

## Chương 2

# GIÁ TRỊ HIỆN TẠI VÀ CHI PHÍ CƠ HỘI CỦA VỐN

Các công ty đầu tư vào rất nhiều loại tài sản thực. Những tài sản này bao gồm các tài sản hữu hình như nhà xưởng, máy móc và các tài sản vô hình như các hợp đồng quản lý và các bằng sáng chế. Mục tiêu của quyết định đầu tư, hoặc quyết định hoạch định vốn là tìm kiếm các tài sản thực có giá trị lớn hơn chi phí. Trong chương này chúng tôi sẽ giới thiệu ý nghĩa của mục tiêu này trong một quốc gia có các thị trường tài chính mở rộng và hoạt động tốt. Đồng thời chúng tôi cũng giới thiệu những bước đầu tiên và cơ bản nhất để hiểu các tài sản được định giá như thế nào. Như vậy nếu có một thị trường tốt cho một tài sản, giá trị của tài sản đúng bằng giá thị trường.

Có vài trường hợp mà việc ước tính giá trị của tài sản không đến nỗi khó lắm. Ví dụ đối với bất động sản, bạn có thể thuê một chuyên gia thẩm định giúp bạn. Giả sử bạn sở hữu một tòa nhà căn hộ. Rất có thể giá trị của tòa nhà do chuyên gia thẩm định ước tính chỉ chênh lệch khoảng vài phần trăm so với giá bán thực sự của tòa nhà.<sup>1</sup> Dù sao đi nữa, thị trường bất động sản hoạt động liên tục, và “vốn liếng” của chuyên gia thẩm định là những kiến thức hiểu biết về các mức giá của các bất động sản tương tự được trao đổi mua bán gần đây.

Do vậy vấn đề xác định giá trị bất động sản trở nên đơn giản khi có một thị trường năng động mà ở đó tất cả các loại bất động sản được mua và bán. Với nhiều mục đích khác nhau, ta không cần có một lý thuyết chính quy nào về giá trị. Chúng ta có thể dựa vào diễn biến của thị trường mà xác định giá trị.

Tuy nhiên chúng ta cần phải đi sâu hơn thế. Thứ nhất, điều quan trọng là cần phải biết làm thế nào để tính được giá trị của một tài sản trên thị trường năng động. Ngay cả khi bạn có những đánh giá của chuyên gia thẩm định thì vẫn cần phải hiểu *tại sao* giá trị của tòa nhà lại là \$250.000 chẳng hạn, và tại sao không cao hơn hay thấp hơn. Thứ hai, thị trường cho hầu hết các tài sản công ty rất mỏng. Nhìn vào các mục quảng cáo trong *The Wall Street Journal*: bạn rất ít khi thấy người ta rao bán một lò nung thép.

Các công ty luôn luôn tìm kiếm những tài sản mà đối với họ chúng có giá trị cao hơn so với những công ty khác. Tòa nhà căn hộ nói trên có giá trị cao hơn đối với bạn nếu bạn có thể quản lý nó tốt hơn những người khác. Tuy nhiên trong trường hợp này, nếu nhìn vào giá của các tòa nhà tương tự bạn sẽ không biết được giá trị của tòa nhà đó dưới sự quản lý của bạn. Bạn cần phải biết làm sao để xác định giá của tài sản. Nói cách khác, bạn cần một lý thuyết về giá trị.

Chúng tôi bắt đầu xây dựng lý thuyết đó trong chương này. Chúng tôi sẽ đưa ra những vấn đề và những ví dụ đơn giản nhất để làm sáng tỏ những ý tưởng cơ bản. Còn đối với những độc giả có yêu cầu tiếp thu kiến thức cao hơn sẽ cảm thấy thỏa mãn khi đọc những chương sau.

### 2-1 GIỚI THIỆU VỀ GIÁ TRỊ HIỆN TẠI

Trong phần sau của chương này, chúng tôi sẽ chứng minh tại sao khái niệm giá trị hiện tại (present value) lại hữu dụng. Tuy nhiên, khái niệm này sẽ trở nên dễ dàng hơn nếu ngay từ đầu bạn có được một hiểu biết trực quan về nó.

Giả sử tòa nhà căn hộ của bạn bị cháy sạch, chỉ còn lại một mảnh đất trống trị giá \$50.000 và một tấm séc giá trị \$200.000 do công ty bảo hiểm hỏa hoạn bồi thường. Bạn xem xét việc xây dựng lại tòa nhà, tuy nhiên cố vấn về bất động sản của bạn đề nghị rằng nên xây dựng một tòa nhà văn phòng. Chi phí xây dựng sẽ là \$300.000, và ngoài ra còn có chi phí đất, tức là

<sup>1</sup> Đương nhiên, có rất nhiều loại bất động sản mà các chuyên gia thẩm định cảm thấy rất khó xác định giá trị - ví dụ không ai biết Đền Taj Mahal, Parthenon hoặc Lâu đài Windsor có thể bán được giá bao nhiêu. Nếu như bạn sở hữu một nơi như vậy, chúng tôi chúc mừng bạn.

nếu không dùng để xây tòa nhà thì đất có thể bán được với giá \$50.000. Mặt khác, cổ vấn của bạn dự đoán sẽ có tình trạng thiếu văn phòng, và tiên đoán rằng trong một năm nữa, tòa nhà mới sẽ đem về \$400.000 nếu bạn bán nó. Do đó, bạn sẽ đầu tư \$350.000 hôm nay với kỳ vọng thu được \$400.000 một năm sau đó. Bạn nên thực hiện điều này nếu **giá trị hiện tại** của khoản hoàn trái kỳ vọng (expected payoff) \$400.000 lớn hơn khoản đầu tư \$350.000. Do vậy bạn cần phải tự hỏi, “Số tiền \$400.000 ở thời điểm một năm nữa sẽ có giá trị bao nhiêu nếu tính ở hôm nay, và giá trị hiện tại đó có lớn hơn \$350.000 không?”

### Tính toán giá trị hiện tại

Giá trị hiện tại của \$400.000 ở thời điểm một năm nữa chắc chắn phải nhỏ hơn \$400.000. Suy cho cùng, *một đô-la hôm nay có giá trị cao hơn một đô-la ngày mai*, do đô-la hôm nay có thể được đầu tư và sinh lợi ngay lập tức. Đây là nguyên tắc cơ bản đầu tiên của tài chính.

Do vậy, giá trị hiện tại của một khoản hoàn trái sẽ nhận trong tương lai (delayed payoff) có thể được tính bằng cách nhân khoản hoàn trái này với một **hệ số chiết khấu** (discount factor) nhỏ hơn 1. (Nếu hệ số chiết khấu lớn hơn 1, thì một đô-la hôm nay sẽ có giá trị *thấp* hơn một đô-la ngày mai.) Nếu  $C_1$  biểu thị khoản hoàn trái kỳ vọng ở thời kỳ 1 (1 năm sau đó), thì:

$$\text{Giá trị hiện tại (PV)} = \text{hệ số chiết khấu} \times C_1$$

Hệ số chiết khấu là số nghịch đảo của 1 cộng với *tỉ suất sinh lợi* (rate of return):

$$\text{Hệ số chiết khấu} = \frac{1}{1+r}$$

Tỉ suất sinh lợi  $r$  là phần thưởng những nhà đầu tư muốn được hưởng do chấp nhận sự thanh toán trễ.

Chúng ta hãy xem xét việc đầu tư bất động sản, và tạm thời giả sử rằng chắc chắn thu được khoản hoàn trái \$400.000. Tòa nhà văn phòng không phải là một phương pháp duy nhất để sau một năm có được \$400.000. Bạn có thể đầu tư vào chứng khoán của chính phủ Mỹ có thời gian đáo hạn một năm. Giả sử những chứng khoán này có mức lãi là 7%. Như vậy phải đầu tư bao nhiêu vào chứng khoán để có được \$400.000 vào cuối năm? Điều này rất dễ dàng: Bạn nên đầu tư khoản tiền bằng  $\$400.000/1,07$ , tức là \$373.832. Như vậy, với mức lãi suất 7%, thì giá trị hiện tại của \$400.000 vào năm sau đó là \$373.832.

Giả sử rằng, ngay sau khi quyết định đầu tư vào miếng đất đó và bắt đầu xây dựng tòa nhà, bạn quyết định bán dự án của mình. Bạn có thể bán nó với giá bao nhiêu? Câu hỏi này cũng dễ. Do bất động sản này tạo ra \$400.000, các nhà đầu tư sẽ muốn mua nó với giá \$373.832. Đó là chi phí để họ có thể có được khoản hoàn trái \$400.000 khi đầu tư vào chứng khoán của chính phủ. Tất nhiên bạn luôn có thể bán bất động sản của bạn ít hơn, nhưng tại sao lại bán giá thấp hơn với giá thị trường chấp thuận? Giá trị hiện tại \$373.832 là giá khả thi duy nhất có thể thỏa mãn cả người mua lẫn người bán. Do vậy giá trị hiện tại của bất động sản cũng là giá thị trường của nó.

Để tính toán giá trị hiện tại, chúng ta chiết khấu các khoản hoàn trái kỳ vọng trong tương lai này bằng tỉ suất sinh lợi của những phương án đầu tư tương đương với nhau. Tỉ suất sinh lợi thường được gọi là **tỉ lệ chiết khấu**, **tỉ lệ ngưỡng** (hurdle rate), **hoặc chi phí cơ hội của vốn**. Nó được gọi là *chi phí cơ hội* bởi vì đây là phần lợi nhuận phải từ bỏ khi đầu tư vào dự án mà không đầu tư vào chứng khoán. Trong ví dụ của chúng ta, chi phí cơ hội là 7%. Giá trị hiện tại có được bằng cách chia \$400.000 cho 1,07:

$$PV = \text{Hệ số chiết khấu} \times C_1 = \frac{1}{1+r} \times C_1 = \frac{400.000}{1,07} = \$373.832$$

## Giá trị hiện tại ròng

Tòa nhà trị giá \$373.832, nhưng điều đó không có nghĩa là bạn có lợi nhuận \$373.832. Bạn đã đầu tư \$350.000; do vậy **giá trị hiện tại ròng** (net present value - NPV) là \$23.832. Ta tính được giá trị hiện tại ròng bằng cách trừ đi khoản đầu tư bắt buộc:

$$\text{NPV} = \text{PV} - \text{đầu tư bắt buộc} = 373.832 - 350.000 = \$23.832$$

Nói cách khác, dự án phát triển văn phòng có giá trị cao hơn chi phí - nó tạo ra một khoản đóng góp *ròng* vào giá trị (net contribution to value). Dưới đây là công thức tính NPV:

$$\text{NPV} = C_0 + \frac{C_1}{1+r}$$

Cần phải nhớ rằng  $C_0$ , ngân lưu tại thời điểm 0 (tức là hôm nay), thường là một số âm. Nói cách khác,  $C_0$  là một khoản đầu tư, do vậy nó là một ngân lưu *chi ra* (cash outflow). Trong ví dụ của chúng ta  $C_0 = -\$350.000$ .

## Chú thích về rủi ro và giá trị hiện tại

Chúng ta đã đưa ra một giả định không có tính thực tế trong thảo luận của chúng ta về dự án phát triển văn phòng. Cố vấn về bất động sản của bạn không thể biết *chắc chắn* về giá trị tương lai của những tòa nhà văn phòng. Số liệu \$400.000 thể hiện *dự đoán* tốt nhất, nhưng nó không phải là một điều chắc chắn.

Do vậy, kết luận của chúng ta về mức giá mà các nhà đầu tư sẽ trả cho tòa nhà văn phòng là sai. Vì họ có thể chắc chắn thu được \$400.000 bằng cách mua các chứng khoán của chính phủ Mỹ với giá trị \$373.832, nên họ sẽ không mua tòa nhà với giá trên. Bạn có lẽ phải giảm giá chào bán của mình để thu hút sự quan tâm của những nhà đầu tư.

Ở đây chúng ta có thể dựa vào nguyên tắc cơ bản thứ 2: *Một đô-la an toàn thì giá trị hơn một đô-la rủi ro*. Đa số những nhà đầu tư sẽ tránh rủi ro nếu họ có thể làm được điều đó mà không hy sinh một khoản lợi nhuận. Tuy nhiên, các khái niệm về giá trị hiện tại và chi phí cơ hội của đồng vốn vẫn có ý nghĩa đối với các khoản đầu tư có rủi ro. Vẫn là điều phù hợp nếu ta chiết khấu một khoản hoàn trái bằng một tỉ suất sinh lợi có từ một khoản đầu tư tương đương. Tuy nhiên chúng ta phải nghĩ về những khoản hoàn trái *kỳ vọng* và tỉ suất sinh lợi *kỳ vọng* của các khoản đầu tư khác.

Không phải tất cả các khoản đầu tư đều có rủi ro như nhau. Dự án phát triển văn phòng thì rủi ro hơn chứng khoán của chính phủ, nhưng có lẽ ít rủi ro hơn việc mạo hiểm khoản một giếng dầu. Giả sử bạn cho rằng đầu tư vào dự án này cũng rủi ro như đầu tư vào thị trường chứng khoán, và bạn dự đoán rằng tỉ suất sinh lợi của các khoản đầu tư trên thị trường chứng khoán là 12%. Như vậy 12% sẽ trở thành mức thích hợp của chi phí cơ hội của vốn. Đó chính là cái mà bạn hy sinh bằng cách không đầu tư vào các chứng khoán tương đương. Bây giờ bạn tính toán lại NPV:

$$\text{PV} = \frac{400.000}{1,12} = \$357.143$$

$$\text{NPV} = \text{PV} - 350.000 = \$7143$$

Nếu những nhà đầu tư khác đồng ý với dự đoán của bạn về khoản hoàn trái \$400.000 và đánh giá chi phí cơ hội của vốn là 12%, thì bất động sản của bạn phải có giá trị là \$357,134 một khi việc xây dựng đã được tiến hành. Nếu bạn cố gắng bán nó với giá cao hơn mức đó, thì sẽ không có ai

chấp thuận, do bất động sản này lúc ấy sẽ có tỉ suất sinh lợi thấp hơn mức 12% hiện có trên thị trường chứng khoán. Tòa nhà văn phòng vẫn tạo ra một mức đóng góp *ròng* vào giá trị, nhưng nhỏ hơn nhiều so với những kết quả tính toán ban đầu của chúng ta.

Trong Chương 1 chúng tôi đã nói rằng quản trị viên tài chính phải quan tâm đến thời gian, tính bất trắc và những ảnh hưởng của chúng đối với giá trị. Điều này được thể hiện rõ trong ví dụ của chúng ta. Mức hoàn trái \$400.000 sẽ có trị giá đúng bằng chính nó nếu có thể thu được nó ngay tức thời. Nếu như tòa nhà văn phòng cũng không có rủi ro hết như các chứng khoán chính phủ không có rủi ro, thì việc trì hoãn một năm làm cho giá trị giảm xuống còn \$373.832. Nếu tòa nhà văn phòng có rủi ro bằng mức rủi ro của đầu tư vào thị trường chứng khoán, thì tính bất trắc làm cho giá trị giảm thêm một khoản \$16.689, xuống còn \$357.143.

Thật không may là việc điều chỉnh giá trị của tài sản theo thời gian và tính bất trắc thường phức tạp hơn ví dụ của chúng ta. Do vậy chúng ta sẽ xem xét hai ảnh hưởng này một cách riêng biệt. Phần lớn, từ chương 2 đến chương 6 chúng tôi sẽ né tránh vấn đề rủi ro, bằng cách xem xét tất cả các khoản hoàn trái như thể chúng được biết chắc chắn, hoặc nói về các ngân lưu kỳ vọng và các tỉ suất sinh lợi kỳ vọng mà không phải lo lắng về việc rủi ro được xác định hoặc tính toán như thế nào. Sau đó trong Chương 7 chúng tôi sẽ nói về vấn đề các thị trường với đối phó với rủi ro như thế nào.

### Giá trị hiện tại và tỉ suất sinh lợi

Chúng ta vừa quyết định rằng xây dựng tòa nhà văn phòng là một quyết định thông minh, do giá trị của nó lớn hơn chi phí - nó có giá trị hiện tại *ròng* dương. Để tính toán nó có giá trị bao nhiêu, chúng ta tìm hiểu người ta phải trả bao nhiêu tiền để có được thu nhập giống như vậy bằng cách đầu tư trực tiếp vào chứng khoán. Giá trị hiện tại của dự án bằng với thu nhập tương lai của nó được chiết khấu ở tỉ suất sinh lợi của những chứng khoán này.

Chúng ta có thể phát biểu lại tiêu chuẩn của chúng ta bằng cách nói rằng việc mạo hiểm đầu tư bất động sản của chúng ta đáng thực hiện, vì tỉ suất sinh lợi lớn hơn chi phí của vốn. Tỉ suất sinh lợi của vốn đầu tư chính là tỉ lệ của khoản lợi nhuận này trên mức chi tiêu ban đầu:

$$\text{Tỉ suất sinh lợi} = \frac{\text{Lợi nhuận}}{\text{Đầu tư}} = \frac{400.000 - 350.000}{350.000} = 0,14 \text{ tức là } 14\%$$

Chi phí của vốn đầu tư một lần nữa chính là lợi nhuận hy sinh do *không* đầu tư vào chứng khoán. Trong trường hợp hiện tại của chúng ta, nếu tòa nhà có mức rủi ro như việc đầu tư vào thị trường chứng khoán, thì tỉ suất sinh lợi hy sinh là 12%. Do tỉ suất sinh lợi của tòa nhà văn phòng là 14% lớn hơn 12% chi phí, chúng ta nên bắt tay đào móng xây tòa nhà này.

Do vậy chúng ta có hai quy tắc quyết định tương đương đối với đầu tư vốn:<sup>2</sup>

1. *Quy tắc giá trị hiện tại ròng.* Chấp thuận khoản đầu tư có giá trị hiện tại *ròng* dương.
2. *Quy tắc tỉ suất sinh lợi.* Chấp thuận khoản đầu tư có tỉ suất sinh lợi cao hơn chi phí cơ hội của vốn.<sup>3</sup>

### Chi phí cơ hội của vốn

Chi phí cơ hội của vốn là một khái niệm rất quan trọng nên chúng tôi sẽ đưa ra nhiều ví dụ hơn.

Bạn nhận được cơ hội sau đây: Đầu tư \$100.000 hôm nay, và phụ thuộc vào trạng thái của nền kinh tế vào cuối năm, bạn sẽ nhận được một trong những khoản hoàn trái như sau:

<sup>2</sup> Bạn có thể tự kiểm tra thấy rằng các quy tắc này tương đương với nhau. Nói cách khác, nếu tỉ suất sinh lợi  $50.000/350.000$  lớn hơn  $r$ , thì giá trị hiện tại *ròng* -  $350 + [400.000/(1+r)]$  phải lớn hơn 0.

<sup>3</sup> Hai quy tắc này có thể sẽ mâu thuẫn với nhau khi có các ngân lưu ở nhiều hơn hai thời kỳ. Chúng tôi sẽ giải thích vấn đề này ở Chương 5.

Tri trệ	Bình thường	Bùng nổ
80.000	110.000	140.000

Nếu mỗi kết quả đều có xác suất bằng nhau, thì hoàn trái kỳ vọng của dự án của bạn chính là mức trung bình của ba khoản hoàn trái có thể thu được:

$$\text{Hoàn trái kỳ vọng} = C_1 = \frac{80.000 + 110.000 + 140.000}{3} = \$110.000$$

Hoàn trái kỳ vọng là \$110.000, những tất nhiên điều này không thể nào chắc chắn. Hoàn trái có thể nhiều hơn hoặc ít hơn \$30.000 so với mức kỳ vọng. Bạn cần phải xác định xem giá trị hiện tại của khoản hoàn trái này có lớn hơn khoản đầu tư bỏ ra trước hay không.

Giả sử bạn xác định rằng cổ phiếu của công ty X cũng có những triển vọng không chắc chắn như thế. Giá cổ phiếu hiện tại của công ty X là \$95,65, và phụ thuộc vào trạng thái của nền kinh tế vào cuối năm, giá sẽ như sau:

Tri trệ	Bình thường	Bùng nổ
80	110	140

Vì ba trạng thái của nền kinh tế có xác suất bằng nhau, hoàn trái kỳ vọng của cổ phiếu công ty X là:

$$\text{Hoàn trái kỳ vọng} = C_1 = \frac{80 + 110 + 140}{3} = \$110$$

Do vậy, nếu bạn đầu tư vào cổ phiếu này, hôm nay bạn bỏ ra \$95,65 với một khoản hoàn trái kỳ vọng bằng \$110 vào cuối năm. Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng là:

$$\text{Tỷ suất sinh lợi kỳ vọng} = \frac{\text{Lợi nhuận kỳ vọng}}{\text{Đầu tư}} = \frac{110 - 95,65}{95,65} = 0,15 \text{ tức là } 15\%$$

Đây là tỷ suất sinh lợi kỳ vọng mà bạn phải từ bỏ do đầu tư vào dự án mà không đầu tư vào thị trường chứng khoán. Nói cách khác, đó là chi phí cơ hội của vốn của dự án.

Để xác định giá trị dự án, bạn cần phải chiết khấu ngân lưu kỳ vọng bằng cách sử dụng chi phí cơ hội của vốn:

$$PV = \frac{110.000}{1,15} = \$95.650$$

Đây là số tiền mà nhà đầu tư phải bỏ ra trên thị trường chứng khoán để mua một ngân lưu kỳ vọng \$110.000. (Họ cũng có thể làm như vậy bằng cách mua 1000 cổ phiếu của công ty X.) Do vậy, đó cũng là số tiền mà nhà đầu tư muốn trả cho dự án của bạn.

Để tính toán giá trị hiện tại ròng, bạn cần phải trừ đi đầu tư ban đầu:

$$NPV = 95.650 - 100.000 = -\$4350$$

Dự án có giá trị thấp hơn \$4350 so với chi phí, và dự án không đáng thực hiện.

Lưu ý rằng bạn cũng đi đến một kết luận tương tự nếu bạn so sánh tỷ suất sinh lợi kỳ vọng với chi phí của vốn:

$$\text{Tỉ suất sinh lợi kỳ vọng} = \frac{\text{Lợi nhuận kỳ vọng}}{\text{Đầu tư}} = \frac{110.000 - 100.000}{100.000} = 0,10 \text{ tức là } 10\%$$

Tỉ suất sinh lợi kỳ vọng của dự án thấp hơn mức 15% mà những nhà đầu tư hy vọng kiếm được khi đầu tư vào thị trường chứng khoán, và như vậy dự án không đáng thực hiện.

Tất nhiên trong thực tế không thể giới hạn các trạng thái của nền kinh tế chỉ ở các trạng thái như “trì trệ”, “bình thường” và “bùng nổ”. Chúng ta cũng đã đơn giản hóa bằng cách giả định rằng các khoản hoàn trái của 1000 cổ phiếu công ty X và các khoản hoàn trái của dự án đầu tư là hoàn toàn bằng nhau. Tuy nhiên điểm chính của ví dụ này thì giống với đời thật. Cần phải nhớ điều này: Chi phí cơ hội của vốn của một dự án đầu tư là tỉ suất sinh lợi mà nhà đầu tư đòi hỏi đối với các cổ phiếu thường hoặc các loại chứng khoán khác có mức độ rủi ro bằng với rủi ro của dự án. Khi bạn chiết khấu ngân lưu kỳ vọng của dự án ở mức chi phí cơ hội của vốn, giá trị hiện tại thu được là số tiền mà những nhà đầu tư (trong đó có các cổ đông trong công ty của bạn) sẵn sàng trả cho dự án. Bất cứ khi nào bạn tìm được và triển khai một dự án có NPV dương - một dự án mà giá trị hiện tại lớn hơn chi phí đầu tư cần bỏ ra - bạn đã làm lợi cho các cổ đông của công ty.

## Hai lý do dễ nhầm lẫn

Hoàn trái của dự án \$110.000 không phải là một ước lượng điểm duy nhất (single-point estimate). Đó là một ngân lưu trung bình, hay là ngân lưu kỳ vọng. Chúng ta đã tính trung bình giữa điểm hoàn trái cao nhất (thị trường bùng nổ) \$140.000 và điểm hoàn trái thấp nhất (thị trường trì trệ) \$80.000.<sup>4</sup>

Đôi khi có người cho rằng nếu công khai xác nhận các mức hoàn trái cao nhất và thấp nhất là coi như đã “quan tâm” đến tính bất trắc. Nếu quả vậy thì họ sa vào quan điểm cho rằng các ngân lưu kỳ vọng có thể được chiết khấu ở các tỉ lệ không có rủi ro (risk-free rates), như ở mức lợi nhuận 7% của các chứng khoán chính phủ. Tất nhiên việc chiết khấu ở tỉ lệ 7% sẽ làm cho dự án trị giá  $110.000/1,07 = \$102.800$  và khiến cho nó có NPV dương.

Hãy đợi một chút! Điều đó làm sao mà đúng được. Nếu bạn có thể mua một khoản hoàn trái kỳ vọng \$110.000 với giá \$95.650 tại thị trường chứng khoán, thì tại sao bạn hay ai đó lại trả \$102.800 cho dự án này?

Cổ phiếu của công ty X không phải là chứng khoán chính phủ; nó có rủi ro. Đó là lý do tại sao các nhà đầu tư đòi hỏi tỉ suất sinh lợi kỳ vọng là 15% thì họ mới đầu tư tiền vào đó. (Họ cũng hài lòng tương tự như khi cho chính phủ vay với mức lãi suất 7% vì khoản đầu tư đó không có rủi ro.) Dự án của bạn có rủi ro, không an toàn. Không có một nhà đầu tư nào chấp thuận dự án với tỉ suất sinh lợi dưới 15% khi có thể tự do lựa chọn chứng khoán của công ty X.

Bây giờ là một lý do nhầm lẫn nữa. Giả sử có một giám đốc ngân hàng tham gia vào. “Công ty của ông là một doanh nghiệp tốt và an toàn, và ít mắc nợ”, bà ta nói. “Ngân hàng của tôi sẽ cho ông vay \$100.000 mà ông cần cho dự án với lãi suất 8%”. Điều đó có nghĩa là chi phí của vốn cho dự án là 8% không? Nếu như vậy dự án sẽ có kết quả tốt, với PV ở mức  $8\% = 110.000/1,08 = \$101.852$  và  $NPV = 101.852 - 100.000 = \$1852$ .

Điều đó cũng không đúng. Thứ nhất, lãi suất cho vay không ăn nhập gì với rủi ro của dự án: Nó phản ánh tình trạng lành mạnh của doanh nghiệp hiện tại của bạn. Thứ hai, dù bạn có vay nợ hay không, bạn vẫn phải lựa chọn giữa dự án mà tỉ suất sinh lợi kỳ vọng chỉ ở mức 10%, hoặc

<sup>4</sup> Trong ví dụ này, hoàn trái kỳ vọng bằng với hoàn trái trong một nền kinh tế “bình thường”. Điều này không nhất thiết đúng như vậy. Ví dụ nếu hoàn trái của thị trường bùng nổ là \$150.000, thì hoàn trái kỳ vọng sẽ cao hơn mức hoàn trái ở tình trạng “bình thường”.

loại cổ phiếu có cùng mức rủi ro, mà có tỉ suất sinh lợi kỳ vọng đến 15%. Một quản trị viên tài chính vay vốn với lãi suất 8% và đầu tư để có lợi nhuận 10% không phải là thông minh, mà là ngu ngốc, nếu công ty hoặc các cổ đông có thể vay ở lãi suất 8% và mua một khoản đầu tư có mức độ rủi ro tương đương nhưng lại có tỉ suất sinh lợi đến 15%. Đó là lý do tại sao tỉ suất sinh lợi kỳ vọng 15% của cổ phiếu là chi phí cơ hội của vốn cho dự án.

## \*2-2 NỀN TẢNG CHO QUY TẮC GIÁ TRỊ HIỆN TẠI RÒNG<sup>5</sup>

Cho đến nay thảo luận của chúng ta về giá trị hiện tại ròng vẫn còn khá sơ sài. Tăng NPV *nghe có vẻ* là một mục tiêu hợp lý đối với một công ty, nhưng điều này không chỉ đơn thuần là một quy tắc dựa vào kinh nghiệm. Chúng ta cần phải hiểu tại sao quy tắc NPV có ý nghĩa và tại sao chúng ta lại dựa vào thị trường trái phiếu và thị trường cổ phiếu để tìm ra chi phí cơ hội của vốn.

Hình 2-1 minh họa vấn đề lựa chọn giữa chi tiêu hôm nay và chi tiêu trong tương lai. Giả sử bạn có một ngân lưu  $B$  hôm nay và ngân lưu  $F$  một năm sau đó. Trừ phi bạn có một phương pháp dự trữ hoặc tiền lệ thu nhập, thì bạn buộc phải tiêu dùng khoản thu nhập chỉ khi có được tiền. Như vậy thì quá bất tiện hoặc còn tệ hơn nữa. Nếu sang năm bạn mới nhận được ngân lưu của mình, thì kết quả có thể là hiện nay “đói meo” nhưng sau đó lại “no căng bụng”. Đây là chỗ mà thị trường vốn xuất hiện. Nó giúp lưu chuyển của cải qua nhiều thời kỳ khác nhau, để bạn có thể ăn một cách điều độ trong cả năm nay lẫn năm tới.

Thị trường vốn chính là một thị trường mà người ta trao đổi giữa những đồng đô-la hôm nay và những đồng đô-la trong tương lai. Đường thẳng dốc xuống trong Hình 2-1 biểu thị tỉ giá trao đổi trên thị trường vốn giữa những đồng đô-la hôm nay và những đồng đô-la trong năm tới; độ dốc của đường thẳng này là  $1+r$ , trong đó  $r$  biểu thị lãi suất một năm. Bằng cách cho vay toàn bộ ngân lưu hiện tại của mình, bạn có thể tăng tiêu dùng *tương lai* lên một khoản bằng  $(1+r)B$  hoặc  $FH$ . Hoặc có một phương án khác, bạn có thể vay tiền dựa vào ngân lưu tương lai để tăng tiêu dùng *hiện tại* lên một khoản bằng  $F/(1+r)$  hoặc  $BD$ .

Ta hãy đưa vài con số vào ví dụ của mình. Giả sử các triển vọng của bạn là như sau:

- |  |                |
|--|----------------|
| <input type="checkbox"/> Tiền đang có trong tay      | $B = \$20.000$ |
| <input type="checkbox"/> Tiền sẽ nhận được 1 năm sau | $F = \$25.000$ |

Nếu như bạn không muốn tiêu dùng gì hôm nay, bạn có thể đầu tư \$20.000 vào thị trường vốn với tỉ suất sinh lợi 7% chẳng hạn. Tỉ giá trao đổi giữa đô-la năm tới và đô-la hôm nay là 1,07: Đây là độ dốc của đường thẳng trong Hình 2-1. Nếu như bạn đầu tư với tỉ suất sinh lợi 7%, bạn sẽ thu được  $\$20.000 \times 1,07 = \$21.400$ . Tất nhiên bạn cũng có \$25.000 trong năm tới, do vậy cuối cùng bạn sẽ có \$46.400. Đây là điểm  $H$  trong Hình 2-1.

Nếu bạn muốn đổi khoản thanh toán \$25.000 trong tương lai thành tiền mặt và chi tiêu hết hôm nay cho những cuộc vui phù du thì sao? Bạn có thể làm như vậy bằng cách vay tiền trên thị trường vốn. Công thức giá trị hiện tại cho chúng ta biết những nhà đầu tư muốn giao cho bạn bao nhiêu hôm nay để có được lời hứa sẽ thanh toán \$25.000 trong năm tới:

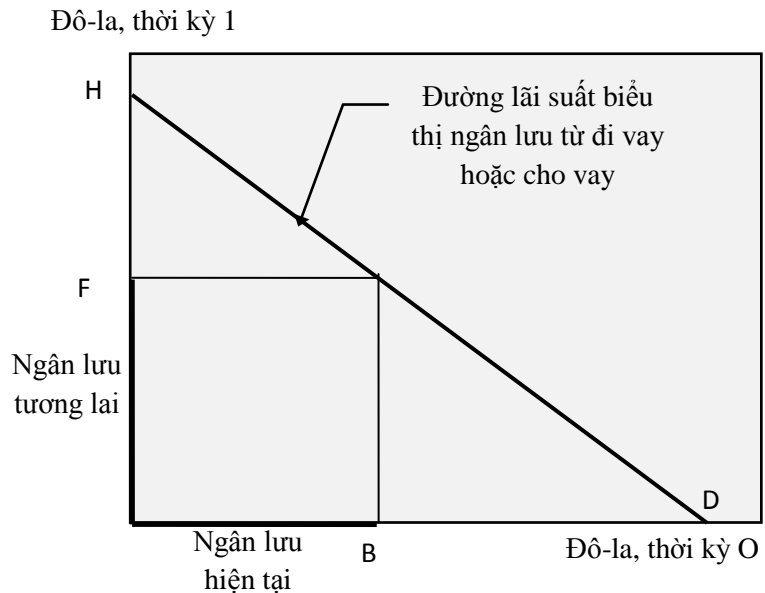
$$PV = \frac{C_1}{1+r} = \frac{25.000}{1,07} = \$23.364$$

Đây là khoảng cách  $BD$ . Ta tính được tổng giá trị hiện tại của ngân lưu hiện tại và tương lai (điểm  $D$  trong tương lai) bằng cách cộng thêm ngân lưu của năm nay:

<sup>5</sup> Những đoạn được đánh dấu \* trình bày những ý tưởng khó hơn, và độc giả có thể bỏ qua trong lần đọc đầu tiên.

$$C_0 + \frac{C_1}{1+r} = 20.000 + \frac{25.000}{1,07} = \$43.364$$

**Hình 2-1:** Hãy lưu ý xem việc vay mượn và việc cho vay mở rộng lựa chọn của cá nhân như thế nào. Bằng cách vay tiền dựa trên ngân lưu  $F$  trong tương lai, một cá nhân có thể tiêu dùng hôm nay thêm đoạn  $BD$ ; bằng cách cho vay ngân lưu hiện tại tại  $B$ , một cá nhân có thể tiêu dùng thêm một đoạn  $FH$  vào ngày mai.



Đây là công thức mà trước đây chúng ta đã dùng để tính toán giá trị hiện tại ròng (tuy nhiên trong trường hợp này thì  $C_0$  dương).

Nếu bạn đổi tiền mặt, nhưng sau đó lại thay đổi ý định và muốn tiêu dùng trong năm tới thì sao? Bạn có thể trở về điểm  $H$  hay không? Tất nhiên là được – chỉ cần đầu tư giá trị hiện tại ròng ở tỉ lệ 7%:

$$\text{Giá trị tương lai} = 43.364 \times 1,07 = \$46.400$$

Thực vậy, bạn có thể dừng lại bất cứ ở đâu trên đường thẳng nối  $D$  với  $H$ , tùy thuộc vào việc bạn sẽ chọn đầu tư bao nhiêu tiền trong mức của cải hiện tại \$43.364. Hình 2-1 chính là một cách thể hiện bằng đồ thị mối liên hệ giữa giá trị hiện tại và giá trị tương lai.

**\* Thị trường vốn làm thế nào để hỗ trợ cho các dạng thức tiêu dùng khác nhau**

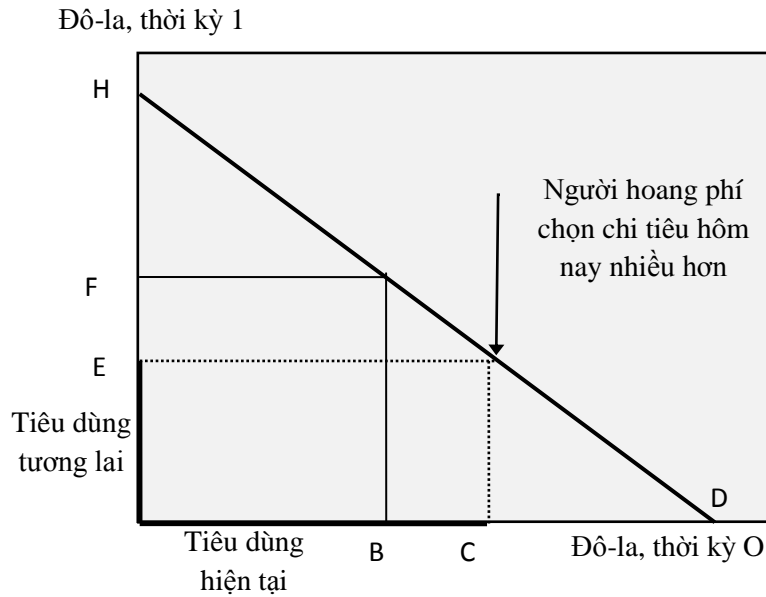
Trong chúng ta, hiếm có người nào tiết kiệm toàn bộ ngân lưu hiện tại của mình hoặc vay tiền dựa vào toàn bộ ngân lưu tương lai của mình. Chúng ta cố gắng đạt được sự cân bằng giữa tiêu dùng hiện tại và tiêu dùng tương lai. Tuy nhiên, chẳng có lý do gì để nghĩ rằng phương án cân bằng tốt nhất đối với người này lại cũng tốt nhất đối với người kia.

Ví dụ, giả sử bạn có tính rộng rãi và thích tiêu dùng hiện tại hơn là tiêu dùng tương lai. Dạng thức mà bạn ưu chuộng có lẽ là như trong Hình 2-2: Bạn chọn phương án vay khoản tiền  $BC$  dựa trên ngân lưu tương lai và tiêu dùng tại  $C$  hôm nay. Năm sau đó bạn có trách nhiệm hoàn trả  $EF$  và, do vậy bạn chỉ có thể tiêu dùng tại  $E$ . Ngược lại, nếu bạn thuộc dạng người tằn tiện hơn; bạn có thể thích cách thức ở Hình 2-3: Bạn tiêu dùng khoản tiền  $A$  hôm nay và cho vay



khoản tiền  $AB$ . Một năm sau đó bạn nhận được khoản thanh toán  $FG$  và do vậy có thể thỏa thích tiêu dùng tại  $G$ .<sup>6</sup>

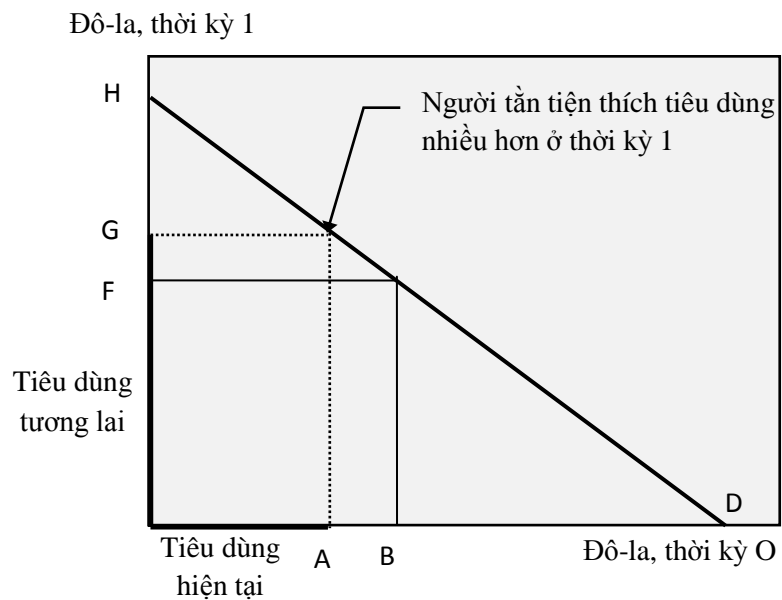
**Hình 2-2:** Người hoang phí chọn phương án vay khoản  $BC$  dựa trên ngân lưu ngày mai, để tiêu dùng tại  $C$  hôm nay và tiêu dùng tại  $E$  ngày mai.



Cả người tần tiện lẫn người hoang phí *có thể* lựa chọn phương án chi tiêu tiền chỉ khi có được số tiền đó, nhưng trong các ví dụ này cả hai đều chọn cách khác. Bằng cách mở ra các cơ hội vay hoặc cho vay, thị trường vốn giúp cho người ta không cần lo lắng về việc chi được phép tiêu dùng trong giới hạn ngân lưu hiện có của mình.

<sup>6</sup> Mức cân bằng chính xác giữa tiêu dùng hiện tại và tiêu dùng tương lai mà mỗi cá nhân lựa chọn phụ thuộc vào sở thích cá nhân. Những độc giả rành lý thuyết kinh tế sẽ nhận ra rằng lựa chọn có thể được biểu thị bằng cách thêm vào một giản đồ các đường đẳng dụng (bằng quan) của mỗi cá nhân. Sự kết hợp được ưa chuộng là điểm tiếp xúc giữa đường lãi suất và đường đẳng dụng của mỗi cá nhân. Nói cách khác, mỗi cá nhân sẽ vay hoặc cho vay cho đến khi 1 đồng với lãi suất bằng với tỉ lệ biên tế của sở thích về thời gian (tức là độ dốc của đường đẳng dụng).

**Hình 2-3:** Người tằn tiện chọn phương án cho vay khoản  $AB$ , để tiêu dùng tại  $A$  hôm nay và tiêu dùng tại  $G$  ngày mai.

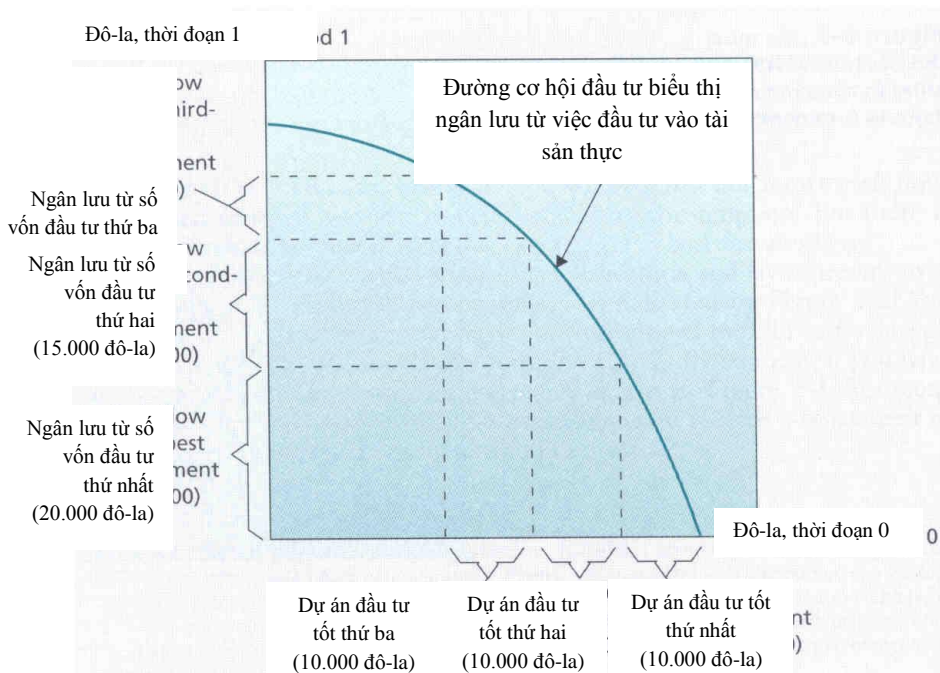


**\* Bây giờ chúng ta trình bày các cơ hội sản xuất**

Trên thực tế, hoạt động đầu tư của các cá nhân không chỉ bị hạn chế trong các chứng khoán của thị trường vốn mà thôi. Các nhà đầu tư cũng có thể mua nhà xưởng, máy móc và các tài sản thực khác. Như vậy, ngoài việc phác họa một đường biểu diễn sinh lợi từ việc mua chứng khoán, chúng ta cũng có thể phác họa một đường cơ hội đầu tư; đường này biểu thị sinh lợi từ việc mua các tài sản thực. Sinh lợi từ dự án “tốt nhất” có thể cao hơn nhiều so với sinh lợi trên thị trường vốn, cho nên đường cơ hội đầu tư ban đầu có thể rất dốc. Nhưng, trừ khi cá nhân này là một nguồn cảm hứng vô tận trong hoạt động đầu tư, đường biểu diễn sẽ trở nên thoải dần. Điều này được minh họa trong hình 2-4. Trong hình này, vốn đầu tư 10.000 đô-la ban đầu sẽ tạo ra một ngân lưu là 20.000 đô-la, trong khi khoản vốn đầu tư 10.000 đô-la tiếp theo chỉ mang lại một ngân lưu là 15.000 đô-la. Theo thuật ngữ kinh tế học, đây là quy tắc sinh lợi biên giảm dần của vốn đầu tư.

**Hình 2.4**

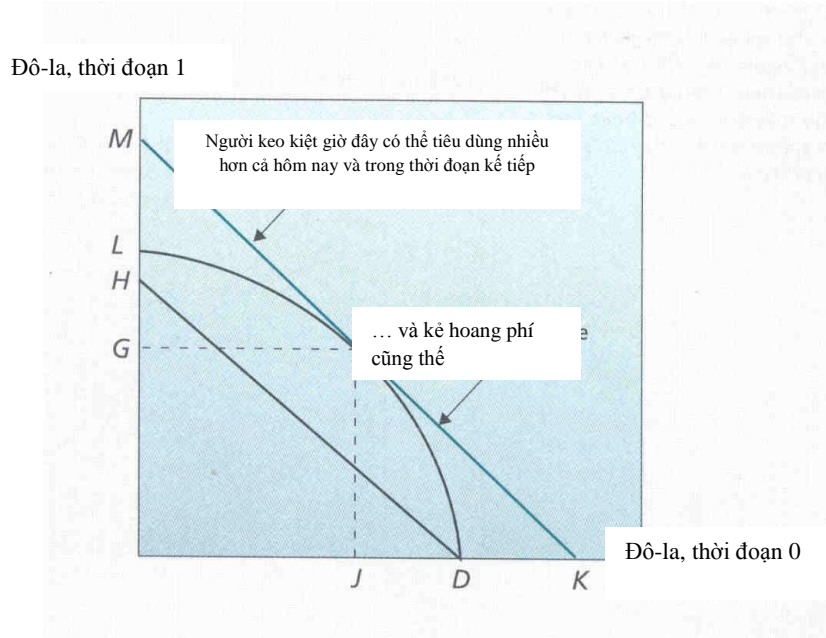
Ảnh hưởng của việc đầu tư vào tài sản thực đối với ngân lưu trong thời đoạn 0 và thời đoạn 1. Ta thấy sinh lợi biên giảm dần khi số vốn đầu tư tăng lên.



Bây giờ chúng ta có thể quay lại với ví dụ giả định của mình và tìm hiểu xem phúc lợi của bạn sẽ chịu ảnh hưởng như thế nào bởi việc bạn có thể đầu tư vào tài sản thực. Lời giải đáp của câu hỏi này được minh họa trong hình 2-5. Để hình vẽ được đơn giản, chúng ta sẽ giả định rằng bạn có một nguồn vốn tối đa ban đầu là D. Một phần của nguồn vốn này có thể hình thành do vay mượn và sẽ được hoàn trả bằng ngân lưu tương lai của bạn; nhưng ta không phải lo lắng gì về điều này, bởi vì, như ta đã thấy, số vốn D luôn luôn được sử dụng để tạo ra ngân lưu tương lai. Nếu bạn quyết định đầu tư một phần số tiền này trên thị trường vốn, bạn có thể có được một điểm bất kỳ nào đó dọc theo đường DH.

**Hình 2-5**

Cả kẻ hoang phí và người keo kiệt đều có số của cải ban đầu là D. Họ đều khám khá hơn (tăng phúc lợi) nếu họ đầu tư JD vào tài sản thực rồi vay hay cho vay trên thị trường vốn. Nếu họ chỉ có thể đầu tư vào thị trường vốn, họ phải chọn một điểm dọc theo đường DH; nếu họ chỉ có thể đầu tư vào tài sản thực, họ phải chọn một điểm dọc theo đường DL.



Bây giờ ta hãy tìm hiểu việc đầu tư vào các tài sản thực bằng cách giả sử rằng bạn có thể giữ lại J trong số vốn ban đầu và bạn đầu tư số vốn còn lại JD vào nhà xưởng và máy móc. Từ đường cong biểu thị cơ hội đầu tư, chúng ta có thể thấy rằng số vốn đầu tư đó sẽ tạo ra một ngân lưu tương lai là G. Đến đây mọi việc đều tốt đẹp cả, nhưng có thể bạn không muốn tiêu dùng J vào ngày hôm nay và G trong tương lai. May thay, bạn có thể dùng thị trường vốn để điều chỉnh chiều hướng tiêu dùng theo ý bạn. Bằng cách đầu tư toàn bộ J vào thị trường vốn, bạn có thể làm tăng thu nhập tương lai của mình thêm một lượng là GM. Như một sự lựa chọn, thông qua vay mượn từ toàn bộ thu nhập tương lai G, bạn có thể tăng thu nhập hiện tại thêm JK. Nói cách khác, thông qua cả hai hành động đầu tư JD vào tài sản thực đồng thời vay hay cho vay trên thị trường vốn, bạn có thể có được một điểm bất kỳ dọc theo đường KM. Bất luận bạn là một kẻ hoang phí hay một người keo kiệt, bạn sẽ có nhiều tiền hơn để tiêu dùng trong hiện tại hay trong năm sau so với khi bạn chỉ đầu tư vào thị trường vốn mà thôi (nghĩa là khi bạn chỉ chọn một điểm dọc theo đường DH). Bạn cũng có nhiều tiền hơn để tiêu dùng trong hiện tại hay trong năm sau so với khi bạn chỉ đầu tư vào tài sản thực (nghĩa là khi bạn chọn một điểm dọc theo đường cong DL).

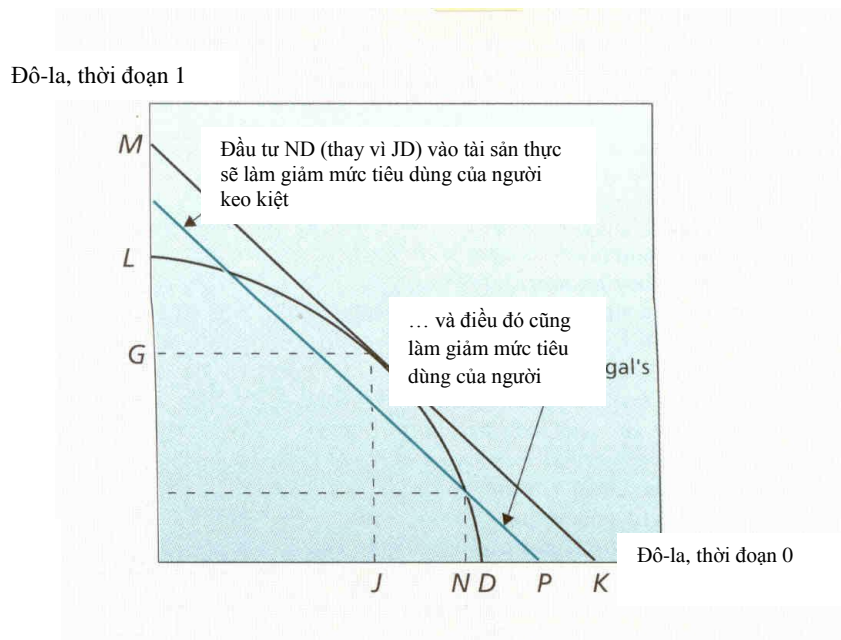
Ta hãy xem xét việc đầu tư vào tài sản thực một cách kỹ lưỡng hơn. Số tiền tối đa có thể có được ngày hôm nay từ ngân lưu tương lai của vốn đầu tư là JK. Đây là hiện giá của đầu tư. Chi phí đầu tư là JD; khoảng chênh lệch giữa hiện giá và chi phí đầu tư là DK. Đây chính là hiện giá ròng. Hiện giá ròng là phần tăng thêm của nguồn vốn ban đầu của bạn nhờ đầu tư vào tài sản thực.

Việc đầu tư số tiền JD là một hành động khôn ngoan – nó làm cho bạn khám khá hơn lên (tăng phúc lợi). Thật vậy, đây là hành động khôn ngoan nhất. Chúng ta sẽ hiểu lý do khi ta nhìn vào hình 2-6. Nếu bạn đầu tư JD vào tài sản thực, hiện giá ròng là DK. Nếu bạn đầu tư ND vào

tài sản thực chẳng hạn, thì hiện giá ròng sẽ giảm xuống còn DP. Quả thật, việc đầu tư vào tài sản thực một số vốn nhiều hơn hay ít hơn JD *ắt sẽ* làm giảm hiện giá ròng.

**Hình 2-6**

*Nếu kẻ hoang phí hay người keo kiệt đầu tư số vốn ND vào tài sản thực, thì hiện giá ròng (NPV) của việc đầu tư sẽ chỉ bằng DP. Nhà đầu tư sẽ có ít tiền hơn để tiêu dùng cả hôm nay và mai sau.*



Ta cũng nên lưu ý rằng thông qua đầu tư số vốn JD, bạn đã đầu tư cho tới điểm mà tại đó đường cơ hội đầu tư tiếp xúc với đường lãi suất, đồng thời tại tiếp điểm này, cả hai đường biểu diễn có cùng độ dốc. Bây giờ, độ dốc của đường cơ hội đầu tư tiêu biểu cho suất sinh lợi biên của đầu tư, cho nên JD là điểm mà tại đó suất sinh lợi biên của đầu tư bằng với lãi suất. Nói cách khác, bạn sẽ tối đa hoá của cải nếu bạn đầu tư vào tài sản *thực* cho đến khi nào suất sinh lợi biên của việc đầu tư giảm xuống bằng với lãi suất. Làm như thế, bạn sẽ vay hay cho vay trên thị trường vốn cho đến khi bạn đạt được sự cân đối như ý muốn giữa tiêu dùng hôm nay và tiêu dùng ngày mai.

Bây giờ chúng ta có một cơ sở lý luận cho hai quy tắc cân bằng mà chúng ta đã ngẫu nhiên đề xuất trong phần 2-1. Chúng ta có thể phát biểu lại các quy tắc đó như sau:

1. *Quy tắc hiện giá ròng.* Hãy đầu tư để tối đa hoá hiện giá ròng từ đầu tư. Đây là khoảng chênh lệch giữa hiện giá (hay giá trị chiết khấu) của thu nhập tương lai và số vốn đầu tư ban đầu.
2. *Quy tắc suất sinh lợi.* Hãy đầu tư cho tới điểm mà tại đó suất sinh lợi biên từ đầu tư bằng với suất sinh lợi từ việc đầu tư tương đương trên thị trường vốn. Đây là tiếp điểm giữa đường lãi suất và đường cơ hội đầu tư.

**\* Một giả định quan trọng**

Trong các ví dụ của chúng ta, kẻ hoang phí và người keo kiệt đều đặt một giá trị như nhau vào việc đầu tư của công ty. Họ đồng ý với nhau bởi vì họ đứng trước những cơ hội vay và cho vay

giống hệt nhau. Bất kỳ khi nào các công ty chiết khấu ngân lưu theo lãi suất thị trường vốn, điều đó có nghĩa là họ ngầm đưa ra một số giả định về các cơ hội vay và cho vay của các cổ đông của công ty. Nói chính xác ra, họ đang giả định rằng:

1. Không có những hàng rào ngăn cản sự tiếp cận thị trường vốn và không có người nào chiếm ưu thế trên thị trường đến mức có thể gây ảnh hưởng đáng kể đến giá cả.
2. Việc tiếp cận thị trường vốn thì không tốn chi phí và không có “ma sát” hay những va chạm ngăn cản hoạt động mua bán chứng khoán một cách tự do.
3. Những thông tin xác đáng về giá cả và chất lượng của từng chứng khoán đều có sẵn và phổ biến rộng rãi.
4. Không có thuế gây biến dạng.

Nói vắn tắt, chúng ta đang giả định một thị trường vốn cạnh tranh hoàn hảo. Rõ ràng trong điều kiện tốt nhất thì điều này cũng chỉ là gần đúng mà thôi, nhưng nó cũng không phải là một giả định quá tệ hại. Trước tiên, có gần 50 triệu cổ đông ở Hoa Kỳ. Ngay cả một tổ chức khổng lồ như Calpers (Quỹ hưu bổng người lao động California) cũng chỉ kiểm soát không đến 2 phần trăm cổ phiếu mua bán trên thị trường. Thứ hai, chi phí giao dịch chứng khoán nói chung đều nhỏ cả về phương diện tương đối lẫn tuyệt đối so với chi phí giao dịch các tài sản thực như nhà văn phòng và lò hơi. Cuối cùng, cho dù rõ ràng có những trường hợp trong đó các nhà đầu tư có những thông tin ưu tiên, nhưng sức mạnh vô bờ của tính háms lợi và Ủy ban Chứng khoán-Sở Giao dịch Chứng khoán bảo đảm rằng những thông tin có khả năng sinh lợi tiềm tàng hiếm khi nào về lâu dài vẫn còn là tài sản riêng của một cá nhân nào đó.<sup>7</sup>

Cho dù những điều kiện của chúng ta không được thỏa mãn hoàn toàn, nhưng cũng có những bằng chứng đáng kể cho thấy rằng diễn tiến thay đổi của giá chứng khoán cũng gần giống như khi những điều kiện này được thỏa mãn. Những bằng chứng này sẽ được trình bày và thảo luận trong chương 13.

#### \* Thị trường vốn không hoàn hảo

Giả sử chúng ta không có một thị trường vốn vận hành tốt đến như thế. Vậy thì điều này sẽ làm hỏng quy tắc hiện giá ròng của chúng ta như thế nào?

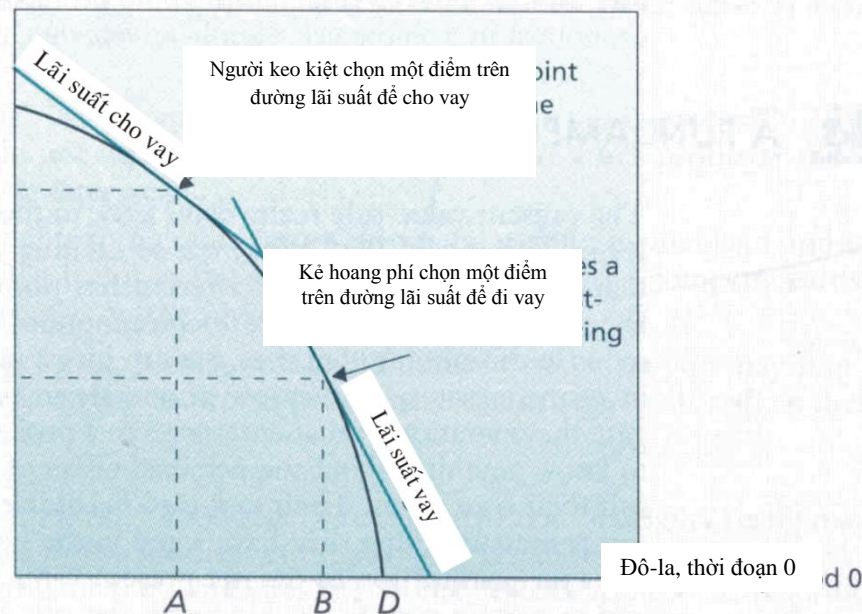
Ví dụ trong hình 2-7 cho ta thấy điều gì sẽ xảy ra nếu lãi suất đi vay cao hơn nhiều so với lãi suất cho vay. Điều này có nghĩa là khi bạn muốn chuyển từ đô-la của thời đoạn 0 sang thành đô-la của thời đoạn 1 (nghĩa là bạn cho vay), bạn sẽ di chuyển *hướng lên* trên một đường tương đối thoải hơn; khi bạn muốn chuyển từ đô-la thời đoạn 1 sang thành đô-la của thời đoạn 0 (nghĩa là khi bạn đi vay), bạn sẽ di chuyển *hướng xuống* dọc theo một đường tương đối dốc hơn. Bạn có thể thấy rằng một người muốn đi vay (phải di chuyển hướng xuống dọc theo đường dốc đứng) sẽ thích công ty đầu tư với số vốn là BD mà thôi. Ngược lại, những người muốn cho vay (phải di chuyển hướng lên trên đường thoải) sẽ thích công ty đầu tư với số vốn là AD. Trong trường hợp này, hai nhóm cổ đông khác nhau này sẽ muốn giám đốc công ty sử dụng các suất chiết khấu khác nhau. Giám đốc không có một cách thức đơn giản nào để hài hoà những mục tiêu khác nhau này.

<sup>7</sup> Tính háms lợi có ích trong trường hợp này vì bất kỳ một cá nhân nào khác có thể thu được những thông tin này có thể sử dụng chúng để thực hiện việc giao dịch háms lợi.

**Hình 2-7**

Ở đây có lãi suất cho vay và lãi suất đi vay khác nhau. Đường dốc đứng tiêu biểu cho lãi suất đối với một người đi vay; còn đường thoải hơn tiêu biểu cho lãi suất đối với một người cho vay. Trong trường hợp này, người hoang phí và kẻ keo kiệt sẽ thích những mức vốn đầu tư khác nhau.

Đô-la, thời đoạn 1



Không ai tin rằng các giả định về thị trường vốn cạnh tranh sẽ được thoả mãn hoàn toàn. Trong những chương sau của quyển sách này chúng ta sẽ thảo luận về một số trường hợp trong đó sự khác biệt về thuế khoá, chi phí giao dịch, và các yếu tố không hoàn hảo khác phải được cân nhắc như thế nào khi ra quyết định về tài chính. Tuy nhiên, chúng ta cũng sẽ thảo luận những công trình nghiên cứu cho thấy rằng, nói chung các thị trường vốn vận hành khá tốt. Đây là một lý do xác đáng để ta dựa vào hiện giá ròng làm mục tiêu của công ty. Một lý do xác đáng khác là hiện giá ròng là một quy tắc có ý nghĩa; chúng ta sẽ thấy quy tắc này ít khi mang lại những câu trả lời ngớ ngẩn so với các quy tắc khác. Nhưng bây giờ, sau khi đã lướt qua những vấn đề về thị trường không hoàn hảo, cũng giống như một nhà kinh tế học trong nạn đắm tàu, chúng ta sẽ *chấp nhận* một cách đơn giản chiếc áo phao và bơi an toàn đến bờ.

**2-3 KẾT QUẢ CƠ BẢN**

Quy tắc hiện giá ròng thực sự đã có từ năm 1930 qua công trình nghiên cứu của nhà kinh tế học vĩ đại người Mỹ Irving Fisher.<sup>8</sup> Điều thú vị trong phân tích của Fisher là ông đã khám phá ra rằng các tiêu chí đầu tư chẳng liên quan gì đến sở thích của cá nhân về tiêu dùng hiện tại so với tiêu dùng tương lai. Người hoang phí và kẻ keo kiệt đều nhất trí với nhau về số vốn mà họ muốn đầu tư vào tài sản thực. Bởi vì họ có cùng những tiêu chí đầu tư như nhau, họ có thể hợp tác

<sup>8</sup> I. Fisher, *Lý thuyết về quyền lợi*, Augustus M. Kelly, New York, 1965 (in lại từ ấn bản 1930). Phần minh hoạ bằng đồ thị của chúng ta theo sát cách trình bày trong tài liệu của E. F. Fama và M. H. Miller, *Lý thuyết tài chính*, Hilt, Rinehart và Winston, New York, 1972.

trong cùng một doanh nghiệp và có thể uỷ thác một cách an toàn việc điều hành doanh nghiệp cho một giám đốc chuyên nghiệp. Các giám đốc không cần phải biết bất kỳ điều gì về thị hiếu cá nhân của các cổ đông và không nên xem xét đến thị hiếu riêng của mình. Nhiệm vụ của họ là tối đa hoá hiện giá ròng. Nếu họ thành công, họ có thể yên tâm rằng họ đã hành động vì lợi ích tốt nhất của các cổ đông.

Lập luận của chúng ta về quy tắc hiện giá ròng chỉ mới hạn chế trong hai thời đoạn và ngân lưu chắc chắn. Tuy nhiên, quy tắc này cũng có ý nghĩa trong những trường hợp mà ngân lưu phát sinh trong thời đoạn kế tiếp. Lập luận của chúng ta như sau:

1. Một giám đốc tài chính sẽ hành động vì lợi ích của các cổ đông của công ty.
2. Mỗi cổ đông muốn ba điều:
  - (a) Càng giàu có càng tốt, nghĩa là họ muốn tối đa hoá của cải hiện tại.
  - (b) Đưa của cải vào tiêu dùng ứng với bất kỳ cách thức tiêu dùng theo thời gian nào mà họ thích nhất.
  - (c) Chọn những đặc điểm rủi ro của kế hoạch tiêu dùng đó.
3. Nhưng các cổ đông không cần đến sự giúp đỡ của giám đốc tài chính để đạt được cách thức tiêu dùng theo thời gian tốt nhất. Các cổ đông có thể tự mình làm điều đó, miễn là họ được tự do tiếp cận với thị trường vốn cạnh tranh. Họ cũng có thể chọn những đặc điểm rủi ro của kế hoạch tiêu dùng riêng của họ thông qua đầu tư vào những chứng khoán nhiều rủi ro hơn hay ít rủi ro hơn.
4. Vậy thì giám đốc tài chính có thể giúp các cổ đông của công ty như thế nào? Họ làm thế thông qua việc làm tăng giá trị thị trường của vốn góp của các cổ đông trong công ty. Cách làm của họ là nắm bắt tất cả các cơ hội đầu tư có hiện giá ròng dương.

Điều này mang đến cho ta điều kiện cơ bản cho hoạt động thành công của một nền kinh tế thị trường. Sự tách biệt giữa sự sở hữu và sự quản lý là một điều kiện cần thiết thực tế cho những tổ chức lớn. Nhiều công ty có hàng trăm ngàn cổ đông, không ai có cùng thị hiếu tiêu dùng, của cải, hay những cơ hội cá nhân như nhau. Chẳng có cách gì để toàn bộ các cổ đông của công ty liên quan một cách tích cực đến việc quản lý điều hành: Điều đó cũng giống như điều hành thành phố New York bằng một loạt các cuộc họp với sự tham dự của toàn bộ dân cư. Do đó, chính quyền phải được uỷ thác (những người được bầu ra). Điều nổi bật ở đây là các giám đốc công ty có thể được ban cho một chỉ thị đơn giản: Tối đa hoá hiện giá ròng.

### Các mục tiêu khác của công ty

Đôi khi bạn nghe các giám đốc phát biểu như thể công ty có những mục tiêu khác. Ví dụ, họ có thể nói rằng công việc của họ là tối đa hoá lợi nhuận. Điều này nghe có vẻ hợp lý. Xét cho cùng, chẳng lẽ các cổ đông không thích sở hữu một công ty có lãi hơn so với một công ty không có lãi? Nhưng, nói chính xác ra, tối đa hoá lợi nhuận không có ý nghĩa như một mục tiêu của công ty. Ở đây có ba lý do:

1. “Tối đa hoá lợi nhuận” để lại cho chúng ta một câu hỏi mở “Lợi nhuận của năm nào?” Chắc là các cổ đông không muốn giám đốc tăng lợi nhuận năm tới bằng tổn thất của lợi nhuận trong những năm sau nữa.
2. Một công ty cũng có thể tăng lợi nhuận tương lai bằng cách cắt giảm cổ tức và đầu tư tiền mặt. Điều này không vì lợi ích của cổ đông nếu như công ty chỉ nhận được một tỷ suất sinh lời thấp trên vốn đầu tư.
3. Các nhà kế toán khác nhau tính toán lợi nhuận theo những cách khác nhau. Vì vậy, bạn có thể thấy rằng một quyết định làm cải thiện lợi nhuận dưới mắt của một nhà kế toán này lại làm giảm lợi nhuận trong mắt một nhà kế toán khác.



**Các giám đốc có tối đa hoá lợi nhuận không?** Các giám đốc thực thụ có thực sự tối đa hoá hiện giá ròng không? Một số người hay lý tưởng hoá rằng các giám đốc sẽ không buộc phải hành động vì lợi ích ích kỷ của các cổ đông. Những người có óc thực tế lập luận rằng, bất kể giám đốc phải làm những gì, họ thực sự quan tâm đến chính họ.

Trước tiên ta hãy trả lời những người hay lý tưởng hoá vấn đề. Việc chú trọng vào giá trị có nghĩa là các giám đốc phải hành động như những kẻ tham lam háms lợi chuyên hà hiếp kẻ yếu và những người không tự lo liệu được chăng? Phần lớn quyển sách này nói về những chính sách tài chính làm tăng giá trị của công ty. Không một chính sách nào trong đó đòi hỏi người ta phải chà đạp kẻ yếu và những người không được giúp đỡ. Trong hầu hết các trường hợp, không có sự mâu thuẫn giữa việc làm điều có lợi (tối đa hoá giá trị) và làm điều tốt.

Ở đây chúng ta nhớ lại một cuộc điều tra về giới thương nhân để tìm hiểu xem liệu họ có nỗ lực tối đa hoá lợi nhuận hay không. Họ đã phẫn nộ bác bỏ khái niệm này, phản kháng rằng họ có tinh thần trách nhiệm, biết e sợ thánh thần, và vân vân: Trách nhiệm của họ vượt ra ngoài mục tiêu lợi nhuận thông thường. Nhưng khi câu hỏi được đặt lại dưới hình thức khác và họ được hỏi liệu họ có thể tăng lợi nhuận bằng cách tăng hay giảm giá bán của họ không, họ đáp rằng không có một chính sách nào làm như thế cả.<sup>9</sup> Trong một mạch lập luận gần tương tự, chúng ta ngờ rằng nhiều giám đốc không có một mục tiêu rõ ràng là tối đa hoá hiện giá ròng, và thậm chí có thể không nghĩ đến một hành động nào khác hơn việc làm giảm hiện giá ròng này.

Lẽ dĩ nhiên, những vấn đề đạo đức phát sinh trong kinh doanh cũng giống như trong những lĩnh vực khác của cuộc sống, và do đó, khi ta nói rằng mục tiêu của doanh nghiệp là tối đa hoá của cải của cổ đông, chúng ta không có ý bất chấp mọi điều. Một phần, luật pháp ngăn chặn các giám đốc không được đưa ra những quyết định rành rành không lương thiện, nhưng đa số các giám đốc không đơn thuần chỉ bận tâm về việc quan sát tính xác đáng của thuật ngữ pháp lý hay giữ các văn bản hợp đồng. Trong các giao dịch kinh doanh, cũng như trong những giao dịch hàng ngày khác, còn có những quy tắc ngầm ẩn hay những quy tắc bất thành văn về cách thức hành xử của chúng ta. Để làm việc với nhau một cách hiệu quả, ta cần tin cậy lẫn nhau. Nhờ vậy, những vụ việc làm ăn lớn lao thường được hoàn tất bằng một cái bắt tay, và mỗi bên biết rằng bên kia sẽ không bội ước sau này nếu diễn tiến sự việc trở nên xấu đi. Bất kể điều gì xảy ra làm yếu đi sự tin cậy này, phúc lợi của chúng ta sẽ giảm đi ít nhiều.<sup>10</sup>

Các giám đốc xử sự ngay thẳng một phần vì họ biết rằng làm như thế là vì lợi ích chung. Nhưng những giám đốc tốt cũng biết rằng danh tiếng của công ty là một trong những tài sản quan trọng nhất và do đó, hành động trung thực và giữ lời hứa là những cách thực hành kinh doanh tốt. Johnson and Johnson là ví dụ về một công ty rất trân trọng danh tiếng của mình. Năm 1986 khi công ty phát hiện ra rằng các viên thuốc con nhộng Tylenol bị làm giả, công ty ngay lập tức thu hồi toàn bộ các lọ thuốc tại các cửa hiệu. Hành động này tốn hết 140 triệu đô-la, nhưng công ty biết rằng sẽ phải tốn kém hơn thế nữa nếu chậm trễ xử lý rủi ro hay che đậy nó.

Trong nhiều giao dịch tài chính, một đối tác có nhiều thông tin hơn đối tác kia. Điều này mở ra nhiều cơ hội cho những thủ đoạn bất lương và lọc lừa trắng trợn, và vì các hoạt động xảo trá thì vui thú hơn so với hoạt động của những người trung thực, các kế sách chất đầy chuyện về những kẻ lừa đảo tài chính. Các công ty tài chính trung thực phản ứng lại như thế nào? Đó là gây dựng những mối quan hệ dài hạn với khách hàng và xây dựng tên tuổi về sự chính trực tài chính và làm ăn trung thực. Các ngân hàng lớn và các công ty chứng khoán biết rằng tài sản đáng giá

<sup>9</sup> Trích trong tài liệu của J. Stigler, *Lý thuyết giá cả*, xuất bản lần thứ 3, Nhà xuất bản Macmillan, New York, 1966.

<sup>10</sup> Xem thảo luận về vấn đề này trong tài liệu của A. Schleifer và L. H. Summers, "Phá vỡ niềm tin trong việc tiếp quản công ty" trong ấn bản của A. J. Auerbach (hiệu đính), *Tiếp quản công ty: nguyên nhân và hậu quả*, Nhà xuất bản Đại học Chicago, 1988.

nhất của họ chính là danh tiếng của họ; khi tìm kiếm khách hàng mới, họ nhấn mạnh vào lịch sử hoạt động lâu đời và cách xử sự có trách nhiệm của công ty. Khi có chuyện gì đó xảy ra làm xói mòn tên tuổi đó, tổn thất có thể vô cùng lớn lao.

Ta hãy xem trường hợp vụ xi-căng-đan về đấu giá của công ty Salomon Brothers vào năm 1991.<sup>11</sup> Một nhà giao dịch của công ty Salomon cố gắng lẩn tránh những quy tắc giới hạn sự tham gia của công ty trong việc đấu giá trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ bằng cách nộp hồ sơ dự thầu dưới tên tuổi của các khách hàng của công ty mà không cho khách hàng biết. Khi sự việc này bị đổ bể, Salomon giải quyết vụ việc bằng một khoản nộp phạt gần 200 triệu đô-la và trích quỹ thanh toán cho các vụ khiếu kiện dân sự hết 100 triệu đô-la. Thế nhưng sự giảm sút giá trị cổ phiếu của Salomon Brothers còn vượt xa con số 300 triệu đô-la. Trên thực tế, giá cổ phiếu rớt khoảng 1 phần 3, tương đương với việc giảm sút 1,5 tỷ đô-la giá trị thị trường của công ty.

Tại sao giá trị của công ty giảm sút dữ dội đến thế? Nói chung là vì các nhà đầu tư lo rằng Salomon sẽ thua lỗ kinh doanh do khách hàng giờ đây đã mất lòng tin vào công ty. Mối thiệt hại đối với tên tuổi của Salomon còn lớn lao hơn nhiều so với những chi phí chính thức cho vụ xi-căng-đan này và gây tổn thất gấp hàng trăm ngàn lần so với lợi ích tiềm tàng mà Salomon có thể có được qua những vụ làm ăn phi pháp.

**Các giám đốc có quan tâm đến lợi ích riêng của họ không?** Bây giờ, đối với những người có óc thực tế cho rằng các giám đốc quan tâm đến lợi ích riêng của họ hơn là lợi ích của các cổ đông thì sao?

Ta hãy suy nghĩ về doanh thu ròng của công ty như một ổ bánh được cắt ra chia cho những người có quyền hưởng lợi đối với công ty. Những người này bao gồm ban giám đốc và lực lượng lao động cũng như những người cho vay và các cổ đông đã bỏ tiền ra để thành lập và duy trì hoạt động kinh doanh. Chính phủ cũng là một thành phần được hưởng lợi nữa, vì chính phủ thu thuế đối với lợi nhuận của doanh nghiệp.

Tất cả những người được hưởng lợi này được ràng buộc với nhau bằng một mạng lưới phức tạp các hợp đồng và sự hiểu biết. Ví dụ, khi các ngân hàng cho doanh nghiệp vay tiền, họ đòi hỏi phải có một hợp đồng chính thức qui định lãi suất và ngày hoàn trả khoản vay, có thể còn qui định thêm những hạn chế về cổ tức hay việc vay mượn thêm v.v... Nhưng bạn không thể soạn thảo những văn bản quy tắc để bao hàm mọi biến cố có thể xảy ra trong tương lai. Vì thế các văn bản hợp đồng được bổ sung bằng sự hiểu biết. Ví dụ, các giám đốc hiểu rằng để đổi lấy mức lương cao, họ được kỳ vọng là sẽ làm việc hăng say và không nằng đi một phần ổ bánh cho những sinh hoạt xa xỉ cá nhân của họ một cách tùy tiện.

Điều gì cưỡng chế thực thi sự hiểu biết này? Liệu có thực tế hay không nếu ta cứ tin rằng giám đốc tài chính sẽ luôn luôn hành động đại diện cho lợi ích của cổ đông? Các cổ đông không thể suốt ngày ngồi giữ chiếc ống nhòm để kiểm tra xem các giám đốc có trốn tránh trách nhiệm hay không. Chúng ta sẽ xem xét kỹ hơn những thỏa thuận theo định chế giúp bảo đảm rằng túi tiền của các cổ đông được nằm kề trái tim của các giám đốc.

- Các giám đốc phải chịu sự giám sát của các chuyên gia. Hành động của họ được giám sát bởi hội đồng quản trị; các ngân hàng cũng làm công việc dò xét các giám đốc khi họ theo dõi diễn tiến hoạt động của những doanh nghiệp vay tiền ngân hàng.

<sup>11</sup> Phân thảo luận này dựa vào tài liệu của Clifford W. Smith, Jr., "Kinh tế học và đạo đức: Trường hợp của công ty Salomon Brothers," *Journal of Applied Corporate Finance*, 5: 23-28 (mùa hạ 1992).

- Những kẻ trốn tránh trách nhiệm có thể nhận thấy rằng họ có khả năng bị hắt cẳng bởi những giám đốc năng động. Sự cạnh tranh này có thể phát sinh ngay trong doanh nghiệp, nhưng những công ty làm ăn yếu kém còn có thể bị tiếp quản bởi những công ty khác. Kiểu tiếp quản công ty này thường mang đến một đội ngũ giám đốc mới và ban giám đốc cũ sẽ bị đẩy ra ngoài.

Như vậy, trong những công ty lớn ở Hoa Kỳ sẽ không có những giám đốc lười nhác hay xao nhãng trước lợi ích cổ đông. Ngược lại, áp lực của thành quả công việc có thể rất lớn. Chỉ cần hỏi Robert Stempel, cựu giám đốc công ty General Motors; John Alers, cựu chủ tịch công ty IBM; Kay Whitmore, cựu chủ tịch công ty Eastman Kodak; và Kenneth Olsen, nhà sáng lập và cựu chủ tịch Công ty thiết bị kỹ thuật số (Digital Equipment Corporation). Tất cả đều bỏ lại vị trí của họ trong sự thúc hối của các nhà đầu tư và hội đồng quản trị của công ty. Không ai lười nhác hay xao nhãng quyền lợi của cổ đông cả, nhưng từng người một đều đã bước sang một bên khi lợi nhuận và sức cạnh tranh của công ty bị sa sút và nhu cầu phải có những chiến lược mới trở nên rõ ràng hơn.

Chúng ta không muốn tạo ra ấn tượng rằng đời sống công ty là một cuộc đấu tranh quyết liệt hay một chuỗi những tranh cãi âm ỉ. Chẳng phải thế, bởi vì tài chính công ty trong thực tế liên quan đến việc hài hoà giữa lợi ích cá nhân và lợi ích công ty – giúp mọi người cùng làm việc với nhau để gia tăng giá trị của cả ổ bánh, chứ không chỉ là độ lớn của miếng bánh cắt ra cho từng người.

## 2-4 TÓM TẮT

Trong chương này chúng tôi đã trình bày khái niệm hiện giá như một phương thức xác định giá trị. Việc tính toán hiện giá thật dễ dàng. Chỉ cần chiết khấu ngân lưu tương lai bằng một suất chiết khấu thích hợp, thường được gọi là *chi phí cơ hội của vốn*.

$$\text{Hiện giá (PV)} = \frac{C_1}{1+r}$$

Hiện giá ròng là hiện giá cộng với ngân lưu tức thời:

$$\text{Hiện giá ròng (NPV)} = C_0 + \frac{C_1}{1+r}$$

Nên nhớ rằng  $C_0$  có giá trị âm nếu ngân lưu tức thời là một khoản vốn đầu tư, nghĩa là nếu đó là một ngân lưu chi ra.

Suất chiết khấu được xác định bằng suất sinh lợi thịnh hành trên thị trường vốn. Nếu ngân lưu tương lai tuyệt đối an toàn, thì suất chiết khấu là lãi suất của những chứng khoán an toàn như nợ của chính phủ Hoa Kỳ. Nếu ta không biết một cách chắc chắn về độ lớn của ngân lưu tương lai, thì ta nên chiết khấu ngân lưu kỳ vọng bằng suất sinh lợi kỳ vọng có được từ những chứng khoán có rủi ro tương đương. Chúng ta sẽ thảo luận thêm về vấn đề này trong chương 7.

Chúng ta phải chiết khấu ngân lưu vì hai lý do đơn giản: trước tiên, bởi vì một đô-la ngày hôm nay đáng giá nhiều hơn một đô-la ngày mai, và thứ hai, bởi vì một đô-la rủi ro thì không đáng giá bằng một đô-la an toàn. Các công thức tính PV và NPV là những biểu thức bằng số để diễn đạt những ý tưởng này. Chúng ta nhìn vào suất sinh lợi đang thịnh hành trên thị trường vốn

để xác định xem chúng ta sẽ chiết khấu bao nhiêu cho thời gian và cho rủi ro. Thông qua tính hiện giá của một tài sản, về thực chất là ta đang ước lượng xem thử người ta sẽ trả bao nhiêu cho tài sản đó nếu họ có phương án chọn lựa khác là đầu tư vào thị trường vốn.

Khái niệm hiện giá ròng cho phép chúng ta tách biệt một cách hiệu quả giữa sự sở hữu và sự quản lý công ty. Một giám đốc chỉ đầu tư vào những tài sản có hiện giá ròng dương sẽ phục vụ đặc lực nhất cho lợi ích của từng người chủ sở hữu công ty – bất kể sự khác biệt của những người chủ sở hữu này về của cải và sở thích. Điều này có thể xảy ra với sự hiện hữu của thị trường vốn cho phép từng cổ đông có thể xây dựng một kế hoạch đầu tư cá nhân theo ý thích riêng phù hợp với nhu cầu riêng của họ. Ví dụ, người ta không cần công ty phải soạn thảo một chính sách đầu tư để có được một chuỗi ngân lưu phù hợp với cách thức tiêu dùng theo thời gian mà các cổ đông ưa thích. Các cổ đông có thể tự dịch chuyển nguồn vốn của họ hướng tới tương lai hay hiện tại một cách hoàn hảo, miễn là họ có thể tự do tiếp cận với thị trường vốn cạnh tranh. Thật ra, kế hoạch tiêu dùng theo thời gian của họ chỉ bị ràng buộc bởi hai điều: của cải cá nhân của họ (hay họ thiếu những của cải đó) và lãi suất mà họ có thể vay hay cho vay. Giám đốc tài chính của công ty không thể ảnh hưởng đến lãi suất nhưng có thể làm tăng của cải của cổ đông. Để làm điều đó, họ đầu tư vào những tài sản có hiện giá ròng dương.