
- Tăng trưởng thu nhập
- Thực hiện giá cổ phiếu
- Giá trị doanh nghiệp so với luồng tiền mặt
- Giá trị thị trường của vốn

Tạo ra quá trình lọc là một nghệ thuật, không phải là một bộ môn khoa học. Tất cả nhà đầu tư sẽ có kích thước khác nhau trong màn hình của họ. Ví dụ một số nhà đầu tư lại thích các công ty có tỉ lệ đảm bảo trả lãi đặc biệt hoặc bội số giữa giá và thu nhập đặc biệt. Các số liệu thực có thể là nhân tố phá hủy nếu chúng không được sử dụng chính xác và trong một môi trường phù hợp. Do vậy cách tốt nhất là không sử dụng các con số chắc chắn. Trong bản kế hoạch dưới đây chỉ đưa ra một vài con số cụ thể.

Lọc ý tưởng: Bản kế hoạch

Doanh nghiệp tốt: Tìm các doanh nghiệp có mức ROEs cao, thu nhập có chất lượng và phát triển, luồng tiền mặt tự do, lợi thế cạnh tranh ổn định, đội ngũ quản lý xuất sắc.

Giá rẻ: Phụ thuộc vào ngành, tìm kiếm các công ty có tỉ số giữa giá và thu nhập nhỏ hơn 15, tỉ số giá/thu nhập nhỏ hơn 1,5, ở hoặc gần việc định giá thị trường tư nhân và giảm ít nhất 40% so với giá hợp lý.

Giá trị đạt được: Tìm kiếm các công ty bán ra 50% hoặc nhiều hơn trên 52 tuần tại thị trường số lượng nhiều, và bán ra 60% và thị trường phụ; các công ty có tính chu kỳ, công ty đầu ngành trong lĩnh vực hàng hóa và ngành công nghệ thấp.

Xúc tác: Tìm các công ty có biên độ cực thấp trong ngành công nghiệp lãi cao, các công ty đang được giao dịch gần hoặc dưới giá thực tiền mặt trên bảng cân đối kế toán và các công ty đang được giao dịch dưới giá trị tài sản ròng hoặc dưới giá trị thị trường tư nhân.

Biên độ an toàn: Tìm kiếm các công ty có bảng cân đối kế toán sạch, không có hoặc có ít nợ so với các công ty khác trong ngành, giá trị tài sản hữu hình trên sổ sách, và công ty đang được giao dịch gần giá bán ra hoặc giá trị thanh lý.

XÂY DỰNG DANH MỤC VỐN ĐẦU TƯ CỦA BẠN

Một trong những cách hiệu quả nhất mà các nhà đầu tư tiềm năng khai thác khả năng đầu tư của mình, đó là tập trung nhiều nỗ lực vào một số lượng nhỏ các công ty trong danh sách vốn đầu tư. Một số trong nhóm các nhà đầu tư thì quan tâm tới danh sách vốn đầu tư đã được tập trung theo cách "đầu tư trọng tâm". Mục tiêu đặt ra là tập trung vào một vài công ty đã được nghiên cứu kỹ lưỡng, có nhiều cơ hội lớn để có thể tạo ra siêu lợi nhuận. Đây chính là tiền đề vì lợi nhuận của danh sách vốn đầu tư được tập trung thì thường không tương ứng với thị trường chung. Những công ty này chính là những công ty điển hình mà các nhà đầu tư nắm rõ nhất và đặt niềm tin lớn nhất vào đó.

Nguồn gốc của việc đầu tư trọng tâm chính là sự tin tưởng

của các nhà đầu tư tiềm năng vào những cơ hội tốt không thể bỏ qua. Bởi vậy, các nhà đầu tư này tin một điều rằng họ nên chờ đợi một công ty đạt tiêu chuẩn, vào đúng thời điểm và với giá cả hợp lý. Các nhà đầu tư cần phải thật kiên nhẫn và chờ đợi sự đầu tư hoàn hảo đó. Một trong những yếu tố đầu tiên rất cần thiết cho các nhà đầu tư - những người mong muốn đầu tư theo cách tập trung đó là phải tự chuẩn bị cho mình một cách hết sức nhạy bén và linh hoạt đối với tình trạng không ổn định trước những hoạt động về danh sách vốn đầu tư như vậy. Các nhà đầu tư tiềm năng đang có chiến lược về danh sách vốn đầu tư trọng tâm cần phải có sự tin tưởng tuyệt đối vào khả năng của mình để đánh giá giá trị của công việc kinh doanh, do những dao động thường xuyên và không ngừng của giá cổ phiếu, và việc đưa danh sách vốn đầu tư vào hoạt động cũng sẽ giúp cho các nhà đầu tư tự tin hơn khi đưa ra phỏng đoán tiếp theo trong những quyết định của họ. Bởi vậy, kết quả là các nhà đầu tư thường nhìn nhận sự mất ổn định đó theo các cách khác nhau.

Trong khi hầu hết các nhà đầu tư đều né tránh sự thiếu ổn định đó thì các nhà đầu tư tiềm năng có đầu óc tính toán lại xem sự thiếu ổn định đó như một cơ hội. Họ mua khi giá phù hợp, bán khi giá sàn nhích lên, và bỏ qua khi có sự dao động về giá cả. Việc đầu tư trọng tâm là một chiến lược về danh sách vốn đầu tư rất tốt, tuy nhiên nhiều việc đầu tư trọng tâm lại không được tập trung chú ý đến, vì các nhà đầu tư nhận thấy rằng rất khó để khiến việc đầu tư này trở nên phù hợp với mức độ thiếu ổn định như mong muốn trong việc thực hiện danh sách vốn đầu tư.

Trong một danh sách vốn đầu tư được tập trung, sự thiếu ổn định thường cao hơn do sự di chuyển cổ phiếu của chúng khoán cá nhân lại gây nhiều tác động hơn đối với số lượng cổ phiếu hữu hạn có trong danh sách vốn đầu tư thông thường. Một số nhà đầu tư thì tranh luận rằng mức độ nguy hiểm này lại có thể khơi nguồn cho việc gạt hái những khoản lợi. Những

nhà đầu tư phản đối cách đầu tư trọng tâm thì hụt hẫng trước những lý lẽ của họ vì sự thiếu ổn định không hoàn toàn là một mối nguy hiểm. Những gì đem lại cho các nhà đầu tư sự thuận lợi trong việc thực hiện chiến lược danh sách vốn đầu tư này chính là những khoản lợi đầu tư trọng tâm mà họ có được thông qua việc mua các doanh nghiệp bằng cách “lựa chọn” các cổ phiếu một cách dễ dàng. Cổ phiếu lên và xuống ở những mức rất khác nhau. Đó là những gì họ làm. Thách thức đối với các nhà đầu tư là nhận biết được trong suốt thời gian lên và xuống của cổ phiếu thì họ nên bán ra và mua lại khi nào. Câu trả lời không nằm ở quan điểm của thị trường chung mà nằm ở nền kinh tế của mỗi doanh nghiệp tư nhân.

Không có sự khác biệt nào khi mua toàn bộ một công ty. Trên thực tế, điều này chính xác là các nhà đầu tư tiềm năng sẽ linh hoạt việc sở hữu cổ phiếu như thế nào – khi kinh doanh các công ty trong một mô hình chứng khoán. Điều này mở ra một viễn cảnh cho các nhà đầu tư tiềm năng biết được họ kiểm soát những gì và làm thế nào để phản ứng lại với việc thay đổi thường xuyên của giá cổ phiếu. Buffett đã nói một cách rõ ràng nhất rằng: “Nghệ thuật để đầu tư vào các công ty công cộng một cách thành công thì hơi khác biệt so với nghệ thuật giành được các chi nhánh (của các công ty). Trong mỗi trường hợp, bạn chỉ đơn giản là muốn đạt được một doanh nghiệp với nền tảng kinh tế tuyệt vời, với mức giá hợp lý và khả năng quản lý trung thực. Và sau đó, bạn chỉ cần phải kiểm soát xem liệu những chất lượng đó có được duy trì hay không.”

Sự thành công của danh sách vốn đầu tư trọng điểm phụ thuộc rất lớn vào khả năng của nhà đầu tư trong việc xác định và đánh giá giá trị của các cơ sở kinh doanh. Thật may mắn có một danh sách vốn đầu tư tập trung, đặt lợi nhuận lên trên hết mà các nhà đầu tư tiềm năng làm một cách tốt nhất – đó là xác định các cơ sở kinh doanh có giá trị và mua các cơ sở đó với một mức giá tốt nhất. Tuy nhiên, một cơ sở kinh doanh có giá trị với mức giá hấp dẫn là rất hiếm và khó tìm.

Một số người thực hiện đầu tư trọng tâm đã mô tả chiến lược của họ với một số lượng các công ty rất khác nhau. Thông thường các nhà đầu tư tư nhân tiềm năng có từ 5 đến 10 công ty trong danh sách vốn đầu tư trong khi đó các nhóm đầu tư hoặc các nhà đầu tư tiềm năng chuyên nghiệp lại có thể sở hữu 15 công ty hoặc hơn nữa.

Có nhiều lý do giải thích tại sao tập trung vào một số công ty lại có ý nghĩa đến thế. Lý do đầu tiên gắn liền với chất lượng nghiên cứu. Có trong tay số công ty ít hơn, nhà đầu tư có thể đạt được mức hiểu biết cụ thể về công ty mà các nhà đầu tư tiềm năng yêu cầu đối với mỗi hoạt động đầu tư. Trong khi rất nhiều nhà đầu tư có niềm tin mãnh liệt vào sự đa dạng hoá danh sách vốn đầu tư thì một số học viên đã nhận ra rằng có một số lượng cổ phiếu hữu hạn sẽ đem lại các kết quả tương tự. Kết quả nghiên cứu được tiến hành tại trường Đại học Kinh doanh Chicago đã được trình bày để chứng minh rằng danh sách vốn đầu tư ngang bằng mức trung bình tại nước Mỹ, nắm giữ khoảng 130 cổ phiếu là quá nhiều. Để kiểm tra lý thuyết này, các nhà nghiên cứu đã “rút ra từ một loạt các công ty đã được lên danh sách để xây dựng một danh sách đầu tư vốn được xếp theo kích cỡ từ 1 đến 500. Họ khám phá ra rằng chúng khoán bổ sung đã giảm bớt những nguy hại đối với danh sách vốn đầu tư, nhưng những thuận lợi này lại nhanh chóng tiêu tan khi nắm giữ lượng cổ phiếu vượt quá 16” cổ phiếu trong danh sách vốn đầu tư.⁽³⁾ Nghiên cứu khác đã chỉ ra rằng một cổ phiếu có thể đạt mức đa dạng hoá là 85%, đây cũng chính là mức mà hầu hết các nhà đầu tư trong danh sách vốn đầu tư với 15 công ty thường yêu cầu, và mức đa dạng hoá đó chỉ có thể tăng tới mức 95 phần trăm trong danh sách vốn đầu tư với 30 công ty. Xem xét mặt hạn chế về trí lực khi nắm trong tay một số lượng công ty rất lớn và những nghiên cứu mang tính lý thuyết hỗ trợ cho danh sách vốn đầu tư trọng tâm, thì lý do hỗ trợ cuối cùng cho các danh sách vốn đầu tư trọng tâm này chính là một bằng chứng thực tế của sự thành công. Đối với việc này, chúng tôi

không cần nhìn vượt quá tầm Oracle của Omaha. Warren Buffett tin rằng mức đa dạng hoá chỉ có ý nghĩa đối với các nhà đầu tư thiếu nhận thức và hiểu biết mà thôi.

Một danh sách vốn đầu tư được đa dạng hoá sẽ giúp tránh được sự thiếu hiểu biết. Buffett cũng đưa ra gợi ý rằng các nhà đầu tư nên tập trung vào từ 5 đến 10 hoạt động đầu tư trong danh sách vốn đầu tư của họ. Và đến cuối giai đoạn thì các nhà đầu tư này cần đưa ra quyết định của riêng mình về số lượng công ty mà họ có trong các danh sách vốn đầu tư của mình. Quan trọng hơn, các nhà đầu tư phải cân nhắc mục tiêu đầu tư, thời hạn và độ sai lệch trong hoạt động đầu tư của mình đối với những tổn thất tài chính đưa ra cho mức thiếu ổn định đã được dự tính.

Những mặt tích cực và tiêu cực trong đầu tư trọng tâm là rất phổ biến và đã được nghiên cứu kỹ trong khối các nhà đầu tư. Tuy nhiên vẫn có sai lệch trong nhận thức về hoạt động đầu tư trọng tâm này là: Nếu bạn có một danh sách vốn đầu tư tập trung, thì bạn không được đa dạng hoá. Đầu tư vào nhiều ngành khác nhau, nhiều loại hình đầu tư hoặc cả hai hình thức này đều có thể đa dạng hoá các danh sách vốn đầu tư trọng tâm. Ví dụ, một nhà đầu tư tiềm năng có thể sở hữu 7 công ty với các ngành khác nhau từ công đoạn đóng gói đến máy móc thiết bị. Các nhà đầu tư có thể có trong tay một công ty chịu trách nhiệm về cơ sở hạ tầng, một vài công ty về ngành chuyển đổi, và một vài công ty về công nghệ cao. Sự pha trộn một cách hợp lý các ngành và các loại hình đầu tư chính là chìa khoá để tăng thêm cơ hội cho các nhà đầu tư trong việc tạo ra hoạt động tương ứng. Buffett đã xếp loại danh sách vốn đầu tư tập trung của mình từ lớn đến nhỏ. Năm 1999, khi Buffett bán đấu giá chiếc ví của mình với giá một cổ phiếu thì ông đã đề cử một công ty bất động sản.

Những người phản đối lại hoạt động đầu tư trọng tâm tin vào việc mức đa dạng hoá sẽ hạn chế sự mất ổn định và đảm bảo an toàn cho các nhà đầu tư thì lại tranh luận cho rằng nếu

một công ty thể hiện sự kém cỏi so với những công ty khác trong một danh sách vốn đầu tư được đa dạng hoá một cách rất rõ ràng sẽ giúp giảm bớt đi những tác động. Điều này lý giải tại sao phần lớn các nhà quản lý tài chính chuyên nghiệp lại tiến hành thực hiện theo chỉ số thị trường. Những suy nghĩ như vậy chỉ đem lại mức tầm thường, trong đó việc xác định và mua các công ty lớn lại không được nhấn mạnh mà chỉ nhấn mạnh vào những dự đoán triền miên. Điều này tạo nên cơ sở rằng cứ một người mua khoảng 100 cổ phiếu trong danh sách vốn đầu tư thì họ chắc chắn sẽ là một trong số ít những người giành thắng lợi.

Thu được những khoản lãi nhỏ thường không phải là mục tiêu của một danh sách vốn đầu tư quản lý năng động cũng không phải là mục tiêu của các nhà đầu tư tư nhân. Tuy nhiên có những cách ít tốn kém hơn mà vẫn có thể thu được những lợi nhuận như vậy, ví dụ như thông qua việc sử dụng quỹ chỉ số giá thấp. Các nhà đầu tư thường phải đối mặt với nhiều khó khăn có những danh sách vốn đầu tư tương đương với những danh sách vốn đầu tư có trong quỹ chỉ số. Một danh sách vốn đầu tư trọng tâm thường hướng tới sự phát triển tối đa, trong khi đó một danh sách vốn đầu tư được đa dạng hoá lại tập trung hướng tới việc duy trì vốn.

Một bước tiến cụ thể mà các nhà đầu tư không chuyên nghiệp nên tiến hành trong việc xây dựng danh sách vốn đầu tư cho riêng họ là như sau:

- Chuẩn bị một cách nhạy cảm và linh hoạt trước sự mất ổn định trong quá trình hoạt động.
- Sử dụng 5 điều then chốt của khung giá trị với kỷ luật cao.
- Sở hữu từ 10 đến 20 doanh nghiệp nhưng tốt nhất là 15 doanh nghiệp tốt với mức giá tiêu chuẩn phù hợp.
- Phân bổ một cách sáng suốt và đúng đắn - đầu tư nhiều hơn vào các công ty mà bạn thích.

Chú thích:

- (1) Berkshire Hathaway, Inc., 1994 Báo cáo hàng năm 1994, trang 21.
- (2) Cunningham, L. *Tiểu luận của Warren Buffett: Bài học cho Châu Mỹ* (New York: Xem xét bộ luật Cardozo , năm 2001, trang 91.
- (3) *Tài chính cá nhân Bloomberg* " Làm nhiều hơn với ít", tháng 3 năm 1998. Professors Lawrence Fisher và James Lorie hướng dẫn nghiên cứu.
- (4) Hagstrom, R., *The Warren Buffett Portfolio* (New York: John Wiley & Sons, năm 1994, trang 191).
- (5) Hagstrom, R., *The Warren Buffett Portfolio* (New York: John Wiley & Sons, năm 1994, trang 191).
- (6) Hagstrom, R., *The Warren Buffett Portfolio* (New York: John Wiley & Sons, năm 1994, trang 9).

PHỤ LỤC A

CÁC CÔNG CỤ TIẾP CẬN KINH DOANH

Nói chung, các tỉ lệ có tác dụng nhất khi chúng được sử dụng trong các hoàn cảnh riêng cũng như liên quan đến nhóm người cùng nhóm tuổi của một công ty.

Công cụ	Công thức	Điều đó nói lên điều gì?
Tỉ số về khả năng thu	Tiền thu / các khoản phải thu	Điều này chỉ rõ quan hệ giữa mức thu được và các khoản phải thu cho một giao dịch.
Chỉ số thử tính thanh khoản (còn gọi là thử a-xít)	(Tiền mặt + các khoản tiền mặt tương đương + các khoản phải thu) / tài sản nợ lưu động	Sử dụng như đối với tỉ lệ vốn lưu động, không phụ thuộc vào hàng tồn kho. Việc kiểm tra này rất ít được thực hiện.
Tỷ lệ tài sản so nợ dài hạn	Tổng tài sản / nợ dài hạn	Tỉ lệ này cho biết tính an toàn của nợ, dựa trên giá trị tài sản của một công ty. Mức độ an toàn sẽ tăng khi tỉ lệ này tăng.
Số vòng quay tổng vốn	Doanh thu / tổng tài sản	Ước tính hiệu quả việc công ty sử dụng vốn. Nếu vốn đó được sử dụng hiệu quả, công ty đó sẽ có tỉ lệ số vòng quay toàn bộ vốn tăng.
Tỉ lệ chi phí lãi vay trung bình	(Chi phí lãi vay – các khoản phải trả) / các khoản phải trả	Đây là sự ước tính về mức phí công ty phải trả cho các khoản vay.

Công cụ	Công thức	Điều đó nói lên điều gì?
Thời hạn bán hàng trung bình	$365 \text{ ngày} / \text{thu nhập hàng tồn kho}$	Là thời gian cần thiết, tính theo ngày, để bán hàng tồn kho.
Trị giá sổ sách trên mỗi cổ phiếu	Vốn cổ phần của các cổ đông / các cổ phiếu hiện hành	So sánh giá trị ghi sổ công ty có thể xác định các cơ hội bị định giá thấp.
Luồng tiền so với tài sản	Luồng tiền từ các hoạt động kinh doanh / tổng tài sản	Đây là công cụ chủ yếu nhất. Các xu hướng cổ điển của tỉ lệ này là tín hiệu cho biết liệu công ty này có đang mắc phải những khó khăn về tài chính hay không.
Doanh thu tiền mặt	Doanh số / lượng tiền mặt	Cho chúng ta biết tính hiệu quả của việc dùng tiền để mang lại doanh thu. Một tỉ lệ cao cho ta thấy việc sử dụng tiền này là có hiệu quả.
Số ngày thu lại các khoản phải thu	$\text{Các khoản phải thu} / (\text{doanh số} / 365)$	Công thức này giúp ta tính toán được số ngày cần thiết để thu hồi các hoá đơn vẫn đang nợ.
Tỉ lệ thanh khoản	Tài sản lưu động / nợ hiện tại	Đánh giá khả năng thanh toán của một công ty.
Ngày tính doanh số phải thu	$\text{Các khoản phải thu} / (\text{doanh thu hàng năm} / 360)$	Tính tổng số ngày công ty bỏ ra để thực hiện các khoản nợ khó đòi. Công thức này có thể được tính toán theo quý hay 90 ngày làm mẫu số và một doanh số bán hàng theo quý.
Tỷ lệ nợ trên tài sản	Tổng nợ / tổng tài sản	Điều này cho thấy tài sản của công ty được tăng như thế nào. Một tỉ lệ trên 1 cho biết phần lớn tài sản đều thu được từ các khoản nợ.

Công cụ	Công thức	Điều đó nói lên điều gì?
Tỷ lệ nợ trên vốn cổ đông	(Nợ ngắn hạn + nợ dài hạn) / vốn cổ đông	Đánh giá mối quan hệ giữa phần tài sản được tài trợ bởi các khoản nợ với phần được tài trợ bởi chủ doanh nghiệp.
Tỷ lệ chia cổ phần	Cổ tức trên mỗi cổ phiếu / thu nhập đối với mỗi cổ phiếu	Đo mức độ an toàn và mạnh của cổ phiếu của công ty đó. Tỷ lệ này thấp cho thấy sự an toàn cao.
Lợi nhuận trên cổ phiếu thường	Lãi ròng / các cổ phiếu hiện hành	Tiền lãi được chia cho từng cổ phần, là lợi nhuận thuần của mỗi cổ phiếu phổ thông. Chỉ số này có thể được dùng để so sánh các công ty trong các lĩnh vực khác nhau.
Lợi tức cổ phiếu so với giá	Lợi tức trên mỗi cổ phiếu phổ thông / giá thị trường cho mỗi cổ phiếu	Đây là phần thu lại dựa trên lãi tiền mặt do chứng khoán mang lại. Nó có thể được sử dụng để đo độ an toàn nếu lãi tiền mặt an toàn. Một tỷ lệ không bình thường có thể ám chỉ rằng cổ phiếu của công ty đó đang bị định giá thấp hay ban quản lý có thể cắt giảm mức cổ tức.
Lãi gộp	Tổng lợi nhuận / doanh số	Giúp xác minh được mức giá bán dựa trên các chi phí đã dùng.
Tỷ lệ đảm bảo lợi nhuận	Thu nhập từ các hoạt động / chi phí lãi vay	Nó cho biết công ty đó phải trả bao nhiêu tiền lãi. Nếu một công ty hoạt động tốt, tỷ lệ này phải đạt mức trên 1.
Tỷ số lượng hàng tồn kho	Giá vốn hàng bán / hàng tồn kho trung bình trong suốt giai đoạn	Thời gian một công ty phải sử dụng để bán hàng tồn kho trong năm. Nếu doanh số thấp sẽ là tín hiệu không tốt bởi điều đó có nghĩa là hàng hóa đã bị tồn kho quá lâu.
Lãi biên ròng	Lãi ròng / doanh thu	Phần trăm doanh thu trên lãi ròng.
Tỷ lệ luồng tiền hoạt động	Luồng tiền từ các hoạt động / nợ hiện tại	Khả năng công ty có thể trả nợ nhờ dùng luồng tiền từ các hoạt động kinh doanh.
Lãi biên	Thu nhập từ hoạt động / doanh thu	Một tỷ lệ tốt sẽ cho thấy khả năng kinh doanh tốt của công ty. Nó cũng cho biết liệu một công ty có thể thu lợi hay không.

Công cụ	Công thức	Điều đó nói lên điều gì?
Thu nhập trên toàn bộ tài sản	Thu nhập ròng / tổng tài sản	Phương pháp xác định khả năng sinh lợi để cho thấy hiệu quả sử dụng vốn của một đơn vị là lãi chia cho tổng tài sản bình quân.
Thu nhập trên vốn chủ sở hữu	Thu nhập ròng / vốn của các cổ đông	Là phương pháp xác định khả năng sinh lợi liên quan đến số tiền kiếm được của một đơn vị từ đầu tư của chủ sở hữu vào công việc kinh doanh.
Doanh thu trên tài sản cố định	Doanh thu / tài sản cố định	Tỉ lệ này có thể ước tính khả năng thu lợi ít hay nhiều của công ty.
Tỉ lệ mức thu từ lãi vay so với chi phí	Thu nhập trước khi trả lãi suất và thuế thu nhập / chi phí cho lãi vay	Mức độ tốt xấu công ty có thể dựa trên việc trả các phí lãi vay.
Vốn lưu động	Tài sản lưu động / nợ hiện tại	Đây là phương pháp để xác định mức linh động của công ty. Nó là khả năng trả nợ của công ty dựa trên tài sản hiện tại. Tỉ lệ này càng cao thì tính linh động của công ty càng cao.
Vốn lưu động so với doanh thu	Vốn lưu động / doanh thu	Nó giúp các nhà đầu tư xác định số vốn lưu động cần thiết cho đầu tư.

PHỤ LỤC B

CÁC PHÂN TÍCH PHỔ WALL - LỜI KHUYÊN CỦA NHÀ PHÂN TÍCH⁽¹⁾

CÁC PHÂN TÍCH NGHIÊN CỨU về các công ty được công bố rộng rãi và đưa ra các nhận định về việc mua và bán các loại cổ phiếu của các công ty này. Hầu hết các công ty đều đặc trưng cho một ngành trong nền kinh tế. Các công ty có ảnh hưởng rộng rãi đối với tình hình thị trường hiện nay. Các phân tích và đánh giá này có thể ảnh hưởng tới giá cổ phiếu của các công ty – đặc biệt khi các đánh giá này được công bố rộng rãi trên phương tiện đại chúng. Các nhận định về một công ty bởi một nhà phân tích có tiếng có thể tạm thời làm tăng hoặc giảm giá cổ phiếu của công ty đó, thậm chí có khi không có gì thay đổi trong tương lai và các nguyên tắc cơ bản của công ty đó.

Các nhà phân tích thường dùng các thuật ngữ khác nhau – mua, mua mạnh, sự tích lũy ngắn hạn hay dài hạn, trung lập hay

(1) Ủy ban giao dịch và chứng khoán: "Phân tích các lời khuyến cáo của các nhà phân tích" <http://www.sec.gov/investor/pubs/analysts.htm>

giữ... để mô tả các nhận định của họ. Nhưng họ ít khi thúc giục các nhà đầu tư trực tiếp bán ra các cổ phiếu họ đang giữ. Một nghiên cứu chỉ ra rằng trong năm 2000, ít hơn 1% các nhận định của nhà môi giới là “bán” hay “bán chạy”. Kết quả là nhiều chuyên gia phiên dịch từ “nắm giữ” thành “bán”.

Trong khi các nhà phân tích cung cấp lượng thông tin rất quan trọng cho thị trường hiện nay, các nhà đầu tư lại hiểu là các xung đột có thể xảy ra về lãi suất mà các nhà phân tích có thể phải đối mặt. Ví dụ một vài nhà phân tích làm việc cho các công ty mà họ cam kết tài trợ hoặc sở hữu chứng khoán của các công ty mà các nhà phân tích kiểm soát. Bản thân các nhà phân tích đôi khi sở hữu cổ phiếu của các công ty mà họ kiểm soát – cả trực tiếp và gián tiếp, như thông qua cổ phiếu của các nhân viên mà tại đó họ và các đồng nghiệp của họ tham gia.

Nói chung, các nhà đầu tư không nên chỉ phụ thuộc vào nhận định của một nhà phân tích khi quyết định mua, giữ hay bán cổ phiếu. Thay vào đó, họ cũng nên tự mình làm các bài nghiên cứu như đọc tài liệu về tương lai của các công ty mới hoặc các công ty đã tồn tại, các báo cáo hàng quý hoặc hàng năm với SEC – để xác nhận liệu một hoạt động đầu tư có phù hợp hay không so với tình hình tài chính của họ. Điều cảnh báo này bàn luận đến các xung đột về lãi suất có thể xảy ra mà các nhà phân tích phải đối mặt và đưa ra các hướng dẫn cho việc nghiên cứu các khoản đầu tư.

AI PHÂN TÍCH VÀ HỌ LÀM VIỆC CHO AI

Các nhà phân tích đã từng đóng một vai trò rất quan trọng, thúc đẩy tính hiệu quả của thị trường bằng cách đưa ra các thực tế và cung cấp sự am hiểu thấu đáo có giá trị về các công ty cũng như xu hướng phát triển của các ngành. Nói chung họ thuộc một trong ba nhóm sau:

Đứng về phía bán

Các nhà phân tích này làm việc cho các nhà môi giới, các nhà buôn cổ phiếu và đưa ra nhận định về các loại chứng khoán mà họ đang giữ. Nhiều người trong số các nhà phân tích này làm việc cho các doanh nghiệp chuyên môn rất có tiếng, chuyên cung cấp các dịch vụ đầu tư ngân hàng cho khách hàng doanh nghiệp – bao gồm các công ty mà các nhà đầu tư nắm giữ cổ phiếu.

Đứng về phía mua

Họ làm việc cho nhà quản lý của các tổ chức tài chính như các quỹ tương hỗ, quỹ đầu tư, hoặc các nhà chuyên tư vấn đầu tư – những người chuyên buôn cổ phiếu bằng tài khoản của riêng họ. Họ khuyên các nhân viên nên bán, giữ, mua hay đợi để mua các cổ phiếu tiềm năng.

Các nhà phân tích độc lập

Các nhà phân tích này không liên kết với các công ty mà họ nắm giữ cổ phiếu. Họ thường bán các báo cáo về nghiên cứu của họ. Một số công ty đã dùng các hoạt động đầu tư vào ngân hàng giờ đây quảng bá họ là ít phụ thuộc hơn các công ty đa dịch vụ, nhấn mạnh đến sự thiếu xung đột của lãi suất.

CÁC XUNG ĐỘT VỀ LÃI SUẤT CÓ THỂ XẢY RA

Nhiều nhà phân tích làm việc trong một môi trường có những xung đột về lãi suất và cạnh tranh khốc liệt. Một mặt, các doanh nghiệp đứng về bên mua muốn các khách hàng đầu tư thành công bởi sự hài lòng của các nhà đầu tư lâu dài là chìa khóa mang lại thành công và danh tiếng cho doanh nghiệp. Một đội nghiên cứu giỏi sẽ mang lại dịch vụ quan trọng cho khách hàng. Cùng lúc, một vài nhân tố có thể tạo áp lực đối

với sự phụ thuộc cũng như tính khách quan của các nhà đầu tư. Việc tồn tại các nhân tố này không có nghĩa là các phân tích nghiên cứu có tính mâu thuẫn. Nhưng các nhà đầu tư nên cân nhắc trước khi đưa ra các quyết định đầu tư. Một vài trong số các nhân tố đó bao gồm:

QUAN HỆ ĐẦU TƯ NGÂN HÀNG

Khi công ty phát hành các loại cổ phiếu mới, họ thuê các nhà đầu tư ngân hàng tư vấn việc thực hiện giao dịch. Việc kí tên ở dưới các loại chứng khoán của công ty và cung cấp các dịch vụ đầu tư ngân hàng có thể mang lại nhiều tiền hơn cho các doanh nghiệp so với các doanh thu từ các hoạt động môi giới và báo cáo nghiên cứu. Quan hệ đầu tư ngân hàng có nghĩa là:

Công ty phân tích có thể bảo đảm các đề nghị

Nếu như vậy, các doanh nghiệp có lãi suất đáng kể - cả về tài chính lẫn uy tín - trong việc đảm bảo rằng đề nghị của họ là thành công. Các nhà phân tích thường là thành viên của nhóm đầu tư ngân hàng đối với các đề nghị ra công chúng - phục vụ sự nghiên cứu về các công ty, giúp hình thành các giao dịch. Các báo cáo nghiên cứu và các nhận định tích cực được đưa ra sau khi các đề nghị được hoàn tất có thể hỗ trợ các loại cổ phiếu mới phát hành bởi các khách hàng chuyên đầu tư ngân hàng.

1. Các công ty khách hàng thích báo cáo nghiên cứu hơn.

Một báo cáo nghiên cứu không thỏa đáng sẽ làm ảnh hưởng tới nỗ lực của doanh nghiệp trong việc khuyến khích sinh lợi, quan hệ đầu tư ngân hàng lâu dài. Ngược lại, nó có thể xa lánh các khách hàng hoặc các khách hàng tiềm năng và có thể khiến các công ty tìm kiếm cơ hội đầu tư ở một nơi khác.

2. Các báo cáo tích cực sẽ thu hút khách hàng.

Các công ty phải cạnh tranh với nhau trong việc cung cấp dịch vụ tư vấn ngân hàng. Các nhà phân tích uy tín có thể thuyết phục công ty thuê một công ty khác để bảo lãnh cho các

loại cổ phiếu. Một công ty có thể không có khả năng thuê một nhà bảo lãnh để bán cổ phiếu của họ nếu nhà phân tích của công ty đó có cái nhìn tiêu cực về cổ phiếu.

Chi phí môi giới

Các công ty môi giới thường không thu phí các báo cáo nghiên cứu của họ. Nhưng một báo cáo có vẻ tích cực sẽ giúp các doanh nghiệp kiếm tiền gián tiếp bằng cách tạo ra giao dịch mua bán các loại cổ phiếu bị khống chế. Điều này mang lại chi phí môi giới.

Trả công phân tích

Sự trả công cho việc môi giới của các công ty có thể tạo áp lực đối với các nhà phân tích để đưa ra các báo cáo nghiên cứu và các nhận định tích cực. Ví dụ, một vài doanh nghiệp gắn việc trả công với thưởng, trực tiếp hoặc gián tiếp, đối với một số các giao dịch ngân hàng hoặc đối với lợi nhuận phân chia của công ty. Các công ty khác có thể gắn việc bồi thường hoặc thưởng với giá trị giao dịch công ty làm với một điều khoản riêng biệt. Thực tế này có thể đem đến cho các nhà đầu tư một động lực để giúp đảm bảo rằng công ty tiếp tục mối quan hệ đầu tư ngân hàng với các doanh nghiệp môi giới.

Quyền lợi trong sở hữu trong công ty

Một nhà phân tích, các nhân viên và bản thân công ty đó có thể sở hữu các vị trí quan trọng trong các công ty mà một nhà phân tích kiểm soát. Các nhà phân tích cũng có thể tham gia vào việc mua bán cổ phiếu mà họ đầu tư vào. Trong xu hướng phát triển được biết đến như "đầu tư mạo hiểm", các doanh nghiệp và các nhà phân tích có thể kiếm được một chân trong việc khởi động bằng cách giảm giá hoặc cung cấp các loại cổ phiếu được niêm yết lần đầu IPO. Các hoạt động này cho phép các nhà phân tích thu lợi, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ việc sở hữu cổ phiếu ở các công ty mà họ kiểm soát. Một vài người

cho biết sở hữu số cổ phiếu mà các nhà phân tích đang sở hữu là một việc làm ngon lành. Một số khác cho biết ai đó sở hữu một cổ phiếu thường mong cổ phiếu đó sẽ đứng ở mức giá hợp lý. Hơn nữa, doanh nghiệp và các nhà phân tích thông qua nhân viên của họ mua cổ phiếu của các công ty mà họ đang làm hoặc có thể đi ngược lại các nhận định của riêng họ, bán cổ phiếu của một công ty thậm chí khi các nhà phân tích lặp lại một giao dịch mua hoặc việc phân loại khác và đưa ra các báo cáo tích cực về tương lai của công ty.

SỰ VẠCH TRẦN

Nguyên tắc của NASD và thị trường chứng khoán Mỹ yêu cầu các nhà phân tích trong một vài trường hợp phải vạch trần các cuộc xung đột sẽ xảy ra về lãi suất khi nhận định việc mua bán các loại chứng khoán cụ thể. Ví dụ, các nhà phân tích nói chung phải tiết lộ thực tế là họ hoặc các công ty môi giới họ làm việc cho các chủ thể tài chính thế nào trong các công ty mà cổ phiếu của họ được giới thiệu. Các nhà phân tích cũng phải tiết lộ khi các công ty của họ đã có quan hệ ngân hàng với các công ty đó từ 3 năm trước. Vì các nhà đầu tư ít khi công khai các thông tin này trong các cuộc phỏng vấn với giới báo chí nên bạn nên hiểu là không phải không có sự tiết lộ nghĩa là không có xung đột. Việc tiết lộ các xung đột lãi suất thường xuất hiện ở cuối trang hoặc mặt sau trong các bài báo cáo phân tích bằng văn bản. Nếu bạn tìm thấy một trong số những lời tiết lộ này, thì quan trọng là phải hiểu chúng có nghĩa như thế nào.

Một sự từ chối có nghĩa là... “Công ty và/hoặc các công ty con rất và các nhân viên đã có hoặc có thể có vị thế dài hay ngắn hay giữ các cổ phiếu, có quyền đối với các cổ phiếu hoặc các hoạt động đầu tư khác của những người phát hành.”

...cũng có thể có nghĩa là “trong khi tôi đang giới thiệu bạn mua ABC, Inc.”...

- a. Tôi sở hữu cổ phiếu công ty ABC.
- b. Đồng nghiệp của tôi sở hữu cổ phiếu công ty ABC.
- c. Một cổ phiếu của nhân viên mua bán mà trong đó tôi có góp vốn chung, sở hữu công ty ABC.
- d. Công ty nơi tôi làm việc tại đó sở hữu cổ phiếu công ty ABC.
- e. Các thực thể liên quan đến công ty tôi làm việc cho sở hữu cổ phiếu công ty ABC.
- f. Tôi, đồng nghiệp, hoặc công ty của tôi có vị thế ngắn hạn trong công ty ABC.
- g. Sự kết hợp các yếu tố trên.
- h. Tất cả các trường hợp trên.

Một sự từ chối có nghĩa là... “Công ty có thể có, trong vòng 3 năm qua, được phục vụ trên tư cách là nhà quản lý của một đề nghị công khai hoặc mua bán các loại cổ phiếu của bất kỳ các công ty hay tất cả các công ty được đưa ra.”

- a. Liệu có đang hoạt động hiện tại như một nhà bảo lãnh của các đề nghị công khai của các chứng khoán được giới thiệu.
- b. Đã phục vụ trong vòng 3 năm qua như nhà dẫn đầu hoặc quản lý bảo lãnh của các đề nghị được công khai đối với cổ phiếu của các công ty được giới thiệu.
- c. Có quan hệ đầu tư ngân hàng đối với công ty phát hành các loại cổ phiếu được giới thiệu.
- d. Tạo ra lợi nhuận khi các nhà đầu tư mua hoặc bán cổ phiếu của các công ty được giới thiệu vì công ty của các nhà phân tích là người tạo ra thị trường ảo đối với các loại cổ phiếu này.
- e. Sự kết hợp các yếu tố trên.
- f. Tất cả các trường hợp trên.

Thực tế là một nhà phân tích – hoặc công ty của một nhà phân tích có thể có xung đột về lãi suất không có nghĩa là các lời giới thiệu đưa ra là không hoàn thiện hoặc không đúng. Nhưng thực tế là bạn nên biết và nên cân nhắc trong việc tiếp cận liệu những lời giới thiệu đó có phải là khôn ngoan không.

Sẽ tùy vào bạn để giáo dục chính mình để đảm bảo rằng

bất kì các khoản đầu tư nào bạn lựa chọn có thể mang lại lợi nhuận hoặc bị thua lỗ. Nhớ rằng các nhà phân tích nói chung không có chức năng như các nhà tư vấn tài chính của bạn khi họ đưa ra những lời đề xuất – họ không cung cấp những lời khuyên về đầu tư cho từng cá nhân, và họ không coi bạn là một trường hợp ngoại lệ.

CÁC XUNG ĐỘT ẨN

Thật khó cho các nhà đầu tư để biết chắc là liệu các xung đột có tồn tại hay không. Nhưng có những bước bạn có thể xem và xác định.

XÁC ĐỊNH NGƯỜI BẢO LÃNH

Trước khi mua, bạn hãy xác nhận liệu công ty của nhà phân tích có tài trợ các đề xuất về cổ phiếu của một công ty bằng cách nhìn vào tương lai của công ty đó. Bạn sẽ tìm thấy một loạt các nhà tư vấn bảo lãnh. Bằng sự thỏa thuận ngầm, tên của những người này sẽ xuất hiện trước và tên của những nhà đồng quản lý sẽ được liệt kê sau đó theo thứ tự trong bảng chữ cái. Các công ty khác liên quan đến các giao dịch này sẽ được liệt kê trong “Kê bảo lãnh” hoặc “Dự kiến phân phối” của sự bổ sung cuối cùng đối với triển vọng công ty. Bạn có thể tham khảo các thủ tục đăng kí tại trang web: www.sec.gov/edgar.shtml. Sự bổ sung cuối cùng sẽ xuất hiện ở EDGAR như việc điền vào 424.

NGHIÊN CỨU LÃI SUẤT CỦA CHỦ SỞ HỮU

Biên bản đăng kí và báo cáo hàng năm của một công ty trên mẫu 10-K sẽ cho bạn biết ai là chủ sở hữu lợi nhuận nhiều hơn 5% của chứng khoán. Biên bản báo cáo sẽ cho bạn biết về doanh số riêng của cổ phiếu công ty trong 3 năm qua. Nhưng khi không có cả hai văn bản trên thì sẽ khó hơn cho công ty

để xác nhận sự phụ thuộc liệu một nhà phân tích, doanh nghiệp, hoặc các nhân viên của công ty sở hữu một cổ phiếu của công ty. Điều đó là vì luật của cổ phiếu liên bang nói chung không yêu cầu các nhà đầu tư phải báo cáo về sự sở hữu của họ trong bất kỳ công ty nào – trừ khi nhà đầu tư là một nhân viên, giám đốc, hay chủ sở hữu với trên 5%. Trong các trường hợp này, bạn có thể biết chắc chắn phần trăm sở hữu bằng cách kiểm tra các mẫu SEC sau:

Mục 13D-13G – Bất cứ ai yêu cầu mức sở hữu cao hơn 5% đều phải điền vào mục 13D. Mục 13G là bản dịch khác của 13D mà luôn có sẵn cho việc sử dụng một danh mục có hạn của những “người” như các ngân hàng, môi giới chứng khoán, hoặc các công ty bảo lãnh.

Mục 3,4,5 – Các nhân viên, giám đốc, chủ sở hữu lợi nhuận trên 10% phải báo cáo việc nắm giữ và bất cứ các thay đổi nào trong việc nắm giữ đó – đối với SEC vào mục 3,4,5.

Mục 144 – Nếu một nhà phân tích hoặc một công ty nắm giữ các cổ phiếu có hạn từ công ty – có nghĩa là những cái được đăng kí trong doanh số riêng từ các nhà phát hành hoặc các công ty con của nó – sau đó các nhà đầu tư có thể tìm ra liệu các nhà phân tích hoặc các công ty gần đây có bán cổ phiếu bằng việc nghiên cứu mục 144.

Chấp nhận sự trân trọng đối với các cổ phiếu của một nhà phát hành nước ngoài, những người điền phải gửi mục 13D và 13G bằng cách sử dụng hệ thống EDGAR của SEC. Trong khi SEC không yêu cầu mẫu 3,4,5 hay 144 phải gửi bằng điện tử thì một vài người điền khác lại lựa chọn cách đó. Nếu bạn không thể tìm mẫu trên EDGAR, hãy liên lạc với văn phòng của SEC tại (202) 942-8090 hoặc e-mail publicinfo@sec.gov. Bạn có thể kiểm tra mục “Quotes” trên web của Nasdaq Stock Market tại: <http://www.sec.gov/cgi-bin/goodbye.cgi?quotes.nasdaq.com>.

NHỮNG BÍ MẬT ĐƯỢC TIẾT LỘ CỦA VIỆC KHÔNG ĐƯỢC RÚT VỐN ĐẦU TƯ RA

Nếu một nhà đầu tư hay công ty thu được lãi chủ sở hữu thông qua việc đầu tư mạo hiểm, các cổ phiếu nói chung sẽ dễ bị nghiền lại trong suốt và sau các đề nghị ban đầu của người phát hành. Các hợp đồng này cấm nhân viên trong công ty bao gồm cả nhân viên, bạn bè và gia đình của họ không được bán các cổ phiếu của họ trong một giai đoạn không có sự cho phép của các nhà bảo lãnh.

Sau khi giai đoạn này kết thúc, công ty hay nhà phân tích có thể bán cổ phiếu. Nếu bạn đang cân nhắc việc đầu tư vào một công ty mà đã được giới thiệu ra công chúng, bạn sẽ kiểm tra liệu một hợp đồng này có hiệu lực và khi nào thì hết hạn. Đây là thông tin quan trọng vì giá cổ phiếu của một công ty có thể bị ảnh hưởng bởi tương lai của các cổ phiếu sẽ được bán ra thị trường. Đây cũng là một con số bạn có thể cân nhắc khi báo cáo nghiên cứu được đưa ra chỉ trước khi giai đoạn của việc không rút được vốn đầu tư ra hết hạn.

Để tìm ra liệu một công ty có hợp đồng không rút được vốn đầu tư ra hay không, phải kiểm tra sự “bảo lãnh” hoặc “kế hoạch phân phối”. Bởi đó là nơi công ty phải tiết lộ thông tin đó. Bạn có thể liên lạc với phòng quan hệ các cổ đông của công ty để hỏi hoặc sử dụng cơ sở dữ liệu EDGAR của SEC nếu công ty đã điền vào giấy cáo bạch. Đối với các công ty không điền vào EDGAR, bạn có thể liên lạc với văn phòng tại (202) 942-8090, hoặc bằng email tới publicinfo@sec.gov. Cũng có những trang web bạn có thể sử dụng miễn phí nếu hợp đồng không rút được vốn đầu tư ra của công ty đã hết hạn. SEC không tiết lộ những trang web này và không thuyết trình về bất cứ các thông tin hay dịch vụ nào trên các trang web này.

BẠN LÀM GÌ ĐỂ BẢO VỆ CHÍNH MINH?

Các nhà đầu tư được khuyên nên làm các bài tập trước khi

đầu tư. Nếu bạn chỉ buôn bán các loại cổ phiếu trước khi các nhà phân tích nói rằng công ty là một trong những công ty hàng đầu. Đặc biệt nếu đó là công ty bạn chưa biết thì phải dành thời gian tìm hiểu.

- Nghiên cứu báo cáo tài chính của công ty sử dụng cơ sở dữ liệu EDGAR của SEC tại <http://www.sec.gov/edgar.shtml>, hoặc gọi đến công ty yêu cầu copy. Nếu bạn không thể tự phân tích được, hãy nhờ chuyên gia giúp đỡ.

- Tìm ra một giai đoạn không rút được vốn đầu tư ra chuẩn bị hết hạn. Trong khi điều đó có thể không ảnh hưởng tới quyết định mua bán của bạn, nó có thể giúp bạn có được những phân tích của các nhà đầu tư.

- Xác nhận liệu công ty của nhà phân tích có thể đảm bảo về việc cung ứng một trong số những cổ phiếu gần đây không – đặc biệt là cổ phiếu lần đầu được niêm yết IPO.

- Hãy tìm hiểu về công ty đó bằng cách đọc các báo cáo, các cơ sở dữ liệu, và sách vở liên quan. Thư viện địa phương của bạn có thể có những nguồn thông tin này.

- Nói chuyện với các nhà môi giới hoặc các nhà tư vấn tài chính và hỏi các câu hỏi về công ty cũng như tương lai của công ty. Nhưng phải nhớ là nếu công ty của nhà môi giới phát hành một báo cáo tích cực về tình hình công ty, nhà môi giới sẽ gặp khó khăn trong việc phản biện. Hãy chắc chắn hỏi nhà môi giới liệu một khoản đầu tư có phù hợp với tình hình tài chính của bạn hay không.

Trên tất cả, hãy nhớ là cho dù có những đề xuất từ những nhà phân tích lỗi lạc nhất thì có thể cũng không phù hợp với bạn. Đó là lí do tại sao chúng ta khuyến cáo các nhà đầu tư chỉ dựa vào các đánh giá của họ khi quyết định mua bán cổ phiếu. Trước khi hành động, hãy tự chất vấn mình xem việc đầu tư đó có phù hợp hay không và liệu có thể chịu đựng được rủi ro hay không. Hãy biết mình đang mua gì, bán gì và tại sao.



PHỤ LỤC C

NHỮNG NHƯỢC ĐIỂM CHỦ YẾU CỦA CHỈ TIÊU “LÃI TRƯỚC THUẾ, LÃI VAY, CÁC KHOẢN GIẢM TRỪ VÀ KHẤU HAO” (EBITDA)

Phần phụ lục này là một đoạn trích trong báo cáo tháng 6 năm 2000 của Moody's có tiêu đề “Đặt EBITDA trong ngữ cảnh”⁽¹⁾. Tất cả những tài liệu dưới đây được viết quảng cáo bởi Dịch vụ nhà đầu tư của Moody, và được đăng tại đây với sự cho phép của Moody's.

EBITDA bỏ qua những sự biến động trong vốn lưu động và đánh giá cao sự hoạt động của luồng tiền mặt trong thời kỳ của sự tăng trưởng vốn lưu động.

Dòng tiền- Vốn lưu động ảnh hưởng tới luồng tiền mặt: EBITDA không thể hiện lượng tiền thực thu được trong từng thời gian, vì chỉ tiêu này không xét tới sự thay đổi cơ bản trong

(1) Stumpp, P., Marshella, T., Rowan, M., Mc Creary, R., Coppola, M. “Đặt EBITDA trong viễn cảnh: Mười khuyết điểm chỉ trích của EBITDA như xác định công thức của dòng tiền” (New York: Dịch vụ nhà đầu tư của Moody, tháng 6 năm 2000).

vốn lưu động mà vốn lưu động lại được tính khi nhận được từ tiền mặt ròng từ các hoạt động kinh doanh. Một công ty có thể hoàn thành một chu kỳ kinh doanh có lãi (tổng doanh thu sổ sách kế toán và nguồn thu kinh doanh được công nhận) nhưng lại không có tiền mặt cho đến chu kỳ sau đó.

Lãi không phải là tiền mặt, mức lãi đơn thuần phản ánh sự khác biệt giữa doanh thu và chi phí, khoản này đang được tính theo hệ thống kế toán. Thêm vào đó, điều quan trọng là phải xem xét kỹ lưỡng những chính sách doanh thu được sử dụng, đặc biệt là đối với việc tăng cường vốn trong giai đoạn khởi sự kinh doanh.

Hơn nữa, công ty đang trong thời kỳ hoạt động ổn định mà có các khoản phải thu tăng cùng với việc doanh số bán ra cũng tăng rất nhanh thì lúc này có thể có một khoảng cách giữa lượng tiền mặt và mức lãi (tức là lãi có nhưng tiền mặt thì chưa thu được vì có thể đã bán chịu cho khách hàng_ ND). Tương tự như vậy, khi tăng cường việc trả trước như là một điều kiện bắt buộc trả trước trong kinh doanh tín chấp, thì cũng có thể tạo ra khoảng cách giữa tiền mặt công ty có so với khoản chi phí ghi trong báo cáo của công ty trong một kỳ báo cáo nhất định.

EBITDA có thể là một chỉ tiêu làm đánh giá sai lạc về tính thanh khoản của công ty.

Sự phân tích về tính thanh khoản là sự phân tích động. Một sự phân tích tính linh hoạt về tài chính cần được cân nhắc để đưa thêm nhiều yếu tố vào chỉ tiêu tổng luồng tiền mặt vào và ra. Tuy nhiên, EBITDA lại cho chúng ta một sự hiểu biết hạn chế để đánh giá tính thanh khoản. EBITDA và các chỉ số khác về luồng tiền như là những nguồn tiền mặt từ hoạt động cho chúng ta hiểu một cơ cấu đơn giản trong một khoảng thời gian xác định. Các chỉ tiêu đó không cung cấp thông tin định tính về những nguồn và việc sử dụng tiền mặt của một công ty, không đề cập tới khả năng thanh khoản hay thế mạnh của công ty về việc thanh toán bằng tiền mặt.

Để cập đến tính thanh khoản, Moody's xem xét các đòi hỏi tiềm ẩn có thể dễ xảy ra nhất đối với người phát hành và so sánh các khiếu nại này với tất cả các nguồn tiền mặt trong thời gian tới. Sự phân tích bắt nguồn từ một đánh giá quan trọng về những nguồn của người phát hành (bên trong và bên ngoài) và việc sử dụng tiền mặt. Sau đó phân tích một loạt những tình huống đặc biệt thích hợp và đánh giá khả năng của công ty để đáp ứng cả hai: tiền cần thiết cho việc kinh doanh và nợ phải trả dưới bất cứ hoàn cảnh nào.

EBITDA không có khả năng xét đến những yếu tố sau đây mà những yếu tố này quan trọng trong việc đánh giá một khả năng thanh toán bằng tiền mặt của người phát hành:

Đòi hỏi thanh toán tiền mặt tiềm ẩn nhất, bao gồm những khoản nợ trực tiếp như khoản phải trả ngẫu nhiên

Mức độ đáng tin cậy của người phát hành

Thế mạnh và sự ổn định của dòng tiền mặt

Mức độ cần thiết của các khoản chi và các khoản vốn đã được phê chuẩn

Mức quỹ cần để hỗ trợ vốn lưu động

Mức ảnh hưởng (tổn thương) do đánh giá thị trường vốn thấp

Khả năng thanh khoản của tài sản của người phát hành

Thế mạnh của năng lực thanh khoản của một công ty

Tính thanh khoản tức là đề cập đến tiền mặt. EBITDA không xét được khả năng trả nợ của một công ty bằng tiền lãi. Một công ty có thể có một bản báo cáo tốt hợp nhất EBITDA nhưng không phải là tiền để trả lãi vay. Tiền mặt có thể có do được tài trợ không hạn chế vốn thuộc quyền sở hữu từ công ty khác và thêm nữa có thể tái đầu tư, hay tiền mặt có thể dưới dạng vốn thuộc quyền sở hữu của nước ngoài và sự thu lại thuế trên cổ tức. Những yếu tố này, lần lượt, có thể trì hoãn thời gian và giảm số lượng tiền mặt thu được.

Phân tích khả năng trả nợ của công ty bằng tiền kiếm được cũng phải xét tầm quan trọng của yếu tố mùa vụ và yếu tố khác về thời gian. Một hệ số khả năng trả lãi cao là ít có giá trị nếu, ví dụ, lãi suất đến hạn vào tháng 6 trong khi đến tận tháng 12 mà vẫn chưa xác định được lãi. Thêm nữa, sự phân tích nguồn tiền và việc sử dụng tiền cũng rất quan trọng. Một vấn đề nữa cũng rất quan trọng là phải chú ý tới sự tương ứng về khả năng thanh toán của công ty để đáp ứng sự khác biệt về thời gian.

EBITDA không luôn luôn đồng nhất với biên lai tiền mặt.

Lấy ví dụ trường hợp một công ty dịch vụ viễn thông không dây vừa bán một khối tháp viễn thông cho một công ty dịch vụ độc lập ở mức thu nhập trên mức giá trị ghi sổ của tháp. Công ty dịch vụ không dây ký hợp đồng cho thuê với người mua của tòa tháp để tiếp tục bảo dưỡng thiết bị trong tòa tháp. Sau khi bán, có thể mong đợi EBITDA của công ty được giảm bởi số tiền thanh toán cho hợp đồng thuê.

Tuy nhiên, nhà cung cấp dịch vụ không dây, công ty mà nhận tiền mặt do việc bán khối tháp tại thời điểm bán và sử dụng lợi nhuận để trả lại nợ, tiếp theo kế toán hợp đồng bán, hợp đồng bị hoãn và trả dần tiền lãi trên việc bán hàng trên giới hạn hợp đồng cho thuê. Giao dịch được trông đợi không có ảnh hưởng gì đến EBITDA bởi vì sự trả dần của tiền lãi sẽ bù đắp chi phí của hợp đồng cho thuê. Tuy nhiên, trong ví dụ này, tiền mặt về công ty tại thời điểm bán hàng và EBITDA trong những thời gian sau bán hàng được đánh giá cao hơn luồng tiền mặt bởi số tiền lãi bị trì hoãn trả đã rõ.

EBITDA không xét đến số tiền cần cho tái đầu tư, đặc biệt đối với các công ty có tài sản có thể dùng lâu dài.

EBITDA là phương pháp đo lường tốt đối với các công ty có tài sản sử dụng lâu dài – nhưng sẽ không tốt cho công ty mà có

tài sản sử dụng ngắn hạn hoặc những công ty hoạt động trong các ngành yêu cầu nhiều thay đổi về kỹ thuật. Việc sử dụng EBITDA như một chỉ số nói lên khả năng trả nợ, ám chỉ rằng các quỹ được tạo ra bởi các khoản không phải tiền mặt như là khấu hao không cần thiết cho sự tái đầu tư đối với những khoản tiêu dùng vốn thông thường. Mặc dù chỉ tiêu này được hiểu là có thể thay thế cho chỉ tiêu tiền mặt nhưng sự giả định này có thể chỉ có hiệu lực nếu các hoạt động đầu tư vốn trong tương lai của công ty được tài trợ bởi sự cân bằng về tiền mặt hoặc từ các khoản lợi nhuận của các hoạt động tài chính hay bán tài sản.

Một công ty chỉ dựa vào nguồn tiền từ các hoạt động để cung cấp nguồn tài chính cho các khoản đầu tư, tuy nhiên lại có thể không có tiền để trả các khoản nợ. Trong tình huống này chỉ tiêu có thể lấy từ EBITDA. Thuật ngữ “duy trì CAPEX” thường được sử dụng như một chỉ số nói lên mức độ của các khoản tái đầu tư, nhưng thuật ngữ này không được áp dụng nhất quán và có thể ám chỉ một khoản đầu tư có giá trị nhỏ hơn khoản đầu tư dài hạn.

Hơn nữa, vì lạm phát, các khoản đầu tư yêu cầu nói chung sẽ lớn hơn về mặt tiền hiện tại nhưng cao hơn giá trị khấu hao, tuy nhiên điều này có thể làm giảm tính hiệu quả của các hoạt động kinh doanh.

Thêm vào đó, có những ví dụ cho thấy khấu hao tính trên sổ sách khác với sự khấu hao trong nền kinh tế. Trong những trường hợp này, các công ty phải tái đầu tư nhiều hơn các chi phí khấu hao để duy trì máy móc thiết bị. Điều này đặc biệt tương đương cho các lĩnh vực chuyên sâu về vốn mà các tài sản được mua ở mức giá cao. Trong những trường hợp này, các công ty sẽ tiếp tục phải tái đầu tư các mức độ cũ của khấu hao.

EBITDA không nói gì về chất lượng của các khoản lãi. Đôi khi, EBITDA nên phải hạn chế bởi EBIT.

EBITDA có lẽ được tiếp cận tốt nhất bằng cách giảm các

yếu tố cấu thành là khấu hao và sự giảm trừ để trở thành EBIT. Nói chung, phần trăm của EBIT trong EBITDA càng cao, khả năng di chuyển của luồng tiền càng tốt. Để EBITDA chứa giá trị khấu hao cao, cần phải đánh giá xem liệu các quỹ cung cấp bởi các chi phí không phải tiền mặt này thực sự luôn sẵn có cho các khoản nợ. Một công ty dựa vào khoản tiền mặt từ các hoạt động để đầu tư vốn, do đó khấu hao hoặc các khoản giảm trừ có thể không hoàn toàn có sẵn cho các khoản nợ.

EBITDA là một biện pháp không đầy đủ cho việc so sánh các nguồn vốn đóng góp từ các nguồn.

EBITDA thường được sử dụng như một phương tiện để so sánh giá của những khoản vốn do các công ty/nhà tài trợ tài chính đóng góp và được biết đến như là chỉ tiêu nói lên luồng tiền của một công ty. Mặc dù biện pháp này có thể được sử dụng như một thước đo đơn giản, quan trọng là phải nhớ rằng EBITDA không phải luôn phản ánh luồng tiền mặt. Hơn nữa, những người sử dụng hướng tiếp cận này nên nhận thức rằng EBITDA tạo ra mức giá ảo cho những góp vốn ở mức thấp hơn.

Ví dụ một bội số 6,5 lần EBITDA của một công ty mà EBITDA chứa 50% của EBITA và 50% các khoản giảm trừ đánh đồng một bội số cao hơn 13 lần của thu nhập cộng với khấu hao. Các ngành đều có sự biến động riêng về dòng tiền mặt, điều này gây khó khăn cho việc tiếp cận EBITDA khi không tính đến sự khác biệt của các ngành. Tuy nhiên, thậm chí chỉ trong phạm vi một ngành đơn lẻ, giá trị của việc sử dụng EBITDA bị giới hạn bởi thực tế là nó chỉ cung cấp một phần thông tin về công ty được yêu cầu.

Thậm chí EBITDA có thể phản ánh sự khác nhau về chất giữa hai công ty trong cùng một ngành. Ví dụ hai công ty có thể hoạt động trong cùng một lĩnh vực nhưng 1 công ty có thể có chi nhánh hoạt động trong một lĩnh vực khác với các yêu cầu đầu tư khác nhau. Hơn nữa, các bội số EBITDA khác nhau có

thể cho thấy ít thông tin như một sự nâng cấp đối với các thiết bị kỹ thuật và khả năng đồng hành để cung cấp dịch vụ mới.

Nói chung, EBITDA không đưa ra các thông tin chi tiết về các mặt sau:

Chất lượng EBITDA của một công ty được yêu cầu, bao gồm sự kết hợp giữa EBIT, khấu hao và khoản giảm trừ.

Phạm vi và bản chất các quy định của một công ty yêu cầu.

Tình trạng của vốn lưu động của một công ty tiêu tiền mặt.

Chất lượng tài sản của một công ty đòi hỏi, quản lý của công ty đó, thị trường mà công ty đó phục vụ hoặc viễn cảnh tăng trưởng của công ty đó.

Tăng “luồng tiền đi ra”, khi tăng vốn bằng vật chất.

Lịch sử và tính ổn định về thu nhập của một công ty đòi hỏi.

Hiệu quả của các chính sách kế toán khác nhau.

Quy mô của sự vận động dựa trên các đánh giá ngắn hạn đối với thu nhập, bao gồm sự cất bớt tạm thời trong hoạt động marketing và các chi phí hành chính khác.

EBITDA bỏ qua sự khác biệt về chất lượng của luồng tiền bắt nguồn từ các chính sách kế toán khác nhau – không phải tất cả khoản thu đều là tiền mặt.

Các chính sách kế toán khác nhau có thể có ảnh hưởng sâu sắc đối với EBITDA, khiến sự đo lường đó trở thành kém tin cậy khi so sánh đối với kết quả tài chính của công ty. Các chính sách kế toán có thể ảnh hưởng đến chất lượng của các khoản thu và EBITDA. Ảnh hưởng sâu sắc nhất đối với EBITDA, tuy nhiên, lại liên quan tới cách nhận biết doanh thu. Nói riêng, các chính sách kế toán mà làm tăng doanh thu - hoặc xác định mức doanh thu mà không có tiền mặt khiến EBITDA trở thành cơ sở không tốt cho việc so sánh với luồng tiền của các công ty.

Chính sách nhận thức về doanh thu bao gồm các giao dịch “đổi hàng - barter” được sử dụng chung bởi các công ty Internet.

Các khoản doanh thu được báo cáo dưới mức phần trăm thực hiện có thể dẫn đến khoảng cách giữa EBITDA và tiền mặt.

EBITDA không phải là chung cho các quy ước của kế toán.

EBITDA có thể khác nhau trong cùng một công ty phụ thuộc vào khả năng liệu nó có thể tính toán dựa trên Quy định được tính theo trị số trung bình của Mỹ (U.S.GAAP) hay GAAP được sử dụng ở nước ngoài. Chuẩn mực và luật pháp nước ngoài thường khác so với U.S GAAP xét về cách hiểu về mặt doanh thu, phương pháp luân chuyển các khoản chi phí, sự tín nhiệm, khấu hao thành vốn. Thậm chí sự khác nhau khiếm tốn nhất cũng có ý nghĩa khi các khoản nợ còn ít.

EBITDA đưa ra một sự bảo vệ có giới hạn khi được sử dụng trong các điều khoản thỏa ước.

EBITDA thường được sử dụng như một yếu tố trong các điều khoản thỏa ước hạn chế mức độ cho phép của các khoản nợ. Trong khi có nhiều sự khác biệt đối với sự kiểm nghiệm này, kết quả kiểm tra nợ dựa trên EBITDA được kết cấu theo 3 cách.

Các luồng tiền hợp nhất từ các khoản cố định.

Luồng tiền hợp nhất được định nghĩa như khoản thu nhập ròng cộng với các chi phí cho thuế, phí lãi, bao gồm các yếu tố lãi suất của các món thanh toán liên quan đến quy định về hợp đồng cho thuê vốn, cộng với khấu hao, và thanh toán dần cộng với chi phí bảo lãnh, và các chi phí cố định nói chung được định nghĩa như các chi phí thống nhất được trả.

Tỷ lệ gộp vào thống nhất.

Được định nghĩa như số lượng gộp của EBITDA thống nhất của một công ty và các chi nhánh bị hạn chế đối với 4 quý tài chính liên tục gần đây trước ngày quyết định, mà theo đó báo cáo tài chính của công ty luôn có sẵn, tới chi phí lãi suất cho 4 quý tài chính này.

Tỷ lệ lực đòn bẩy lớn nhất.

Xác định chiếu theo qui ước và khoản nợ của công ty và

các chi nhánh của công ty này trên nền tảng vững chắc, được phân chia bởi EBITDA qui ước hàng năm của công ty và các chi nhánh của công ty này.

EBITDA có thể diễn biến từ lĩnh vực thực tế.

Như những bằng chứng đã thể hiện, EBITDA có thể dễ dàng thao túng thị trường thông qua các chính sách kế toán cấp tiến liên quan tới chi phí và thu nhập, tài sản và các điều chỉnh giảm giá, các điều chỉnh quá mức trong việc thu được “EBITDA đã được điều chỉnh” và bằng việc bán tài sản vào một thời gian của một “cách làm thông thường”, từ đó ảnh hưởng tới kết quả hàng quý. Thêm vào đó, sử dụng EBITDA nên thận trọng các vấn đề dưới đây:

Cảnh giác với các tình huống trong đó các quyết định quản lý tạo ra các luồng tiền xuất hiện tinh vi hơn. Tổng thu nhập hoặc các chi phí cắt bớt tạo nên việc củng cố viễn cảnh bán hoặc giá của một công ty có thể thường được EBITDA ủng hộ, mặc dù trên nền tảng là không bền vững.

Các chi phí quảng cáo thấp có thể làm cho EBITDA của một kỳ ngắn dao động so với sự tăng lên trong dài hạn. Khoản nợ ngân hàng của Moody của một nhà máy sản xuất đơn lẻ cùng kết quả bán hàng của công ty bởi công ty mẹ từ đầu những năm 2000. Doanh thu bán hàng của công ty này là 366 triệu \$, và trong bản ghi chú, chúng tôi chú ý rằng chi phí marketing đã bị cắt 35% từ 126 triệu \$ xuống 82 triệu \$. Trong khi công ty báo cáo một khoản tiền EBITDA mạnh là 121 triệu\$ và không có số lỗ thường xuyên hoặc thị phần cho đến lúc đó. Con số thống kê về tiền vay lại khá nguy hiểm, không đủ chi cho việc thực hiện marketing theo mức trước đây. Ví như tiền thu có thể cần để ngăn chặn cạnh tranh và củng cố thị phần.

Các công ty với sự “âm ỉ” quá đáng về tiền lãi của mình nên gợi ý vài câu hỏi nghiêm túc như là liệu các khoản chi trả không thường xuyên có nên “bổ sung vào” để nói lên một chỉ số EBITDA bình thường không? Những chi trả này có thể là

triệu chứng của sự thu tiền luôn luôn chậm hoặc có thể đặt câu hỏi về khả năng sống còn.

Dòng tiền mặt chịu ảnh hưởng nặng nề do việc có thể đã không bán tài sản. Điều đó rất quan trọng để nhận biết giữa việc bán tài sản một lần như bán tài sản kênh cáp quang và việc bán định kỳ, như các máy nhắn tin tân trang hoặc bán các dụng cụ đã qua sử dụng được bán với các công ty dịch vụ cho thuê.

EBITDA không thực sự phù hợp trong việc phân tích của nhiều ngành vì nó bỏ qua các đặc tính riêng của từng ngành.

EBITDA là công cụ liên quan nhiều hơn tới các ngành cần nhiều vốn đầu tư, các loại tài sản có vòng đời dài. Ví dụ như các công ty thép vẫn có thể tồn tại mà không cần mở thêm các lò luyện thép mới. Nhưng EBITDA được rút ra từ những loại tài sản có vòng đời dài từ 20 năm trở lên để áp dụng cho những công ty mà tài sản có tuổi thọ ngắn hơn nhiều (3 – 5 năm) và do đó các công ty này cần liên tục tái đầu tư để duy trì cơ sở tài sản. EBITDA cũng mắc sai lầm trong việc nhận biết các thuộc tính riêng biệt của một số ngành sau:

- **Công nghiệp Cáp vô tuyến:** Các công ty Cáp cần phải tái đầu tư một số lượng lớn để tránh việc giảm giá trị tài sản theo thời gian, nhằm nâng cấp công nghệ, một lĩnh vực thay đổi không ngừng. Sự hao mòn tài sản là một chỉ tiêu tiếp diễn của dòng tiền và có thể xem như chỉ tiêu nợ.

- **Ngành dịch vụ mai táng:** Các công ty mai táng sử dụng EBITDA, nhưng đây không phải là sự miêu tả một cách chính xác dòng tiền và rất nhiều trong số các công ty này đã thể hiện một nhu cầu lớn về vốn lưu động. Các công ty mai táng cung cấp dịch vụ chôn cất và mai táng ngay khi phát sinh nhu cầu (khi qua đời) hoặc trước khi phát sinh nhu cầu (trước khi qua đời). Các chính sách kế toán tài chính giữa các công ty là khác nhau và bị ảnh hưởng bởi luật lệ nhà nước, do đó các khoản thu trước khi sử dụng dịch vụ phải được chuyển vào quỹ. Các khoản thu như việc đặt chỗ chôn cất, sử dụng dịch vụ mai táng,

quan tài cùng các chi phí phát sinh tại thời điểm ký kết hợp đồng. Điều này đã làm nảy sinh một số vấn đề:

1. Các dịch vụ cung cấp cho khách hàng chỉ thực sự diễn ra vào một ngày sau này và những chi phí kể trên có xu hướng bị thổi phồng lên.

2. Nhiều quốc gia yêu cầu các khoản thu từ những dịch vụ kể trên phải được chuyển vào quỹ tín thác.

3. Đối với các dịch vụ này, các công ty mai táng thường cung cấp chương trình trả tiền sau, thời gian có thể lên tới 84 tháng.

Vì thế, có một kẽ hở giữa vận dụng EBITDA và thanh toán tiền mặt. EBITDA còn mắc phải những sai lầm lớn hơn vì thực tế, có nhiều công ty huy động vốn trước và sau đó trừ dần vào các khoản chi cho quảng cáo và tìm hiểu thị trường, điều này trái với việc quy chúng là những khoản chi phát sinh vào thời điểm hiện tại.

- ***Ngành khai thác và sản xuất:*** Chất lượng, tuổi thọ và các mối quan hệ của EBITDA đối với sự lưu thông tiền tệ thay đổi khá nhiều đối với các công ty khai thác và sản xuất dầu mỏ. Khả năng duy trì mức độ tiêu chuẩn của EBITDA bị ảnh hưởng khi phải tính tới kinh phí sản xuất CAPEX, sự biến động của giá cả hàng hóa, các rủi ro trong sản xuất và trong việc khoan mỏ. Ngoài ra EBITDA cũng cần phải ước lượng được lượng hàng dự trữ và điều chỉnh lượng CAPEX cần thiết để duy trì sản xuất.

1. Mức độ CAPEX lớn và ổn định là cần thiết để thay thế sản phẩm tạo ra, được ưu tiên hàng đầu trong báo cáo EBITDA.

2. Các yếu tố tạo thành giá dầu và gas tự nhiên trong các báo cáo của EBITDA có nhiều sự khác nhau giữa các thời điểm báo cáo.

3. Tuổi thọ của các nguồn dự trữ giữa các công ty là khác nhau. Ở công ty này có thể là 5 năm, nhưng ở công ty khác có thể là 10 năm hoặc lâu hơn. Sự biến động lớn trong tỷ lệ tiền mặt, rủi ro trong quá trình khoan mỏ cũng như rủi ro trong việc

thanh khoản của những công ty có nguồn dự trữ ít là cao hơn rất nhiều so với những công ty có nguồn dự trữ lâu dài.

4. Rủi ro EBITDA gắn liền với tuổi thọ của những nguồn dự trữ để phát triển. Chỉ những nguồn dự trữ đã được xác minh cho việc phát triển và sản xuất mới tạo ra dòng tiền, những nguồn dự trữ có tỷ lệ rủi ro cao hơn phải cần nhiều thời gian và CAPEX để đưa vào sản xuất.

5. Các chi phí để tìm kiếm và phát triển các mỏ dầu liên quan đến tới việc thay đổi nguồn dự trữ có thể khác nhau rất nhiều giữa các công ty và qua đó có thể ước lượng được lợi nhuận bằng tiền mặt khi đưa những nguồn dự trữ này vào sản xuất.

6. Một công ty với tuổi thọ nguồn dự trữ vào khoảng 8 năm có thể sẽ có lợi nhuận cao nhưng tuổi thọ sản phẩm ngắn. Ngược lại những sản phẩm có độ rủi ro cao hơn, chi phí cao và lợi nhuận có thể thấp hơn thì lại có tuổi thọ sản phẩm cao hơn.

7. Trong một vài trường hợp, việc sản xuất từ những mỏ khí gas riêng lẻ có thể giảm chất lượng 50% hoặc nhiều hơn trong năm đầu tiên và sẽ giảm nhiều hơn trong năm thứ 3.

Các chính sách kế toán cũng ảnh hưởng tới EBITDA. Một vài công ty về khảo sát và sản xuất (E&P) nơi mà chi phí khảo sát và làm sạch các hầm mỏ được cho vào phụ phí thì họ sử dụng cách tính “kết quả thành công”, trong khi những công ty khác sử dụng cách tính “tổng chi phí” cho cả việc khảo sát và làm sạch hầm mỏ. Đối với những công ty sử dụng cách tính thứ nhất, các chi phí cho việc khảo sát và làm sạch hầm mỏ được nhập vào EBITDA (EBITDAX mềm dẻo) để các chi phí này có thể so sánh được với EBITDA (EBITDAX) đối với các công ty sử dụng phương pháp tính thứ hai. Cả hai cách tính này đều tính đến chi phí phát triển sản phẩm – chi phí phát sinh trong việc xác minh các nguồn dự trữ nhưng chưa đưa vào sản xuất.

- **Ngành xây dựng kênh cáp quang:** Các công ty xây dựng có những kế hoạch kinh doanh bán một khối lượng cáp quang có hạn và sử dụng lượng chưa bán để tạo ra luồng thu nhập tuần hoàn. EBITDA của các công ty xây dựng cáp quang

bị ảnh hưởng nhiều bởi việc chỉ bán hàng trước đây của Fiber Capacity. Các chi phí xây dựng và phát triển cũng đều được tính vào đó. Như thế EBITDA bao gồm cả thu nhập bán hàng và chi phí khấu hao các tài sản. Trong khi EBITDA phản ánh lượng tiền mặt thu được trong kỳ, nó lại bị ảnh hưởng nhiều bởi việc bán hàng vì không thêm thu nhập từ việc bán vật tư thiết bị về cáp quang.

- **Ngành xây dựng nhà:** Có 3 vấn đề cơ bản trong việc sử dụng EBITDA đối với những người xây dựng:

1. EBITDA không tính toán nhiều đến việc khấu hao.

2. Các công ty xây dựng có thể tác động đến thu nhập bằng cách tính các chi phí nghiên cứu thị trường. Việc theo dõi mức chi cho việc nghiên cứu thị trường và khấu hao sau đó là vô cùng quan trọng.

3. Các công ty xây dựng thường mua đất và sau đó rất lâu mới có thể có được chứng nhận cho việc phát triển và xây dựng.

Chắc chắn phải có sự thay đổi để có thể tính được mức lãi một cách chính xác. Các nhà xây dựng tính mức lãi này trong mối quan hệ với đất đai. Khi mức lãi này giảm dần, nó được tính vào chi phí bán hàng (thay cho khấu hao). Như thế, để có được một con số tương đối, phải điều chỉnh EBITDA theo mức lãi đã được khấu trừ thông qua chi phí bán hàng.

- **Ngành dịch vụ nhấn tin:** Các nhà cung cấp dịch vụ nhấn tin có được thu nhập phần lớn từ các loại phí định kỳ. Khoản lợi nhuận này có được do chi phí cho việc bán hàng và các khoản chi cố định khác là nhiều. Rất nhiều công ty thường lấy lại các thiết bị nhấn tin đã qua sử dụng, tân trang lại và đưa chúng vào kênh bán hàng dành cho máy đã qua sử dụng. Những máy nhấn tin được tân trang lại và bán với mức giá cao hơn các máy cũ thông thường cộng với chi phí làm mới lại máy. Các công ty này có quyền rộng rãi đối với việc chọn thời điểm cho việc bán hàng. Ví dụ họ có thể giấu được việc sút giảm thu nhập từ các dịch vụ cơ bản bằng cách bán ra số lượng máy cũ đã tân trang lại với số lượng nhiều hơn thông thường vào thị

trường đồ cũ. EBITDA không phân biệt được thu nhập giữa các dịch vụ cơ bản và việc bán các sản phẩm cũ. Hơn nữa, EBITDA cũng không nhận thấy được sự khác nhau bất thường trong số lượng hàng hóa bán ra từ quý này đến quý khác. EBITDA có thể bị ảnh hưởng bởi lượng giảm giá quy cho mỗi máy được bán ra. Như vậy theo EBITDA, biên độ có thể bị nới rộng ra, phụ thuộc vào thị trường bán máy đã qua sử dụng.

- **Nhà hàng, khách sạn:** Sự khấu hao không được coi là một chỉ tiêu tiếp diễn bởi việc tái đầu tư để hiện đại hóa và làm mới nhà hàng. Cứ khoảng 7 năm, diện mạo của nhà hàng khách sạn cần được làm mới lại để thay đổi khẩu vị và phong cách nếu không thì sẽ có một lối mòn trong việc lưu thông tiền mặt.

- **Cho thuê dịch vụ:** Các công ty cho thuê dịch vụ có thể tạm thời không tính đến chuyện tái đầu tư nếu đội ngũ của họ còn trẻ. Nhưng điều này không thể kéo dài vô thời hạn. Theo thời gian, việc tái đầu tư là cần thiết. EBITDA sử dụng trong các công ty cho thuê dịch vụ có thể bị ảnh hưởng bởi khối lượng và thời điểm bán các thiết bị đã qua sử dụng.

- **Ngành điện ảnh:** Các công ty kinh doanh chiếu phim có lượng PP&E cấu thành trên bảng cân đối. Họ cần tái đầu tư để tránh sự tụt hậu theo thời gian đối với sự thay đổi của công nghệ và sự đổi mới của ngành công nghiệp này, vì vậy EBITDA không thể là cơ sở cho việc bổ sung nguồn lực. Trong một khoảng thời gian rất ngắn, ngành điện ảnh đã phát triển từ "town theatre" tới "duplex", "triplex" và tới "multiplex" (8-16 màn ảnh) và "megaplex" (18-24, 30 hoặc có thể nhiều màn ảnh hơn nữa nếu trình chiếu tại sân vận động), về công nghệ đã chuyển sang âm thanh số và đang phát triển sang chiếu phim kỹ thuật số. Nếu không có sự tái đầu tư, các thực thể này sẽ đánh mất khả năng cạnh tranh. Vì việc sử dụng các thiết bị đi thuê phổ biến rộng rãi trong ngành điện ảnh, chỉ đơn giản dựa vào EBITDA là hoàn toàn không thể kiểm soát được các yếu tố ảnh hưởng bao gồm cả sự gia tăng các nghĩa vụ trong việc thực hiện các hợp đồng cho thuê. Vì thế, các khoản vay,

bao gồm các chi phí đi thuê thiết bị cộng với thu từ cho thuê là một phương thức hiệu quả hơn nhiều trong việc ước tính tiềm lực tài chính, và nó cũng là một cách thức phân tích hiệu quả hơn đối với phân kỳ chiến lược tài chính cho các khu vực khác nhau.

- **Các công ty kinh doanh có kỳ hạn:** Đối với các công ty này, thu nhập chủ yếu từ việc bán các vacation intervals bao gồm chủ yếu là kỳ phiếu. Nói chung, 10% các giao dịch có kỳ hạn là bằng tiền mặt, phần còn lại 90% là các khoản phải thu từ việc cầm cố tài sản có thời hạn quá 7 năm. Tuy nhiên, ngay khi một giao dịch kỳ hạn được tiến hành, toàn bộ giá trị giao dịch đó sẽ được tính là thu nhập. Vì vậy, EBITDA không phản ánh được lượng tiền thực có trong công ty. Hơn nữa, do các phương thức trong EBITDA hay biến đổi, sự tính toán trong EBITDA không thể so sánh được với các công ty khác cùng ngành nhưng tính toán EBITDA theo cách khác. Những người kinh doanh trong lĩnh vực này bán các khoản phải thu của họ thông qua hình thức thế chấp để có thể tiếp tục có vốn kinh doanh. Khi giao dịch này được thực hiện, các công ty thường có ngay một lượng tăng lên do hưởng chênh lệch tỷ lệ cầm cố. Đây cũng là một chỉ tiêu không phải tiền mặt vì không có luồng tiền phát sinh cho tới khi các khoản thu từ cầm cố này được thanh toán.

- **Ngành vận chuyển:** Nói chung EBITDA, phù hợp hơn với các công ty vận chuyển trong việc xác định sức khỏe tài chính của công ty. Sự thay thế các thiết bị là điều kiện quyết định bởi xe tải là những tài sản có tuổi thọ ngắn. Nếu không được tái đầu tư, các bộ máy hoạt động sẽ yếu đi. Nếu như không có quá trình làm mới, sẽ có sự giảm dần trong quá trình hoạt động vì chi phí bảo dưỡng sẽ tăng nhanh trong khi các chỉ số tiện ích lại giảm xuống.



PHỤ LỤC D

KẾ HOẠCH CỦA NHÀ QUẢN LÝ TÁI CƠ CẤU CÔNG TY

THERMO ELECTRON THÔNG BÁO KẾ HOẠCH TÁI CƠ CẤU CHỦ ĐẠO

- Công ty được chia ra làm 3 chủ thể độc lập: Thermo Electron – tập trung vào các dụng cụ đo đạc và tìm kiếm; Thermo Fibertek và Medical Products Businesses sẽ sử dụng lợi nhuận để chia cổ tức cho các cổ đông của Thermo Electron.

- Tổng lợi nhuận là 1,2 tỷ \$.

WALTHAM, Mass., 31 tháng 1 năm 2000 – Tập đoàn Thermo Electron (NYSE-TMO) thông báo rằng hôm nay Ban giám đốc đã duyệt một kế hoạch tái cấu trúc quan trọng, qua đó làm đơn giản hóa Thermo Electron bằng việc chia công ty thành 3 thực thể độc lập với nhau, 2 trong số đó sẽ dùng lợi nhuận để chia cổ tức cho các cổ đông của Thermo Electron. Kế hoạch này dự kiến sẽ hoàn thành sau 1 năm và tổng lợi nhuận của công ty sẽ vào khoảng 1,2 tỷ \$. Đây là phần bổ sung cho kế hoạch kinh doanh với lợi nhuận vào khoảng 150 triệu \$ từ

5/1999. Cuối cùng thì Thermo Electron sẽ trở thành công ty thương mại cộng đồng, hợp nhất.

Thermo Electron “mới” sẽ tập trung vào sản phẩm kinh doanh cơ bản của nó – đó là các dụng cụ đo lường và tìm kiếm. Thermo Electron cũng dự định sẽ sử dụng lợi nhuận từ công ty con Thermo Fibertek để chia cổ tức cho các cổ đông và thành lập một công ty mới kinh doanh các sản phẩm y tế. Là một thực thể độc lập, Thermo Fibertek sẽ tiếp tục mở rộng các chức năng công nghệ chuyên biệt của nó để xử lý và chuyển các sản phẩm hỗn hợp dựa trên Fiber thành hàng hóa thương mại. Công ty kinh doanh các sản phẩm y tế mới, được thành lập từ sự liên kết của một vài công ty đang tồn tại, sẽ cung cấp thiết bị y tế và hệ thống máy móc cho ngành y tế. Ngay khi quá trình này hoàn tất, mỗi công ty độc lập này sẽ có ban giám và ban quản lý riêng biệt.

Richard F.Syron, chủ tịch kiêm giám đốc điều hành Thermo Electron cho biết “ Đây là một kế hoạch táo bạo để mang lại giá trị cho các cổ đông bằng việc tách ra 3 công ty độc lập và có tính chuyên biệt, mang khát khao phát triển mãnh liệt. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng kế hoạch này sẽ cho phép Thermo Electron “mới” trở thành nhà cung cấp ưu việt về các dụng cụ đo lường và tìm kiếm. Thermo Electron sẽ trở thành một công ty có sự quản lý chặt chẽ và tập trung. Chúng tôi dự định sẽ đầu tư những nguồn lực lớn thông qua việc nghiên cứu và phát triển trong nước, các mối quan hệ đối tác chiến lược cùng với việc đạt được mức phát triển mở rộng sản phẩm và công nghệ để phục vụ khách hàng trong các ngành khoa học phục vụ cuộc sống và các ngành công nghiệp viễn thông.

“Thêm vào đó, chúng tôi tin rằng chúng tôi sẽ tạo thêm giá trị gia tăng cho các cổ đông của Thermo Electron bằng cách chia lợi nhuận từ 2 công ty chuyên biệt cũng có cơ hội phát triển rất cao. Các cổ đông, những người đã sát cánh cùng công ty qua những khó khăn trước đây sẽ được hưởng lợi từ cấu trúc

mới đơn giản và có chiến lược rõ ràng này. Mỗi công ty trong kế hoạch này đều có nền tảng kinh doanh mạnh mẽ và là một công ty độc lập Syron nói: “Với một nhiệm vụ rõ ràng để vươn tới, mỗi ban quản lý sẽ có thể tập trung vào các mục tiêu cụ thể và làm hài lòng những khách hàng mà họ phục vụ. Là một thực thể độc lập, các công ty này sẽ có một nguồn vốn lớn, đổi lại sẽ giúp họ xây dựng vai trò đứng đầu trên thị trường. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ cho phép mỗi công ty trở thành một đối thủ cạnh tranh vượt trội, mang lại nhiều giá trị hơn cho khách hàng cũng như các cổ đông của mình”. Syron kết luận rằng “Thermo Electron được thành lập theo nguyên tắc nhận dạng và ủng hộ những công nghệ mới và đưa chúng vào thị trường. Với cấu trúc mới, chúng tôi tin rằng, mỗi công ty sẽ có thể tiếp tục theo đuổi truyền thống áp dụng công nghệ mới của Thermo Electron, đồng thời sẽ tạo ra những cơ hội thành công lớn hơn”.

Ba công ty mới được thành lập từ Thermo Electron là:

THERMO ELECTRON – CÁC DỤNG CỤ ĐO LƯỜNG VÀ TÌM KIẾM:

Thermo Electron sẽ tập trung kinh doanh vào sản phẩm chiến lược của mình. Thermo Electron là người đứng đầu thế giới về sản phẩm này, với thu nhập năm 1999 xấp xỉ 2,3 tỉ \$. Thermo Electron “mới” sẽ cung cấp các thiết bị khoa học phục vụ cuộc sống, thiết bị viễn thông, phân tích, thiết bị điều khiển, laze, thiết bị quang học, thiết bị điều khiển nhiệt độ, thiết bị kiểm tra môi trường. Hiện tại, các sản phẩm này được thiết kế và phân phối thông qua rất nhiều công ty nhà nước và tư nhân, bao gồm cả Thermo Instrument Systems và các công ty con của nó như : Thermo Optek, Thermo Quest, Thermo Bio Analysis, ONIX Systems, Thermo Spectra, Metrika Systems, Thermo Vision và Thermo Environmental Instruments, cũng như thông qua Thermedics Detection và Thermo Sentron. Theo kế hoạch này, các công ty con của nhà nước sẽ bị sáp

nhập vào Thermo Electron, cuối cùng sẽ tạo thành một công ty hợp nhất.

Spectra – Physics Lasers, Thermo Instrument giành được vào tháng 2 năm 1999 sẽ vẫn là một công ty nhà nước, trong khi Thermo Electron vẫn tiếp tục đánh giá lĩnh vực kinh doanh này.

Richard Syron vẫn là chủ tịch hội đồng quản trị, giám đốc điều hành Thermo Electron và Earl R. Lewis sẽ vẫn làm việc với tư cách là giám đốc kinh doanh các thiết bị này.

THERMO FIBERTEK – CÔNG NGHỆ CHIA CẮT VÀ CÁC SẢN PHẨM SINH HỌC

Thermo Fibertek là nhà phân phối hàng đầu trong ngành kinh doanh giấy và bột giấy rất nổi tiếng về chất lượng dịch vụ sản phẩm và sự đổi mới trong công nghệ. Công ty là đơn vị đứng đầu thế giới trong việc tái sử dụng các thiết bị và hệ thống quản lý nước, và là đối thủ cạnh tranh số một về phân phối các phụ tùng của máy sản xuất giấy. Là một công ty độc lập, Thermo Fibertek sẽ đạt được một vị trí tốt hơn để tăng vốn đầu tư vào công nghệ hỗ trợ và kinh doanh, qua đó sẽ giúp công ty mở rộng phạm vi kinh doanh các sản phẩm cơ bản của mình. Thermo Fibergen, hiện vẫn là một công ty con của Thermo Fibertek sau khi đề xuất sản phẩm thử nghiệm, sẽ nhanh chóng huy động vốn để có thể tiếp tục phát triển ngành kinh doanh của mình. Năm 1999, các công ty này đã đưa doanh số bán hàng lên xấp xỉ 225 triệu \$.

Các nghĩa vụ của Thermo Fibertek liên quan đến các số dư nợ chuyển đổi không bị ảnh hưởng bởi các khoản lợi nhuận ngẫu nhiên. Các giấy tờ nợ này vẫn có thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông của Thermo Fibertek và vẫn tiếp tục được bảo đảm bởi Thermo Electron.

William A. Rainville sẽ vẫn là chủ tịch và tiếp tục điều hành Thermo Fibertek. Mọi người đều mong muốn đổi tên công ty trước đợt phân chia lợi nhuận cho các cổ đông theo dự đoán sẽ diễn ra đầu năm 2001.

CÁC SẢN PHẨM Y TẾ:

Thermo Electron đã minh chứng cho sự hiện diện của mình trong ngành kinh doanh các sản phẩm y tế thông qua số lượng lớn các công ty thuộc sở hữu của mình và các công ty con của nhà nước. Hiện tại, Thermo Electron là công ty đứng đầu về các thiết bị kiểm tra và chẩn đoán thần kinh và giữ vị trí thứ hai về các sản phẩm điều trị các bệnh về phổi và hô hấp. Một vài công ty của Thermo Electron sẽ trở thành một phần của công ty kinh doanh các sản phẩm y tế mới, sẽ bao gồm thiết bị chẩn đoán thần kinh, kiểm tra bệnh nhân, thính giác, hô hấp và chăm sóc phổi, hệ tiêu hóa và dòng sản phẩm về hợp chất cao phân tử. Năm 1999, các công ty này đã thu được khoảng 335 triệu \$. Với tư cách là một công ty độc lập, kinh doanh tập trung, công ty kinh doanh các sản phẩm y tế sẽ giành được vị trí tốt hơn trên thị trường và đáp ứng được các nhu cầu của khách hàng trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe đầy tính cạnh tranh ngày nay. Thermo Cardiosystems và Trex Medical sẽ không hợp nhất với công ty mới này.

Thermo Electron hiện đang tiến hành một đợt tìm kiếm trên phạm vi rộng, bao gồm cả các ứng viên bên trong và ngoài công ty cho vị trí giám đốc và điều hành hoạt động của công ty mới này.

Công ty sẽ tìm được người trước thời điểm phân chia lợi nhuận cho các cổ đông, theo dự đoán sẽ diễn ra vào đầu năm 2001.

SỰ PHÂN TÍCH:

Trong hơn 12 tháng tới đây, công ty có kế hoạch kinh doanh với giá trị bán hàng khoảng 1,2 tỉ \$. Đây là phần thu thêm trong khoảng 150 triệu \$ thu nhập bán hàng năm 1999. Thermo Electron tin rằng các ngành kinh doanh này sẽ thành công hơn trong việc sắp xếp tổ chức chiến lược để có thể tạo ra nguồn lực và tập trung hơn vào các thế mạnh của mình trên thị

trường. Các ngành kinh doanh bổ trợ có hy vọng phát triển được như: Thermo Cardiosystems, Trex Medical, Thermo TerraTech Bussinessses, Thermo Coleman, Peek, NuTemp, Thermo Trilogy và Peter Brotherhood. Xét trên tổng thể, công ty không muốn gánh chịu thua lỗ từ cách bố trí, sắp xếp của các công ty kinh doanh này. Thu nhập từ các đơn vị phân tích này sẽ được Thermo Electron giữ lại để tái đầu tư cho tương lai và phát triển các sản phẩm liên quan đến các thiết bị đo lường và tìm kiếm.

TÁCH VÀ SÁP NHẬP CÔNG TY:

Thermo Electron đã thông báo các điều kiện để tiếp tục sáp nhập Thermo Trex, ThermoLase, Thermo TerraTech, ThermoRetec và The Randers Killam Group. Theo kế hoạch này, Thermo Electron cũng sẽ sáp nhập Thermo Optek, ThermoQuest, Thermo Bio-Analysis, Metrika Systems, ONIX System, Thermo Instrument Systems, Thermedics và theo như thông báo trước đây, gồm có Thermo Sentron, Thermedics Detection và Thermo Ecotek, được miêu tả như dưới đây.

TẬP ĐOÀN THERMO INSTRUMENT:

Vì Thermo Instrument Systems hiện tại sở hữu hơn 90% cổ phiếu ưu đãi của Thermo Optek và cổ phiếu phổ thông của ThermoQuest. Hai công ty này có xu hướng hợp nhất thông qua hình thức sáp nhập với mức giá lần lượt là 15\$ và 17\$ cho mỗi cổ phiếu.

Thêm vào đó, Thermo Instrument sẽ huy động tiền mặt bằng việc phát hành cổ phiếu với giá 28\$ cho mỗi cổ phiếu của Thermo BioAnalysis, mệnh giá 9\$ cho Metrika Systems và 9\$ cho ONIX Systems, qua đó sẽ tăng vốn sở hữu trong mỗi công ty này lên ít nhất là 90%. Nếu thành công, các công ty này sẽ hợp nhất với Thermo Instrument thông qua việc sáp nhập.

Theo dự định này, đổi lại Thermo Instrument sẽ có được sự sở hữu. Thermo Electron có kế hoạch điều chỉnh tỷ giá chào ra đối với số ít các cổ đông trong việc trao đổi các cổ phiếu phổ

thông của Thermo Instrument, qua đó đưa quyền sở hữu tài sản của Thermo Electron trong Thermo Instrument ít nhất đạt được 90%. Nếu thành công, Thermo Instrument sẽ sáp nhập vào Thermo Electron. Các cổ đông của Thermo Instrument sẽ nhận được cổ phiếu phổ thông của Thermo Electron thông qua việc đổi lấy Thermo Instrument với tỷ lệ ngang nhau. Công ty hy vọng sẽ thông báo tỷ lệ trao đổi cho các giao dịch này ngay khi điều chỉnh được mức giá đưa ra cho Thermo BioAnalysis, Metrika Systems và ONIX Systems.

TẬP ĐOÀN THERMEDICS:

Thermedics huy động tiền mặt qua việc phát hành cổ phiếu của Thermedics Detection mệnh giá 8\$ và của Thermo Sentron mệnh giá 15.5\$, qua đó sẽ nâng quyền sở hữu tài sản trong các công ty lên tới 90%. Nếu thành công, các công ty này sẽ sáp nhập với Thermedics.

Đổi lại, Thermedics sẽ có được quyền sở hữu. Thermo Electron có kế hoạch điều chỉnh mức giá chào ra cho số ít các cổ đông của Thermedics để đổi lấy cổ phiếu của họ, nhằm đưa quyền sở hữu của mình trong Thermedics lên tới 90%. Nếu thành công, Thermedics sẽ hợp nhất với Thermo Electron. Các cổ đông của Thermedics cũng sẽ nhận được cổ phiếu phổ thông của Thermo Electron với tỷ lệ quy đổi ngang với thị trường. Công ty hy vọng sẽ thông báo được tỷ giá cho các giao dịch này ngay khi điều chỉnh được tỷ lệ cho Thermedics Detection và Thermo Sentron.

THERMO ECOTEK:

Vì Thermo Electron hiện đang sở hữu trên 90% cổ phiếu ưu đãi của Thermo Ecotek và sẽ hợp nhất công ty này. Các cổ đông của Thermo Ecotek sẽ nhận được Thermo Electron với tỷ lệ 0,431 cho mỗi cổ phiếu Thermo Ecotek mà họ đang nắm giữ. Theo chiến lược tập trung mới của Thermo Electron, Thermo Ecotek sẽ không còn là một đơn vị kinh doanh nông

cốt nữa và Thermo Electron đang đánh giá các sự lựa chọn chiến lược cho công ty này. Trong thời gian này, Thermo Ecotek sẽ tiếp tục với các dự án năng lượng của họ, sử dụng nguồn nội lực để phát triển.

Ngay khi hoàn thành, Thermo Electron sẽ có được các khoản nợ của Thermo Instrument, Thermedics và Thermo Ecotek và các khoản này có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông của Thermo Electron.

THỜI HẠN:

Thermo Instrument và Thermedics mong muốn sẽ điều chỉnh được lượng chào thầu các công ty con độc lập của mình trong quý II năm 2000. Quá trình sáp nhập Thermo Optek, ThermoQuest và Thermo Ecotek sẽ hoàn thành vào cuối quý II năm 2000. Thermo Electron dự định sẽ đưa ra được tỷ giá trao đổi cho Thermo Instrument và Thermedics trong quý III năm 2000.

Kế hoạch phân chia lợi nhuận và phân tích của Thermo Fibertek và các công ty kinh doanh các sản phẩm y tế mới dự định sẽ diễn ra trong vòng 1 năm.

Ban giám đốc của Thermo Electron nhận được sự tư vấn từ McKinsey&Company Inc.; JP Morgan & Co., Inc.; và The Beacon Group Capital Services, LLC trong việc thực hiện các kế hoạch trên.

CÁC ĐIỀU KIỆN

Tất cả các giao dịch được nêu ra ở đây đều tuân theo rất nhiều điều kiện của ủy ban chứng khoán.

PHỤ LỤC E **CHI TIẾT CÁC MẪU SEC**

TỔNG QUAN VỀ CÁC MẪU PHỔ BIẾN CHO CÁC CÔNG TY

Dưới đây là những mô tả ngắn gọn cho các mẫu phổ biến cho các công ty được tạo ra với SEC. Nhiều mẫu này hiện được làm qua hệ thống EDGAR của SEC và bằng điện tử

Mẫu ADV

Mẫu biểu này được sử dụng để đăng ký tư vấn đầu tư hoặc để sửa đổi mẫu đăng ký. Nó gồm 2 phần. Phần 1 bao gồm các thông tin chung và thông tin cá nhân của người làm đơn. Phần 2 gồm các thông tin liên quan đến ngành nghề kinh doanh bao gồm các hoạt động chính của công ty, các dịch vụ, lệ phí, các hình thức tư vấn khách hàng, thông tin về trình độ học vấn và kinh doanh của những người tham gia và các hoạt động kinh doanh khác.

Báo cáo thường niên cho các cổ đông:

Báo cáo thường niên là văn bản chủ yếu của các công ty để công khai các thông tin cho cổ đông. Nó là bản thông báo của công ty bao gồm thư chào của Chủ tịch Hội đồng quản trị,

các thông tin tài chính, kết quả hoạt động kinh doanh, thông tin về thị trường, các kế hoạch sản phẩm mới, hoạt động của các công ty con và hoạt động nghiên cứu và phát triển cho các kế hoạch tương lai.

Mẫu BD

Mẫu này được sử dụng để đăng ký trở thành người môi giới hoặc kinh doanh chứng khoán, hoặc trái phiếu chính phủ và thay đổi đăng ký. Mẫu này cung cấp các thông tin cơ bản về người đăng ký và ngành nghề kinh doanh. Trên đó sẽ bao gồm danh sách các cán bộ và các đối tác của công ty. Trên đó cũng có những thông tin về những sai phạm trước đây trong kinh doanh chứng khoán.

Mẫu D

Các công ty bán chứng khoán muốn áp dụng các quy tắc miễn thuế D hoặc mục 4(6) miễn thuế từ việc đăng ký mức lưu ký theo Luật 1993 phải sử dụng biểu mẫu D cho những giao dịch này. Biểu mẫu này phải được nộp sau không quá 15 ngày kể từ phiên mua bán đầu tiên.

Hãy đọc bản quy định và cuốn sách có tiêu đề “Hỏi đáp: Kinh doanh nhỏ và SEC” của nhà xuất bản thuộc Ủy ban hoặc nghiên cứu các loại hình kinh doanh nhỏ trên trang Web của Ủy ban.

Mẫu 1-A

Quy tắc A cung cấp cơ sở để miễn thuế cho những giao dịch (mức tối đa thông thường là 5 triệu \$ trong khoảng thời gian 12 tháng). Các công ty bán chứng khoán dựa vào Quy tắc miễn thuế A trong việc đăng ký mức lưu ký theo Luật 1993 phải cung cấp cho các nhà đầu tư những thông báo để có thể đáp ứng được các yêu cầu của biểu mẫu 1-A.

Hãy đọc bản quy định và quyển sách có tên “Hỏi đáp: Kinh doanh nhỏ và SEC” của nhà xuất bản hoặc nghiên cứu các loại hình kinh doanh nhỏ trên trang Web của Ủy ban.

Mẫu MSD

Bản báo cáo này được các ngân hàng, các phòng ban hoặc chi nhánh của ngân hàng sử dụng để đăng ký kinh doanh chứng khoán hoặc để sửa đổi đăng ký.

Mẫu N-SAR

Đây là bản báo cáo của các công ty đầu tư đã đăng ký cho Ủy ban định kỳ hàng năm hoặc nửa năm, vào cuối năm tài chính. Các đơn vị đầu tư tín phiếu phải làm biểu mẫu này một lần trong một năm, vào cuối năm. Biểu mẫu này bao gồm các thông tin về các loại quỹ thu phí, phí 12b-1, bán cổ phiếu, tính đồng nhất trong các dịch vụ cung cấp cho các công ty đầu tư, tỷ lệ thu hồi vốn đầu tư và các thông tin tài chính.

Bản Cáo Bạch

Bản cáo bạch cấu thành phần I của Luật 1993 về thông báo đăng ký. Nó bao gồm các ngành nghề kinh doanh cơ bản và các thông tin tài chính về người phát hành. Các nhà đầu tư có thể sử dụng bản cáo bạch để giúp cho việc xác định chất lượng của các giao dịch và đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng.

Trước đây bản cáo bạch được gọi là “bản nêu ra” và phải hoàn thiện hoặc sửa đổi trước khi bản đăng ký có hiệu lực, sau đó bản cáo bạch cuối cùng mới được phát hành và giao dịch mua bán đó mới hoàn thành.

NGUYÊN TẮC ỦY QUYỀN (QUY TẮC 14A)

Luật nhà nước quản lý các trường hợp khi các cổ đông được quyền bỏ phiếu. Khi yêu cầu bỏ phiếu của một cổ đông hoặc bất kỳ ai mong muốn đăng ký chứng khoán theo điều 12 của Luật 1934, người này thông thường được yêu cầu phải cung cấp các thông tin được quy định bởi quy tắc 14A. Qua đó cung cấp cho những người sở hữu chứng khoán đầy đủ thông tin cần thiết phục vụ cho cuộc họp cổ đông định kỳ hàng năm hoặc trong các cuộc họp bất thường.

Cụ thể là một người nắm cổ phiếu được cung cấp “thẻ ủy quyền” để duyệt cho những người được chỉ định thay thế họ bỏ phiếu. Các bản sao của thông báo ủy quyền và thẻ ủy quyền được lưu lại ủy ban đồng thời được chuyển đến người sở hữu. Tham khảo Luật ủy quyền của ủy ban, điều 14(a) của Luật 1934 và Nguyên tắc 14A để biết thêm chi tiết.

Ngoài các thông tin ủy quyền sơ bộ liên quan tới việc sáp nhập, hợp nhất, mua lại và các vấn đề tương tự, các trường hợp còn lại được phổ biến rộng rãi.

BẢN KÊ ĐĂNG KÝ THEO LUẬT 1933

Một trong những mục đích chính của luật chứng khoán liên bang là yêu cầu các công ty công khai các thông tin tài chính, ngành nghề kinh doanh, qua đó các nhà đầu tư có đầy đủ thông tin để đi đến quyết định đầu tư. Luật 1933 yêu cầu các nhà phát hành cổ phiếu lập một bảng kê các thông tin trên cho ủy ban trước khi chào bán cổ phiếu của họ ra thị trường. (Xem điều 6 Luật chứng khoán 1933 để biết thêm thông tin liên quan đến “Bảng kê đăng ký chứng khoán” và điều 8 của Luật chứng khoán 1933 để có thông tin về “Vận dụng đăng ký và bổ sung bản kê”).

Bản kê đăng ký được chia làm 2 phần. Phần 1 là về bản cáo bạch. Nó được phân phối để thu hút nhà đầu tư và những đối tượng khác. Nó bao gồm các thông tin hỗ trợ việc đánh giá chứng khoán để đi tới quyết định đầu tư.

Phần 2 của bản kê đăng ký chứa đựng các thông tin không bắt buộc trong bản cáo bạch. Phần này bao gồm các thông tin liên quan đến chi phí đăng ký trong quá trình phát hành và phân phối, sự xác nhận của ban giám đốc, các cán bộ và giao dịch hiện tại của chứng khoán chưa đăng ký cũng như việc xử lý và sao chép các hợp đồng quan trọng.

(Các thông tin của các công ty đầu tư theo Luật đăng ký 1933, trong nhiều trường hợp cũng có các bảng đăng ký theo Luật các công ty đầu tư 1940. Tham khảo các mục dưới đây để có thêm thông tin chi tiết.)

Các biểu mẫu đăng ký theo Luật 1933 được dùng phổ biến là:

S-1: Đây là biểu mẫu đăng ký cơ bản. Nó có thể được dùng để đăng ký các giao dịch mà không biểu mẫu nào khác thực hiện được trừ chứng khoán nước ngoài hoặc các tổ chức chính trị.

S-2: Đây là mẫu đăng ký khá đơn giản mà các công ty lựa chọn khi có yêu cầu phải báo cáo theo Luật 1934 tối thiểu là 3 năm và phải hoàn thành đầy đủ những báo cáo trong 12 tháng. Không giống S-1, nó cho phép sự hợp nhất từ báo cáo thường niên của công ty đến các báo cáo định kỳ của các cổ đông (hoặc là báo cáo thường niên theo biểu mẫu 10-K). Tất cả những tài liệu này đều phải chuyển tới các nhà đầu tư.

S-3: Đây là biểu mẫu đơn giản nhất và nó chỉ dùng cho các công ty được yêu cầu báo cáo theo Luật 1934 trong thời gian tối thiểu là 12 tháng và phù hợp với yêu cầu thời gian đã được đề ra trước trong biểu mẫu S-2. Người phát hành phải đáp ứng được các bài kiểm tra thích hợp dưới dạng các biểu mẫu. Các biểu mẫu này tối đa hóa sự hợp nhất bằng cách đối chiếu thông tin từ nguồn Luật 1934.

S-4: Biểu mẫu này được sử dụng để đăng ký chứng khoán trong mối quan hệ với sự liên kết kinh doanh và chào các mức tỷ giá.

S-8: Mẫu này được dùng để đăng ký các cổ phiếu được chào cho những người làm thuê theo những kế hoạch cụ thể.

S-11: Mẫu này được dùng để đăng ký cổ phiếu của các công ty bất động sản, bao gồm cả quỹ đầu tư bất động sản.

SB-1: Mẫu này được sử dụng bởi "những nhà phát hành kinh doanh nhỏ" để đăng ký lượng cổ phiếu trị giá tối đa 10 triệu \$. Biểu mẫu này được cung cấp cho các công ty chưa đăng ký quá 10 triệu \$ cổ phiếu trong 12 tháng. Biểu mẫu này đòi hỏi ít thông tin hơn về ngành nghề kinh doanh của nhà phát hành nếu so với Mẫu S-1. Nói chung, một "nhà phát hành kinh doanh nhỏ" là một công ty của Mỹ hay là Canada với thu nhập và giá trị trên thị trường nhỏ hơn 25 triệu \$.

SB-2: Biểu mẫu này có thể được sử dụng bởi “những nhà phát hành kinh doanh nhỏ” đăng ký cổ phiếu để tiến hành các giao dịch chuyển ra tiền mặt. Mẫu này yêu cầu ít thông tin hơn về người phát hành nếu so với mẫu S-1.

S-20: Mẫu này được sử dụng để đăng ký các lựa chọn chuẩn, qua đó những người phát hành không cam kết phát hành, thanh toán, bảo lãnh hoặc chấp nhận một lựa chọn được đăng ký vào mẫu S-20, trừ khi có sự lựa chọn cuối cùng, công khai các chứng từ, tài liệu đáp ứng được các yêu cầu của điều 9b-1 của Luật 1934.

Sch B: Bảng kê B là bảng kê đăng ký được sử dụng khi các tổ chức nước ngoài tham gia đăng ký cổ phiếu. Nói chung, nó gồm các thông tin về đất nước và chính quyền của đất nước đó, các điều khoản chào hàng và cách xử lý nguồn thu nhập.

F-1: Đây là dạng biểu mẫu đăng ký cơ bản xét duyệt cho những người phát hành tư nhân nước ngoài. Nó được sử dụng để đăng ký cổ phiếu của các nhà phát hành nước ngoài có đầy đủ tư cách và khi không có biểu mẫu chuyên dùng nào bắt buộc.

F-2: Đây là mẫu đăng ký được sử dụng bởi các nhà phát hành tư nhân nước ngoài có tài sản ít nhất phải đạt được 75 triệu \$, hoặc đang đăng ký các loại cổ phiếu đầu tư phân cấp không chuyển nhượng được hoặc có các báo cáo theo Luật 1934 trong thời gian ít nhất là 3 năm. Ở một khía cạnh nào đó, biểu mẫu này ngắn hơn so với mẫu F-1 bởi nó được áp theo Luật 1934, đặc biệt là mẫu 20-F.

F-3: Mẫu này chỉ có thể sử dụng được cho một số nhà phát hành tư nhân nước ngoài xác định, có báo cáo theo Luật 1934 trong thời gian tối thiểu 12 tháng và có tài sản trên thị trường lớn hơn 75 triệu \$. Mẫu này cũng có thể được áp dụng cho những nhà phát hành tư nhân có đầy đủ tư cách để đăng ký các cổ phiếu đầu tư phân cấp không chuyển nhượng được, các cổ phiếu được bán để nhượng quyền sở hữu hối phiếu. Mẫu này cho phép lấy Luật 1934 để tham chiếu.

F-4: Mẫu này được sử dụng để đăng ký cổ phiếu trong mối quan hệ với sự liên kết kinh doanh và đưa ra các tỷ lệ trao đổi

liên quan đến yếu tố nước ngoài.

F-6: Mẫu này được sử dụng để đăng ký cổ phiếu ký quỹ được giới thiệu là Phiếu thu ký quỹ American (ADRs) được phát hành bởi các tổ chức ký quỹ đối với phần đặt cọc cổ phiếu của các nhà đầu tư nước ngoài.

F-7: Biểu mẫu này được sử dụng cho những trường hợp đầy đủ tư cách, công khai. Những nhà phát hành tư nhân Canada đăng ký quyền được mở rộng quyền bán đến các cổ đông người Mỹ của họ. Mẫu F-7 đóng vai trò như một miếng giấy gói tất cả các giấy tờ có liên quan. Để được đăng ký theo mẫu F-7, các quyền lợi đối với cổ đông phải được đảm bảo là như nhau ở tất cả mọi nơi.

F-8: Mẫu này được áp dụng bởi những công ty làm ăn lớn, công khai của Canada đăng ký liên doanh chào các mức tỷ giá chênh lệch. Mẫu F-8 đóng vai trò như một miếng giấy gói tất cả các giấy tờ liên quan.

F-9: Mẫu này được sử dụng bởi những công ty lớn của Canada, đăng ký về cổ phiếu đầu tư phân cấp không chuyển nhượng được. Mẫu F-9 đóng vai trò như một miếng giấy gói tất cả các giấy tờ liên quan.

F-10: Chỉ khác các mẫu F-7, F-8, F-9 và F-80 ở chỗ, mẫu này yêu cầu các nhà phát hành Canada phải cân đối lại các báo cáo kế toán theo các nguyên tắc kế toán của GAAP.

F-80: Giống như một miếng giấy gói kèm cùng các giấy tờ của các công ty hoặc công khai tài chính.

SR: Mẫu này được sử dụng như một báo cáo của những người đăng ký lần đầu theo Luật kinh doanh và đăng ký chứng khoán. Biểu mẫu này yêu cầu một khoảng thời gian cụ thể và báo cáo cuối cùng sau khi hoàn thành giao dịch.

BẢN KÊ ĐĂNG KÝ CÔNG TY ĐẦU TƯ:

Các công ty đầu tư cũng đăng ký các cổ phiếu của họ theo Luật 1933. Tuy nhiên, có nhiều biểu mẫu cũng được sử dụng cho các công ty đầu tư đăng ký theo Luật 1940.

Quỹ tương hỗ là loại hình phổ biến nhất của các công ty đăng ký đầu tư nhằm duy trì các giao dịch của họ và chỉ cần đăng ký vào một biểu mẫu đơn giản N-1A gồm 3 phần. Phần A cung cấp những thông tin ngắn gọn, và cơ bản nhất của các quỹ, để có thể hỗ trợ các nhà đầu tư trong việc đưa ra các quyết định để thực hiện giao dịch chứng khoán. Theo báo cáo bổ sung thông tin, phần B, bao gồm các thông tin về lãi suất đối với các nhà đầu tư. Phần C chứa đựng những thông tin yêu cầu bắt buộc và các hoạt động.

Các quỹ đầu tư, các công ty bảo hiểm, các công ty phát triển kinh doanh, và các công ty đầu tư khác đăng ký chứng khoán và cung cấp các thông tin cần thiết về công ty theo các biểu mẫu đăng ký khác theo danh sách dưới đây. Tất cả các mẫu dưới đây đều được sử dụng cho việc đăng ký theo Luật 1933 và Luật 1940 trừ một số trường hợp theo quy định.

N-1A: Đây là biểu mẫu được sử dụng để đăng ký đối với các công ty quản lý đầu tư không hạn chế.

N-2: Mẫu này được dùng để đăng ký cho các công ty quản lý đầu tư có thời hạn.

N-3: Biểu mẫu này được sử dụng để đăng ký cho các công ty bảo hiểm được tổ chức giống các công ty quản lý đầu tư.

N-4: Biểu mẫu này được sử dụng để đăng ký cho các công ty bảo hiểm có tổ chức giống như các quỹ đầu tư.

S-6: Mẫu này được sử dụng để đăng ký các cổ phiếu được phát hành bởi các quỹ đầu tư (chỉ áp dụng Luật 1933).

N-14: Mẫu này được sử dụng trong trường hợp đăng ký các cổ phiếu được phát hành bởi các công ty đầu tư trong liên kết kinh doanh và các công ty sáp nhập (chỉ áp dụng Luật 1933)

CÁC BIỂU MẪU ÁP DỤNG LUẬT CHỨNG KHOÁN KHÁC - MẪU 144

Biểu mẫu coi như thông báo cho các giao dịch đối với các cổ phiếu bị hạn chế hoặc các cổ phiếu theo điều 144 khi số lượng cổ phiếu được bán trong 3 tháng đạt tới 500 hoặc trị giá các giao dịch lên tới 10.000\$.

CÁC MẪU ĐĂNG KÝ THEO LUẬT 1934

Tất cả các công ty có cổ phiếu được niêm yết trên sàn chứng khoán quốc gia và các công ty khác có tổng tài sản đạt tới 10 triệu \$ với lượng vốn huy động qua các cổ phiếu có số lượng người nắm giữ trên 500 phải đăng ký các cổ phiếu này theo Luật 1934. (Tham khảo điều 12 của Luật 1934 để biết thêm thông tin).

Việc đăng ký này bao gồm các thông tin kinh doanh, tài chính về các công ty cho các nhà đầu tư, qua đó cập nhật được các thông tin được công bố trên thị trường theo các báo cáo định kỳ mẫu 10-Q, 10-K và mẫu 8-K.

Thêm vào đó, nếu không được yêu cầu đăng ký theo luật 1934, những người phát hành cổ phiếu phải hoàn thành các báo cáo trong năm phát sinh (và trong những năm kế tiếp nếu có hơn 300 người nắm giữ cổ phiếu).

Một số biểu mẫu được sử dụng phổ biến theo Luật 1934:

10: Đây là mẫu đăng ký chung theo điều 12(b) hoặc (g) của Luật 1934. Mẫu này yêu cầu những thông tin về kinh doanh và thông tin-tài chính của người phát hành.

10-SB: Đây là mẫu chung cho người phát hành là các công ty kinh doanh nhỏ theo điều 12(b) hoặc (g) theo Luật 1934. So với mẫu 10, 10-SB yêu cầu ít thông tin hơn.

8-A: Mẫu lựa chọn tóm tắt này được các công ty sử dụng để đăng ký theo Luật 1934.

8-B: Mẫu đăng ký đặc biệt này được sử dụng bởi những nhà phát hành không đăng ký theo Luật 1934.

20-F: Đây là mẫu đăng ký tổng hợp được sử dụng như mẫu đăng ký của các nhà phát hành tư nhân nước ngoài có chất lượng hoặc cũng có thể giống như bản báo cáo thường niên theo điều 13(a) hoặc 15(d) của Luật 1934.

40-F: Đây là mẫu đăng ký tổng hợp giống như bản đăng ký cho những nhà phát hành tư nhân Canada hoặc cũng thể sử dụng như bản báo cáo thường niên cho những đối tượng này.

Chịu trách nhiệm nội dung:

Phòng tài chính doanh nghiệp – Văn phòng tư vấn

Biểu mẫu 20-F được tư vấn bởi Văn phòng Tài chính Quốc tế Doanh nghiệp.

CÁC MẪU LUẬT CHỨNG KHOÁN KHÁC:

Mẫu TA-1:

Mẫu này được sử dụng để thực hiện các yêu cầu đăng ký chuyển nhượng hoặc để sửa đổi các đăng ký trên. Nó cung cấp các thông tin về các hoạt động của công ty.

Mẫu X-17A-5

Tất cả các nhà môi giới và kinh doanh chứng khoán đăng ký theo điều 15 của Luật chứng khoán phải báo cáo hàng năm vào cuối năm tài chính được xác nhận bởi một công ty kiểm toán độc lập.

Mẫu 3,4 và 5

Các giám đốc, các cán bộ và những người sở hữu trên 10% cổ phiếu đăng ký theo điều 12 của Luật 1934 phải đưa các thông tin lên Ủy ban. Các thông tin nội bộ được thể hiện trong mẫu 3, và các loại phí được thể hiện trong mẫu 4. Bản kê thường niên của những người hưởng lợi cổ phiếu được thể hiện tại mẫu 5. Biểu mẫu chứa các thông tin liên quan đến công ty và các giao dịch.

Mẫu 6-K

Báo cáo này được sử dụng bởi các nhà phát hành nước ngoài nhằm cung cấp các thông tin sau: (i) để công bố các thông tin về địa điểm thanh toán; (ii) sản giao dịch nơi diễn ra các giao dịch hoặc (iii) phân phối tới các cổ đông. Báo cáo này

phải được cung cấp đầy đủ khi các giao dịch này diễn ra trên thị trường. Biểu mẫu này không được coi là một trường với các mục đích được thể hiện trong điều 18. Đây là những thông tin duy nhất được cung cấp bởi những người phát hành nước ngoài cùng với các báo cáo thường niên, vì đây là những đối tượng không phải làm theo mẫu 10-Q hoặc 8-K.

Mẫu 8-K

Đây là những báo cáo thực tế để thông báo về tất cả những sự cố nào xảy ra hoặc những thay đổi quan trọng liên quan đến nhà đầu tư, hoặc những người nắm giữ cổ phiếu. Nó cung cấp các thông tin cập nhật về những vấn đề cụ thể hơn biểu mẫu 10-Q hoặc 10-K.

Mẫu 10-C

Những người phát hành cổ phiếu được niêm yết trên hệ thống niêm yết Nasdaq. Các thông báo theo biểu mẫu này bao gồm tất cả các thay đổi đạt tới 5% trong tổng số các cổ phiếu và bất kỳ sự thay đổi nào về tên của người phát hành. Những thay đổi này phải được thông tin đầy đủ trong vòng 10 ngày.

Mẫu 10-K

Đây là bản báo cáo thường niên mà phần lớn các công ty trình lên Ủy ban. Nó đưa ra cái nhìn tổng quan về ngành nghề kinh doanh của người đăng ký. Báo cáo này phải được trình lên trong vòng 90 ngày kể từ ngày kết thúc năm tài chính.

Mẫu 10-KSB

Đây là bản báo cáo thường niên của những nhà phát hành kinh doanh nhỏ. Nó đưa ra cái nhìn tổng quan về hoạt động kinh doanh của công ty, cho dù nó yêu cầu ít hơn Mẫu 10-K. Báo cáo này phải được trình lên trong vòng 90 ngày kể từ ngày cuối cùng của năm tài chính.

Mẫu 10-Q

Đây là một biểu mẫu được báo cáo theo quý bởi hầu hết các công ty. Nó bao gồm các báo cáo tài chính chưa kiểm toán và cung cấp những kế hoạch tiếp theo của tình hình kinh doanh của công ty trong năm. Báo cáo phải được trình lên mỗi quý trong năm tài chính và có hiệu lực trong 45 ngày.

Mẫu 10-QSB

Mẫu này cũng được thực hiện theo quý bởi những người phát hành nhỏ. Nó cung cấp các thông tin tài chính chưa kiểm toán và các kế hoạch tiếp theo trong tình hình kinh doanh của công ty. Các báo cáo này được thực hiện theo quý và có hiệu lực trong 45 ngày.

Mẫu 11-K

Mẫu này là bản báo cáo thường niên đặc biệt cho việc mua bán các cổ phiếu của nhân viên, tiết kiệm và các kế hoạch tương tự, lãi được đăng ký theo Luật 1933. Mẫu báo cáo thường niên 11-K được yêu cầu để bổ sung thông tin cho các báo cáo khác của nhà phát hành.

Mẫu 12B-25

Biểu mẫu này được sử dụng như bản thông báo cho các công ty chậm trong việc báo cáo. Nếu các công ty làm theo mẫu 12b-25, nó sẽ được giảm nhẹ nhưng phải bổ sung báo cáo trong 5 ngày (đối với mẫu 10-Q hoặc 10-QSB) hoặc trong vòng 15 ngày (đối với mẫu 10-K, 10-KSB, 11-K hoặc N-SAR).

Mẫu 13F

Đây là mẫu báo cáo về tài sản theo quý của những người quản lý các tổ chức đầu tư quản lý có tài sản trên 100 triệu\$ hoặc nhiều hơn. Trong mục này gồm các ngân hàng, công ty bảo hiểm, các nhà tư vấn đầu tư, các quỹ thành lập và trợ cấp.

Mẫu 15

Mẫu này được các công ty sử dụng như một bản thông báo chấm dứt việc đăng ký theo điều 12(g) của Luật 1934, hoặc sự tạm ngừng các nghĩa vụ báo cáo định kỳ theo điều 13 và 15(d) Luật 1934.

Mẫu 18

Mẫu này được sử dụng để đăng ký trên sàn chứng khoán quốc gia áp dụng cho các cổ phiếu của nước ngoài.

Mẫu 18-K

Biểu mẫu này được sử dụng như bản báo cáo thường niên của các tổ chức nước ngoài.

Mẫu liệt kê 13D

Được sử dụng cho những người hưởng lợi, sở hữu cổ phiếu. Những cá nhân, tổ chức sở hữu hơn 5% giá trị cổ phiếu phải tuân thủ theo báo cáo 13D. Hơn nữa, bất kỳ thay đổi nào trên thực tế cũng phải được đăng ký sửa đổi trên 13D.

Các quy định của Ủy ban chỉ rõ các điều khoản của những người “sở hữu hưởng lợi” tới những ai trực tiếp hoặc gián tiếp chia sẻ quyền bỏ phiếu hoặc đầu tư.

Mẫu liệt kê 13E-3

Bản liệt kê này liên quan đến các giao dịch chuyển tiếp cá nhân. Bản kê này áp dụng cho bất kỳ công ty nào có liên kết trong kinh doanh, mua bán cổ phiếu, mời thầu theo Luật 1934 (1) được áp dụng cho những tổ chức có ít hơn 300 người hoặc (2) được niêm yết trên sàn chứng khoán. Các thông tin về giao dịch phải được công bố rộng rãi để đảm bảo tính công bằng.

Bản liệt kê 13E-4

Các công ty báo cáo nộp bản liệt kê này (gọi là Thông báo

đưa ra giá đệm của công ty phát hành) để đưa ra giá đệm cho cổ phiếu của họ. Ngoài ra, quy tắc 13e-4 theo điều luật năm 1934 áp thêm một số yêu cầu mà công ty phát hành phải tuân thủ khi đưa ra giá đệm.

Mẫu liệt kê 13E-4F

Mẫu này được sử dụng với những nhà phát hành tổ chức đấu thầu định giá cổ phiếu (được cung cấp cho những người sở hữu ít hơn 40% cổ phiếu được chào). Nó được sử dụng cùng với các giấy tờ, tài liệu khác. Những nhà phát hành Canada phải đáp ứng được những quy định của Canada.

Báo cáo thông tin (Điều 14C/ Bảng kê 14C)

Nhìn chung các công ty có cổ phiếu đăng ký theo điều 12 Luật 1934 phải gửi báo cáo thông tin tới tất cả các cổ đông được phép bỏ phiếu.

Bản kê 14D-1

Bất kỳ cá nhân nào không phải là người phát hành (theo bản kê 13E-4), đặt thầu phải tuân theo điều 12 Luật 1934. Nếu thành công giao dịch và sở hữu trên 5%, họ phải điền thông tin trên bảng kê 14D-1. Bản này phải được chuyển lên Ủy ban và gửi tới các bên khác liên quan như người phát hành và những người đặt giá khác. Thêm vào đó, quy định 14D cũng phải điều chỉnh để phù hợp với các lời chào thầu.

Bản kê 14D-1F

Bất kỳ ai chào thầu cổ phiếu cho các nhà phát hành thuộc Canada phải sử dụng mẫu này nếu những người sở hữu nắm giữ ít hơn 40% cổ phiếu và nếu những người đặt mua mở rộng gói thầu chào cho các cổ đông Mỹ theo các điều khoản, điều kiện giống như đối với các cổ đông khác. Ngoài ra những người bỏ thầu cũng phải đáp ứng được những đòi hỏi từ phía Canada.

Bản kê 14D-9

Được sử dụng khi bên phát hành, người hưởng hoặc đại diện của một trong 2 bên đưa ra những thông báo tới các cổ đông theo quy tắc 14D.

Bản kê 14D-9F

Được những nhà phát hành Canada sử dụng hoặc bởi Ban giám đốc hoặc các cán bộ khi nhà phát hành tuân theo lời chào thầu tại bản kê 14D-1F. Bản kê này được dùng để trả lời các lời chào thầu. Thêm vào đó, nó cũng phải đáp ứng được các yêu cầu từ phía Canada.

CÁC BIỂU MẪU THEO LUẬT KHẾ ƯỚC, TÍN CHẤP 1939

T-1: Mẫu này được coi là bản báo cáo về tính thích hợp và chất lượng của các tổ chức thực hiện vai trò như một người ủy thác theo Luật khế ước và tín chấp 1939.

T-2: Mẫu này cơ bản giống T-1 trừ việc nó được áp dụng cho cá nhân nhiều hơn là các tổ chức.

T-3: Mẫu này được sử dụng như bản đăng ký chất lượng theo Luật khế ước và tín chấp năm 1939, nhưng chỉ áp dụng khi các cổ phiếu phát hành không phải đăng ký theo Luật chứng khoán 1933.

T-4: Mẫu này được sử dụng cho việc miễn thuế đối với các khoản ký quỹ theo Luật khế ước và tín chấp.

T-6: Mẫu này được sử dụng bởi các tổ chức nước ngoài hoạt động như người ủy thác duy nhất theo Luật khế ước và tín chấp.

5 ĐIỂM MẪU CHỐT CHO ĐẦU TƯ CHỨNG KHOÁN

J.DENNIS JEAN-JACQUES

NHÀ XUẤT BẢN LAO ĐỘNG - XÃ HỘI

Chịu trách nhiệm xuất bản:

NGUYỄN CÔNG TIÊU

Biên tập:

LÊ MAI

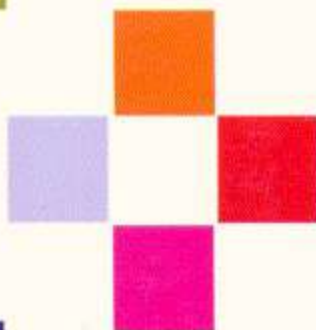
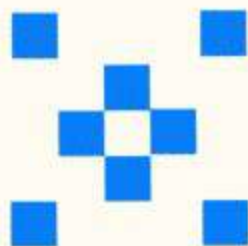
Sửa bản in:

MINH TÂM

Trình bày, bìa:

TÂN VIỆT

In 2000 cuốn, khổ 15x22,5cm. Tại Xí nghiệp In SAVINA
Giấy phép xuất bản số: 342-2007/CXB/51-67/LĐXH.
In xong và nộp lưu chiểu năm 2008



SIÊU THỊ SÁCH GIÁM GIÁ TÂN VIỆT - Nâng tầm tri thức

28 PHẠM NGỌC THẠCH - SIÊU THỊ SÁCH HÀ NỘI | TEL: 04.8213509/04.2129958 | Web: tanvietbooks.com



Giá: 52.000