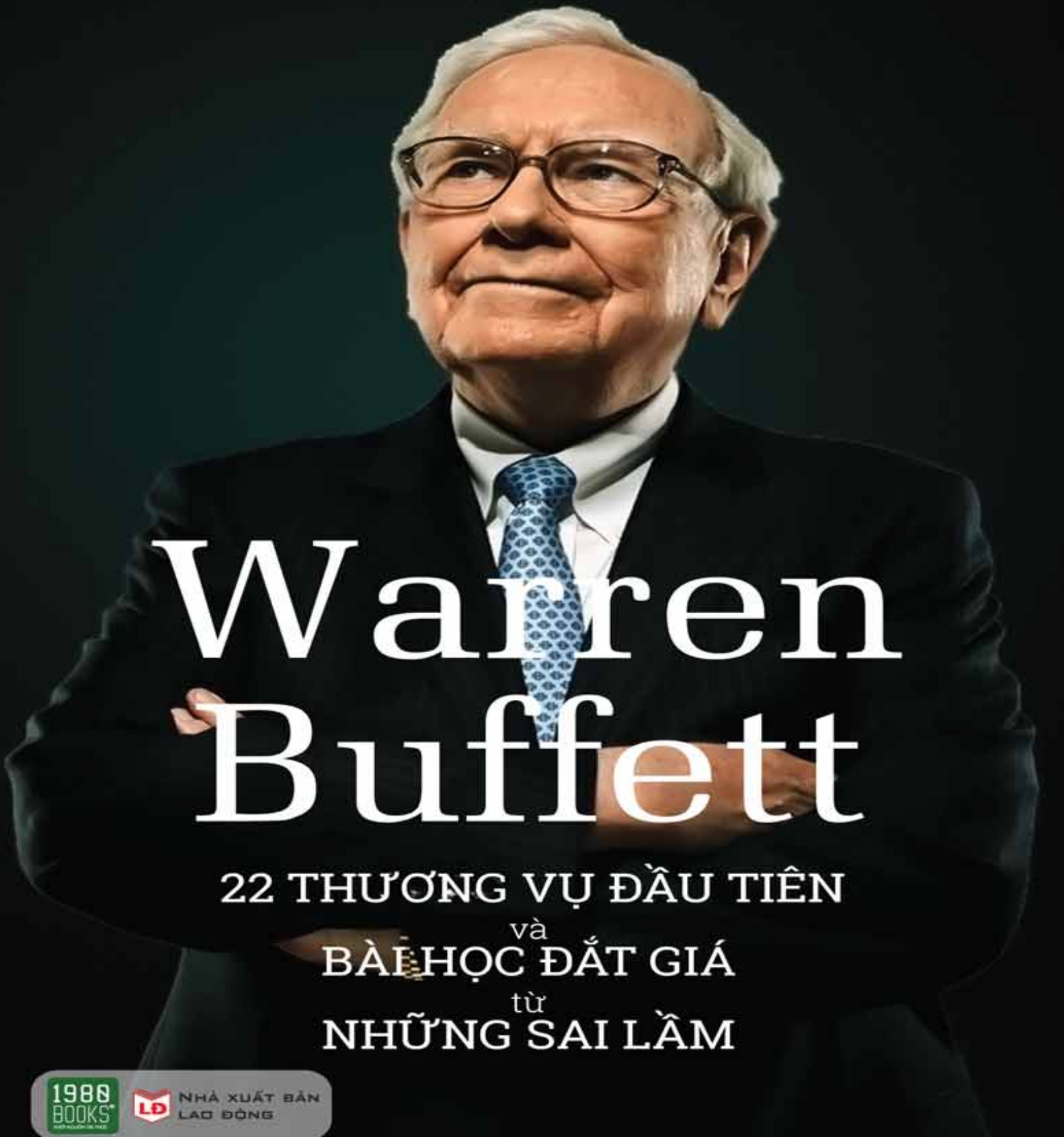


Tác giả bán chạy số 1 với tác phẩm  
*THE FINANCIAL TIMES GUIDE TO INVESTING*

**GLEN ARNOLD**

Diệu Hương dịch

A portrait of Warren Buffett, an older man with white hair and glasses, wearing a dark suit, white shirt, and a blue patterned tie. He is looking slightly upwards and to the right with a thoughtful expression.

# Warren Buffett

22 THƯƠNG VỤ ĐẦU TIÊN

và  
BÀI HỌC ĐẮT GIÁ  
từ  
NHỮNG SAI LẦM

1988  
BOOKS\*



NHÀ XUẤT BẢN  
LAO ĐỘNG

join here > [https://t.me/tailieu\\_trader](https://t.me/tailieu_trader)



join here > [https://t.me/tailieu\\_trader](https://t.me/tailieu_trader)

# Mục lục

1. [Lời nói đầu của Lawrence Cunningham](#)
2. [Lời giới thiệu](#)
3. [PHẦN 1 - THIẾT LẬP BỐI CẢNH](#)
4. [Câu chuyện về Warren Buffett](#)
5. [PHẦN 2 - CÁC THƯƠNG VỤ ĐẦU TƯ](#)
6. [Thương vụ số 1: Cities services](#)
7. [Thương vụ số 2: GEICO](#)
8. [Thương vụ số 3 và 4: Nhà máy Cleveland Worsted và Trạm Xăng](#)
9. [Thương vụ số 5: Công ty Rockwood](#)
10. [Thương vụ số 6: Công ty Sanborn Maps](#)
11. [Thương vụ số 7: Nhà máy Dempster](#)
12. [Thương vụ số 8: American Express](#)
13. [Thương vụ số 9: Disney](#)
14. [Thương vụ số 10: Berkshire Hathaway](#)
15. [Thương vụ số 11: Công ty bảo hiểm National Indemnity](#)
16. [Thương vụ số 12: Hochschild-Kohn](#)
17. [Thương vụ số 13: Associated Cotton Shops](#)
18. [Thương vụ số 14: Đầu tư vào các mối quan hệ](#)
19. [Thương vụ số 15: Ngân hàng Quốc gia và Quỹ tín thác Illinois](#)
20. [Thương vụ số 16: Thời báo Omaha Sun](#)
21. [Thương vụ số 17: Thêm các công ty bảo hiểm](#)
22. [Thương vụ số 18: Sự đầu tư đúng mực của Buffet](#)
23. [Thương vụ số 19: Công ty tem Blue Chip](#)
24. [Thương vụ số 20: Công ty bánh kẹo See's Candies](#)
25. [Thương vụ số 21: Thời báo Washinton Post](#)
26. [Thương vụ số 22: Công ty tài chính Wesco](#)
27. [Sự hợp nhất - Mọi thứ sáp nhập vào Berkshire Hathaway](#)
28. [Chú thích](#)

# Lời nói đầu của Lawrence Cunningham

**Những điều cuốn sách này chia sẻ**

B

ắt đầu với số tiền tiết kiệm 120 đô từ khi còn là một đứa trẻ 11 tuổi vào năm 1941, nhà đầu tư vĩ đại nhất thế giới, Warren Buffett, đã tốn khoảng bốn thập kỷ để kiếm được 100 triệu đô la đầu tiên. Cuốn sách này dõi theo các thương vụ ông đã thực hiện trong 37 năm, lý giải nguyên nhân đằng sau mỗi khoản đầu tư quan trọng và cho ta thấy cách ông đã tích lũy tài sản từ khi bắt đầu sự nghiệp của mình.

Không hiểu biết về đầu tư cổ phiếu ngay từ đầu, Buffett đã phải phát triển triết lý đầu tư của mình, và học hỏi thông qua những thành công cũng như thất bại trong việc lựa chọn các công ty có giá trị. Cuốn sách nói về việc triết lý đầu tư của Buffett đã được phát triển như thế nào và điều đó đã mang đến bài học gì cho các nhà đầu tư ngày nay?

Không phải mọi chuyện đều xuôi chèo mát mái với Buffett, đã có rất nhiều sai lầm trên đường đi. Có những giai đoạn dài của sự thất vọng trộn lẫn với thành công. Việc trên thực tế Buffett cũng từng sai lầm giúp trấn an các nhà đầu tư khác. Thật an ủi khi biết rằng một người cuối cùng làm nên hàng tỷ đô cũng từng hay mắc lỗi. Nó giúp chúng ta kiên cường trước những thất bại của chính mình. Sai lầm lớn nhất của tất cả chúng ta là mặc định rằng các nhà đầu tư phải luôn hoàn hảo. Về mặt tâm lý, các nhà đầu tư phải chuẩn bị cho rất nhiều những cú ngoặt, những cú đánh sai, để rồi phản công lại. Và sẽ luôn hữu ích khi nhớ rằng chúng ta có thể học hỏi từ những sai lầm của người khác cũng như của chính chúng ta; còn ai tốt hơn để học hỏi ngoài Buffett và nhận định của ông về những sai lầm của chính mình?

Trọng tâm của cuốn sách này là để phân tích các giao dịch đầu tư, bởi thế tôi ít chú tâm đến cuộc sống cá nhân của Buffett. Nếu bạn đang tìm kiếm một cuốn tự truyện, cuốn sách này không dành cho bạn. Tuy nhiên, nếu bạn muốn trở thành một nhà đầu tư giỏi hơn và muốn tìm hiểu cách làm thế nào một người có thể kiếm được một khoản tiền lớn bằng cách tuân theo các nguyên tắc đầu tư đúng đắn, thì bạn hãy đọc tiếp.

## **Đối tượng của cuốn sách này**

Cuốn sách này dành cho các nhà đầu tư muốn học hỏi, hoặc cần được nhắc nhở để luôn ghi nhớ trong đầu các quy tắc quan trọng phục vụ đầu tư thành công. Quá trình học hỏi được thiết lập trong khuôn khổ của một loạt nghiên cứu hấp dẫn về các giao dịch đầu tư của Warren Buffett.

## **Cuốn sách này được cấu trúc như thế nào**

Cuốn sách này theo đuổi hành trình chinh phục 100 triệu đô la đầu tiên của Buffett. Chúng tôi bắt đầu với thương vụ đầu tư vào thị trường chứng khoán đầu tiên của Buffett khi ông còn là một cậu bé và xem xét lại lịch sử của 22 trong tổng số các khoản đầu tư của ông. Phần 2 được sắp xếp như một loạt các chương tập trung lần lượt vào các giao dịch này. Bạn có thể lướt qua và đọc riêng lẻ các giao dịch bạn đặc biệt quan tâm nếu muốn, nhưng trước tiên tôi khuyến khích bạn đọc theo thứ tự thời gian để thấu hiểu Buffett đã phát triển với tư cách một nhà đầu tư như thế nào. Mỗi câu chuyện trong cuộc hành trình đều có những bài học hữu ích cho chúng ta hôm nay.

Tôi sẽ không mô tả toàn bộ các khoản đầu tư Buffett thực hiện trong 37 năm - điều đó sẽ khiến cuốn sách này trở nên quá dài. Chỉ có những nghiên cứu điển hình để lại tác động lớn nhất lên sự giàu có của Buffett và triết lý của ông mới được chọn để phân tích.

Trước khi tôi bắt đầu đi vào xem xét một loạt các giao dịch, Phần 1 bao gồm hai chương giới thiệu rất quan trọng giúp đảm bảo cho bạn đọc thu được nhiều giá trị nhất từ cuốn sách này. Chương đầu cung

cấp một bản tóm tắt ngắn gọn các thỏa thuận đầu tư được đề cập đến trong Phần 2. Trong chương thứ hai, tôi nghiên cứu về việc Benjamin Graham đã ảnh hưởng đến triết lý đầu tư của Buffett như thế nào.

Một lưu ý về các chữ viết tắt thông dụng: Tôi sử dụng chữ viết tắt BPL để chỉ Buffett Partnership Ltd. - Công ty Trách nhiệm Hữu hạn Hợp tác Buffet, vốn là công ty hợp tác đầu tư của Warren Buffett trong giai đoạn đầu của sự nghiệp. Trong quá trình nghiên cứu và viết cuốn sách này, tôi đã đọc rất nhiều lá thư Buffett viết cho các đối tác của mình trong BPL. Những lá thư này có sẵn trên mạng internet. Tôi cũng sử dụng BH để viết tắt cho Berkshire Hathaway.

# Lời giới thiệu

## Những điều cuốn sách này chia sẻ

C

uốn sách được khởi nguồn từ cách đây khoảng bốn năm khi tôi quyết định ngừng các hoạt động khác để cho phép bản thân tập trung đầy đủ vào đầu tư thị trường chứng khoán. Điều này có nghĩa là từ bỏ nhiệm kỳ giáo sư, ngừng việc giảng dạy đang mang lại tài chính cho tôi ở thành phố London và, mĩa mai thay, rút hẳn về phía sau để viết sách.

Là một phần của quá trình đầu tư toàn thời gian mới, để tạo ra một bản ghi nhớ về quá trình logic tôi đã trải qua để lựa chọn các cổ phần, tôi đã viết những bài blog ngắn đưa ra phân tích của mình trên một trang web miễn phí đơn giản. Tôi cảm thấy thật xúc động khi buộc phải thể hiện rõ ràng và công khai những lý do tại sao tôi đã phân bổ vốn một cách cụ thể như vậy. Và bên cạnh đó, trí nhớ của tôi tệ đến nỗi tôi cần một cách để vài tháng sau nhớ lại lý do mình đã thực hiện những khoản đầu tư đó.

Sau này, tôi đã được trang web đầu tư ADVFN mời viết bài trên trang bản tin của họ. Tôi chấp nhận và một phần những gì tôi viết đã trở thành một loạt các bài viết về các giao dịch đầu tư của Warren Buffett. Cuốn sách này được tạo nên từ những bài viết đó.

## Câu hỏi “Tại sao?”

Bạn có thể nghĩ rằng Buffett đã được quá nhiều người khai thác và chẳng còn gì mới để nói nữa, nhưng khi đọc những tư liệu đó, tôi động lại một cảm giác không thoải mái. Nhiều tác giả viết về Buffett tập trung vào việc ông đầu tư cái gì và kiếm được bao nhiêu từ những khoản đầu tư đó. Nhưng tôi muốn biết tại sao. Những điểm đặc biệt nào của các công ty Buffett chọn đã khiến chúng trở nên nổi bật? Có phải khác biệt nằm ở những con số trong bảng cân đối

kế toán, lịch sử lợi nhuận, chiến lược định vị hay trong những phẩm chất quản lý? Tôi muốn biết chi tiết. Làm thế nào để Buffett đi từ bước này sang bước khác, từ việc gần như không có đồng nào để trở nên vô cùng giàu có?

Đối với mỗi bước tiến chính của ông, tôi luôn cố gắng hiểu sâu hơn dưới góc độ tại sao. Đối với mỗi khoản đầu tư, việc này đòi hỏi một sự điều tra từ đầu và việc sử dụng nhiều nguồn thông tin khác nhau. Ưu tiên của tôi là tập trung vào các tài liệu phân tích về các công ty mà Buffett đã lựa chọn và tôi không dành nhiều thời gian cho cuộc sống cá nhân của Buffett, điều vốn đã được đề cập ở những cuốn khác. Bởi lẽ đó, bạn sẽ không tìm thấy nhiều về cuộc sống cá nhân của Buffett trong cuốn sách này.

Có hàng chục thỏa thuận đầu tư quan trọng cần được nhắc đến và mỗi thương vụ đều cần một phân tích đầy đủ. Sẽ thật không công bằng nếu chúng bị nhồi nhét vào trong một cuốn sách và vì vậy, tôi nghĩ việc cuốn sách dừng lại tại thời điểm Buffett đạt được mốc quan trọng 100 triệu đô giá trị tài sản ròng, khi ông hợp nhất tất cả các khoản đầu tư vào một công ty cổ phần mang tên Berkshire Hathaway là đúng đắn. Ông làm việc này vào năm 1978, ở độ tuổi 48, và đó là nơi cuốn sách đầu tiên trong loạt sách này kết thúc.

## **Mối liên kết với Buffett**

Tôi đã được mở mang tầm mắt trước sự phong phú về mặt ý tưởng của Buffett nhiều năm trước đây. Một cách tự nhiên, tôi đã trở thành một cổ đông của Berkshire Hathaway, và thường xuyên tới thăm Omaha trong Đại hội đồng cổ đông của Berkshire Hathaway.

Giai thoại yêu thích từ các chuyến viếng thăm Omaha là khi tôi, chỉ mình tôi, đã buộc Buffett phải bỏ ra 40 tỷ đô la. Bạn có thể nghĩ rằng Buffett là một người rất mạnh mẽ và không dễ bị ảnh hưởng chỉ bởi một vị khách người Anh. Nhưng tôi biết những điều khác nữa - và tôi biết mình đã đúng!

Việc này xảy ra vào năm 2006 khi Bill Gates (tôi đang nhắc đến cái tên này một cách nghiêm túc đấy) đang ngồi cùng Buffett. Gates là

bạn thân của Buffett, đồng thời cũng là giám đốc của Berkshire Hathaway. Tôi cảm ơn Gates vì những việc tuyệt vời mà ông và Melinda - vợ ông đã làm với Tổ chức của họ - tôi đã rất xúc động, có lẽ là hơi quá một chút.

Rồi tôi quay sang Buffett, người đang đứng ngay cạnh lắng nghe và nói: "Cảm ơn ông vì tất cả những gì ông đang làm cho cổ đông của Berkshire Hathaway." Tôi không biết tại sao, nhưng giọng nói của tôi có vẻ không hứng khởi về những thành tựu của Buffett như cách tôi đã nói về những nỗ lực của Gates.

Bạn có tin không? Chỉ vài tuần sau đó, Buffett đã thông báo rằng ông sẽ chuyển giao cho Quỹ Bill và Melinda Gates phần lớn tài sản của mình, để được sử dụng cho các mục đích từ thiện trên khắp thế giới. Rõ ràng, Buffett đã suy nghĩ sâu sắc về lý do tại sao gã người Anh này lại chẳng mấy ấn tượng bởi Berkshire Hathaway, di sản của ông so với Quỹ Gates, kiến tạo của bạn ông. Ông ấy đã hành động vì điều đó.

Đó là của câu chuyện của tôi và tôi sẽ nhất quyết tin vào nó đến ngày tôi chết!

Tôi hy vọng bạn sẽ đọc một cách thích thú câu chuyện về cách Buffett đạt được 100 triệu đô la đầu tiên.

*Glen Arnold,*

*Mùa hè năm 2017*

# PHẦN 1 THIẾT LẬP BỐI CẢNH

# Câu chuyện về Warren Buffett

S

ẽ rất hữu ích để bắt đầu cuốn sách với một bản tóm lược nhanh câu chuyện cuộc đời trong sự nghiệp đầu tư của nhà đầu tư vĩ đại nhất còn sống. Việc này đặt nền móng cho quá trình khám phá các thỏa thuận đầu tư tiếp sau đó.

## Tuổi trẻ và những mối quan hệ đối tác

Buffett thời niên thiếu đã đọc cuốn sách The Intelligent Investor (tạm dịch: Nhà đầu tư thông thái) của Benjamin Graham vào năm 1949. Sau này, ông đã theo học khoá học của Graham tại trường Đại học Columbia và trở thành chuyên gia phân tích chứng khoán cho Graham từ năm 1954 đến năm 1956. Chính những ý tưởng của Benjamin Graham đã hình thành nên nền tảng cho sự thành công của Buffett.

Cũng trong thời gian này, khi học hỏi được rất nhiều từ Graham, Buffett đã thực hiện được một số thương vụ đầu tư ngoạn mục, như 48% lợi nhuận chỉ trong vòng vài tháng từ cổ phần của GEICO khi ông 21 tuổi (Thương vụ số 2) và từ sự hưng phát của Công ty bánh quy sô cô la Rockwood, thương vụ giúp cho chàng trai Buffett 24 tuổi tăng hơn gấp đôi khoản đầu tư ban đầu, gia tăng 13.000 đô vào quỹ đầu tư của mình (Thương vụ số 4).

Khi trở về nhà ở Omaha, Nebraska, sau khi Graham nghỉ hưu, chàng trai Buffett 25 tuổi đã thành lập một liên doanh đầu tư với bảy người họ hàng và bạn bè, Buffett sẽ là người có quyền đưa ra quyết định đầu tư - lúc này ông mới chỉ có trong tay 105.000 đô la.

Hết năm này tới năm khác, lợi nhuận từ sự hợp tác này vượt xa con số chung của thị trường chứng khoán rộng lớn, bởi Buffett đã tìm thấy hết món hời này tới món hời khác, chẳng hạn như phi vụ tài sản rỗng trên mỗi cổ phiếu của Sanborn Maps trị giá hơn nhiều so

với giá cổ phiếu của nó - các đối tác kiếm được khoảng 50% lợi tức từ vụ đầu tư đó, khi Buffett mới 29 tuổi (Thương vụ số 6).

Các nhà đầu tư khác quan sát những điều Buffett đang làm và muốn ông dùng tiền của họ đầu tư, vì vậy, ông thiết lập một số quan hệ đối tác khác. Ông tìm thấy một số công ty tuyệt vời tạm thời không được Phố Wall ưa thích như American Express (một cú tăng gấp ba giá cổ phiếu cho Buffett – Thương vụ số 8) và Walt Disney (55% lợi nhuận – Thương vụ số 9).

Giữa giai đoạn hợp tác ban đầu trong sự nghiệp đầu tư của Buffett (năm tài chính đầu tiên năm 1957) và cuối năm 1968, chỉ số Trung bình Công nghiệp Dow Jones (Dow Jones Industrial Average – viết tắt là DJIA, hay còn gọi là Dow) tăng 185,7%, nhưng mỗi đô la đầu tư của Buffett tăng lên tới 2.610,6%. Vâng, mỗi 1.000 đô la đầu tư năm 1957 đã trở thành 27.106 đô la trong vòng 12 năm. Sau khi trừ đi phí của Buffett, mỗi đối tác thông thường sẽ nhận được hơn 15.000 đô la. Ngược lại, mỗi 1.000 đô la đầu tư vào Dow năm 1957 sẽ chỉ tăng lên thành 2.857 đô la.

Biểu đồ A mô tả hiệu quả hợp tác với Buffett trước và sau khi thu phí, cũng như chỉ số Dow Jones trong giai đoạn này. Xin lưu ý rằng các thương vụ hợp tác khác nhau đã được tập hợp lại về một công ty dưới cái tên Công ty Trách nhiệm Hữu hạn Đối tác Buffett vào năm 1962 - số liệu kết quả của những năm 1957-1961 được hợp nhất từ toàn bộ các quan hệ đối tác này và cũng tương đối giống nhau.

Điều tôi sắp nói với bạn có lẽ sẽ gây chú ý hơn nếu trước hết tôi đề cập đến việc ngày nay Berkshire Hathaway là công ty niêm yết lớn thứ tư trên thị trường chứng khoán Mỹ (sau Apple, Alphabet và Microsoft) với vốn hóa thị trường (tổng giá trị thị trường của cổ phần) trên 400 tỷ đô la với giá cổ phiếu là 245.000 đô la.

*Biểu đồ A: So sánh hiệu quả của chỉ số Dow Jones và của các thương vụ hợp tác đầu tư của Warren Buffett (Giai đoạn 1957 – 1968)*



## **Berkshire Hathaway bước vào bức tranh**

Năm 1962, Buffett đã sử dụng một phần tiền của các đối tác để mua cổ phần một công ty dệt may tồi tàn ở New England mang tên Berkshire Hathaway. Giá mỗi cổ phiếu trung bình là 7.50 đô la (không, tôi không bỏ quên số 0 nào đâu). Nó đã làm ăn thua lỗ. Đến tháng 5 năm 1964, BPL nắm giữ 7% cổ phần của Berkshire Hathaway.

Cổ đông chính và giám đốc điều hành của Berkshire Hathaway là Seabury Stanton. Ông ta thoả thuận với Buffett cho phép Berkshire Hathaway mua lại số cổ phiếu Berkshire Hathaway mà BPL đang nắm giữ với giá 11.50 đô – tăng 50% so với số tiền Warren đã bỏ ra để mua chúng. Rồi Stanton nghĩ rằng ông ta có thể trục lợi chút đỉnh từ Buffett. Một cách keo kiệt, ông ta đưa ra đề nghị chính thức với giá chỉ 11.375 đô. Buffett rất giận dữ trước hành vi của Stanton và quyết định không bán.

Thay vào đó, Buffett đã làm một việc mà sau này ông gọi là "một quyết định ngu xuẩn lạ thường". Rất dễ để nhận ra rằng các nhà máy dệt ở New England đang trên đà phá sản bởi họ hiếm khi có lợi nhuận; họ bị ảnh hưởng bởi hàng nhập khẩu giá rẻ. Chính Berkshire Hathaway cũng phải đóng cửa hầu hết các nhà máy của mình do không thể cạnh tranh. Nhưng Buffett đã rất bức tức và bắt đầu tích cực mua thêm cổ phần tại Berkshire Hathaway. Vào tháng 4 năm 1965, BPL nắm giữ 39% cổ phần của Berkshire Hathaway và chính thức nắm quyền kiểm soát công ty, sử dụng một phần tư số tiền trong quỹ dưới quyền Buffett để đạt được điều đó .

Buffett tự thừa nhận đây là một "hành vi trẻ con" dẫn đến việc ông phải tổ chức "một doanh nghiệp tồi tệ". Kết quả của việc thua lỗ và mua lại cổ phiếu này là vào cuối năm 1964, giá trị tài sản ròng của Berkshire chỉ có 22 triệu đô la. Nó không có tiền thừa và chỉ có một khoản nợ trị giá 2.5 triệu đô (xem Thương vụ số 10).

Buffett đã đặt ra những giới hạn nghiêm ngặt trong việc đầu tư thêm máy móc và các tài sản khác. Ông dần dần chuyển vốn kinh doanh ban đầu sang một số lĩnh vực rất thú vị. Bởi ông không làm trong lĩnh vực dẹt may, mà là phân bổ vốn với kiến thức về nhiều loại hình kinh doanh khác nhau, ông có khả năng nhận ra những cơ hội đầu tư tốt hơn những người chỉ tập trung vào ngành công nghiệp dẹt.

Năm 1967, ông đã thực hiện bước nhảy vọt tuyệt vời cho Berkshire Hathaway bằng cách bắt nó mua công ty bảo hiểm National Indemnity ở thị trấn Omaha với giá 8.6 triệu đô la (xem Thương vụ số 11). Điểm thu hút chính của các công ty bảo hiểm đối với Buffett, ngoài khả năng kiếm tiền bằng lợi nhuận từ các chính sách bảo hiểm trừ đi tổng chi phí bồi thường và chi phí quản lý, là khoản tiền mặt (luồng tiền nhàn rỗi) trong các công ty này. Việc này có được bởi những người mua bảo hiểm phải trả trước, nhưng các khoản thanh toán bồi thường lại xảy ra sau đó. Khoản tiền mặt nhàn rỗi có thể được Buffett sử dụng để đầu tư. Ông đã mua thêm nhiều công ty bảo hiểm trong những năm sau đó và sử dụng rất tốt các luồng tiền này (xem Thương vụ số 17 và 22).

Việc thu tóm công ty National Indemnity được theo sau bởi một thương vụ kinh điển khác: việc mua lại một chuỗi cửa hàng kẹo mang nhãn hiệu vào năm 1972 với giá 25 triệu đô la. Cho đến thời điểm tôi viết cuốn sách này, doanh nghiệp mang tên See's Candies này đã tạo ra hơn 1.9 tỷ bảng Anh cho Berkshire Hathaway để đầu tư vào nơi khác. Và nó vẫn đang là cỗ máy bơm tiền đến tận ngày nay (xem Thương vụ số 20).

*Biểu đồ B: Hiệu suất của Berkshire Hathaway: tỷ lệ phần trăm lợi tức hàng năm (1965-1978)*



Nguồn: Thư của Chủ tịch Hội đồng Quản trị Berkshire Hathaway (2016)

Nhiều khoản đầu tư rực rỡ khác đã được thực hiện tiếp theo đó, dẫn đến sự tăng trưởng bất thường của Berkshire, một công ty dẹt

may từng suy tàn. Từ năm 1965 đến năm 1978, tỷ lệ tăng trưởng hàng năm của S&P 500\* là 4,63%. Nhưng đối với Berkshire, tỷ lệ tăng trưởng trên giá trị mỗi cổ phiếu là 21%.

*\* Chỉ số S&P 500: (viết đầy đủ trong tiếng Anh là Standard & Poor's 500 Stock Index - Chỉ số cổ phiếu 500 của Standard & Poor) là một chỉ số cổ phiếu dựa trên cổ phiếu phổ thông của 500 công ty có vốn hóa thị trường lớn nhất niêm yết trên NYSE hoặc NASDAQ. (ND)*

Phải đến khi nhìn thấy tác động của sự khác biệt lên số tiền cuối cùng thì bạn mới thực sự đánh giá cao hiệu suất tuyệt vời của Buffett. Trong khi tỷ lệ lợi nhuận của S&P 500 dẫn đến khoản đầu tư 1.000 đô la vào năm 1965 được chuyển thành 1.885 bảng vào tháng 12 năm 1978, thì trong 14 năm đó, khoản đầu tư 1.000 đô la Mỹ trong cổ phiếu của Berkshire Hathaway đã tăng lên tới hơn 14.000 đô la. Xem Bảng B để thấy sự tăng trưởng hàng năm trong giá trị bảng cân đối kế toán của Berkshire và tăng trưởng giá cổ phiếu của nó từ năm 1965 cho đến khi Buffett kiếm được 100 triệu đô la đầu tiên vào năm 1978.

Berkshire Hathaway tiếp tục vượt trội so với chỉ số S&P. Trong toàn bộ khoảng thời gian từ tháng 1 năm 1965 đến tháng 12 năm 2016, tỷ lệ tăng trưởng hàng năm theo chỉ số S&P 500 là 9.7%, nhưng của Berkshire đã tăng hơn gấp đôi, ở mức 20.8%. Tỷ suất lợi nhuận của S&P 500 dẫn tới việc đầu tư 1.000 đô la năm 1965 trở thành 127.170 bảng vào tháng 12 năm 2016, trong khi cũng trong khoảng thời gian 52 năm đó, 1.000 đô la đầu tư vào cổ phiếu Berkshire Hathaway đã tăng lên đến gần 20 triệu đô. Xem Bảng C để thấy được sự tăng trưởng hàng năm trong giá trị bảng cân đối của Berkshire và sự tăng trưởng của giá cổ phiếu trong những năm đó. Tôi nghĩ rằng chúng ta có thể an toàn khi nói rằng Buffett đã chuộc tội cho "quyết định ngu xuẩn" mua Berkshire Hathaway của mình!

Câu chuyện này kết thúc tóm lược tổng quan của tôi về cách Warren Buffett kiếm tiền. Trước khi chúng ta tiếp tục xem xét các thỏa thuận đầu tư chi tiết hơn trong Phần 2, chúng ta cần phải hiểu những gì Benjamin Graham đã truyền thụ có vai trò quan trọng lên sự nghiệp đầu tư của Buffett. Trong phần tiếp theo, tôi sẽ miêu tả

ảnh hưởng của Graham lên Buffett, và việc những kiến thức này đã dẫn đường chỉ lối cho cách tiếp cận đầu tư của Buffett như thế nào.

## **Trường học đầu tư thực tiễn mang tên Benjamin Graham**

Đến năm 1950, ở tuổi 56, Benjamin Graham đã trải qua một số thời kỳ khó khăn trên thị trường chứng khoán với các quỹ đầu tư nhỏ. Trước Cuộc sụp đổ Phố Wall, Graham là một nhà đầu tư tương đối thận trọng, nhưng đã không thận trọng đủ khi cuộc suy thoái bắt đầu.

Biểu đồ C: Hiệu suất của Berkshire Hathaway: tỷ lệ phần trăm lợi tức hàng năm (1979-2016)



Từ năm 1929 đến năm 1932, 70% quỹ đầu tư trị giá 2.5 triệu đô la ông đảm trách cho các khách hàng đã bị thua lỗ hoặc rút ra. Graham buộc phải suy nghĩ điều gì làm nên một nhà đầu tư. Ông đã có kinh nghiệm đánh giá dựa trên tâm trạng lạc quan về khoản lời dự đoán thu được. Ông đã có kinh nghiệm mua với hy vọng bán cho một kẻ ngốc hơn, kẻ sẽ trả nhiều hơn bởi giá đã tăng. Ông cũng đã có kinh nghiệm mua dựa trên bảng xếp hạng, dựa trên mọ, mua mà chẳng có chút kiến thức thực tế nào về lĩnh vực đó hay thông tin nội bộ.

Các phương pháp này đã được chứng thực là có giá trị. Kết quả công cuộc tự vấn tâm hồn của ông là nền tảng trường học giá trị trong đầu tư, điều ngày nay được tôn trọng rộng rãi.

Để bổ trợ bản thân trong tư duy, cũng như để truyền đạt những kiến thức có được, ông đã dạy một khóa học bán thời gian được gọi là Phân tích Chứng khoán tại Trường Kinh doanh Đại học Columbia. Ông dạy khóa học đầu tiên vào năm 1927 (một cách tạm thời tại Trường Tài chính New York), nhưng tôi có thể tưởng tượng chiều sâu trí tuệ tăng dần lên vào đầu những năm 1930 khi ông buộc phải cân nhắc kỹ lưỡng về những câu hỏi gây tranh cãi do sự thất bại của nhiều cách tiếp cận đầu tư trong Vụ sụp đổ năm 1929.

Cùng với David Dodd, cộng sự tại Columbia, Graham đã ghi những ý tưởng của mình vào trong một cuốn sách được gọi là Security Analysis (tạm dịch: Phân tích Chứng khoán), xuất bản lần đầu tiên vào năm 1934. Cuốn sách Buffett đọc năm 19 tuổi, The Intelligent Investor (Nhà đầu tư thông thái), là một phiên bản ngắn gọn hơn về những ý tưởng của ông. Bên cạnh những ảnh hưởng quan trọng khác, chính cuốn sách đã khiến Buffett chuyển từ lĩnh vực đầu cơ sang đầu tư.

Sau cuộc sụp đổ năm 1929, nhiều nhà quan sát đã kết luận rằng việc đánh giá giá trị cổ phiếu là vô ích. Xét cho cùng, nếu năm 1928, một cổ phiếu có thể có giá trị (theo giá thị trường) là 100 đô và 15 tháng sau chỉ có giá 5 đô la, vậy ai biết được giá trị thực của nó? Tốt hơn hết, họ nói, là tập trung vào việc đánh giá tâm trạng của những người mua cổ phần khác; liệu họ có nghĩ nó sẽ tăng lên không, và cố gắng mua nó trước khi nó thực sự tăng. Cách nhìn vào thị trường, thay vì nhìn nhận công ty và hiệu quả hoạt động của nó trong việc phục vụ khách hàng, là một đặc điểm phân biệt giữa các nhà đầu cơ với các nhà đầu tư.

## **Định nghĩa về đầu tư**

Với những đặc điểm của đầu cơ được xác định, chúng ta cần một định nghĩa tương phản về đầu tư. Graham và Dodd đã cung cấp những điều sau:

"Đầu tư là một hoạt động, dựa trên sự phân tích toàn diện, hứa hẹn bảo toàn nguồn vốn và mang lại lợi tức thoả đáng. Các hoạt động không đáp ứng đủ các yêu cầu này đều là đầu cơ."<sup>1</sup>

Có ba yếu tố thiết yếu ở đây:



### **1. Phân tích toàn diện**

Bạn đang đầu tư vào một doanh nghiệp, bạn sẽ sở hữu một phần nhỏ của doanh nghiệp đó. Hãy hỏi nhiều câu hỏi mà bạn sẽ hỏi nếu

bạn mua toàn bộ doanh nghiệp chứ không chỉ là một phần nhỏ:

- Lịch sử doanh thu và lợi nhuận như thế nào?
- Nó có tiếng tăm tốt với khách hàng không?
- Nó có nhiều tài sản và có ít khoản nợ không?
- Năng lực cạnh tranh của nó là gì?
- Các nhà quản lý có năng lực và trung thực không?

Phân tích kiểu này đòi hỏi tư duy dựa trên lý trí, sự độc lập của khối óc và năng lực đánh giá phê phán các dữ kiện thực tế. Đối với Graham, phân tích này chủ yếu tập trung vào các dữ liệu mang tính định lượng đã được chứng minh. Ông nhận thức được tầm quan trọng của các dữ liệu định tính, chẳng hạn như sức mạnh của một thương hiệu nổi tiếng hoặc chất lượng của đội ngũ quản lý, nhưng kinh nghiệm năm 1929 đã khiến ông thận trọng không đặt quá nhiều sức nặng vào việc đánh giá triển vọng kinh doanh, khả năng quản lý cũng như sự liêm chính.

## **2. Bảo toàn nguồn vốn**

Việc xây dựng được một giới hạn an toàn khi mua cổ phiếu là một việc rất quan trọng, cũng giống như mức an toàn được xây dựng trong cầu đường vậy. Một cây cầu được xây không chỉ để chịu được tốc độ gió ghi nhận trong lịch sử cùng các tải trọng khác; nó được xây dựng theo tiêu chuẩn cao hơn nhiều.

Tương tự, hãy chỉ mua cổ phiếu khi có một biên độ an toàn lớn giữa giá mua và tính toán của bạn về giá trị nội tại của chúng. Hãy nghĩ kĩ về những nhược điểm của nó.

## **3. Lợi tức thỏa đáng**

Đừng cố kiếm tìm những tia sáng le lói. Đừng để bản thân bị đánh lạc hướng bởi sự quá lạc quan hay tham lam, điều này sẽ khiến bạn

đi quá khả năng, hoặc kéo giãn những giới hạn rủi ro mà bạn không thể đứng vững.

### *Sự mĩa mai sâu cay*

Hãy nhớ sự mĩa mai này: các nhà đầu tư lớn khi hành động luôn ghi nhớ sự bảo toàn nguồn vốn và chỉ nhằm mục đích đạt được mức lợi tức thỏa đáng. Tuy nhiên, về lâu về dài, họ sẽ vượt trội hơn so với những người theo đuổi hoạt động rủi ro cao.

### **Các bài học khác của Warren Buffett từ Graham**

Cùng với định nghĩa ba phần về đầu tư, Buffett cũng đã thu được những bài học quan trọng khác từ Graham. Ông đã học được rằng lợi nhuận phụ thuộc vào những yếu tố dưới đây của nhà đầu tư:

- Hiểu biết
- Kinh nghiệm
- Tính cách

Một nhà đầu tư cần phải hiểu thế giới kinh doanh và cách thức hoạt động của nó. Một số hiểu biết về kế toán, tài chính và chiến lược của doanh nghiệp là cần thiết, mặc dù điều này có thể được tăng cường và phát triển theo thời gian. Có một cái đầu luôn tò mò là điều kiện tiên quyết, nhưng một nhà đầu tư không nhất thiết phải phát triển toàn bộ kiến thức thông qua kinh nghiệm của riêng mình. Rất nhiều điều có thể học hỏi từ những sai lầm và thành công của người khác.

Tính khí quan trọng hơn IQ khi nói đến việc trở thành nhà đầu tư tốt. Graham đã dạy cho Buffett biết rằng những người thông minh nhất thường lại là những nhà đầu tư tồi bởi họ thường thiếu khả năng tiếp cận đúng đắn về mặt tinh thần. Ví dụ, nếu họ rất lý trí, họ sẽ nản lòng vì sự thiếu hợp lý của thị trường, và không thể hình dung được cách khai thác tính phi lý đó – họ sẽ chỉ nghĩ chúng thật điên rồ. Họ cũng có thể yêu những phép chiếu và dự đoán của họ đến

nổi bỏ qua việc xây dựng một giới hạn an toàn. Các khía cạnh khác của các nhà đầu tư có tính khí tồi là xu hướng đi theo đám đông khi họ đang hoảng loạn, hoặc trở nên hồ hởi một cách vô lý khi mọi người trở nên như vậy. Và rồi có những người không thể không để ý khi những người khác kiếm được tiền dựa trên một số ý tưởng đầu cơ mới, hay dựa trên sự bùng nổ công nghệ mới nhất và cũng muốn ra tay hành động. Tóm lại, kẻ thù tồi tệ nhất của nhà đầu tư thường là chính bản thân họ.

### *Nhìn vào sự thật*

Graham đã thúc giục Buffett phải hiểu được sự quan tâm của những người khác trên thị trường nếu ông muốn vượt trội hơn họ. Ví dụ, những người tự xưng là nhà đầu tư chủ yếu quan tâm đến những kì vọng liên quan đến tương lai, chẳng hạn như bao nhiêu khách hàng sẽ đăng ký sản phẩm truyền thông mới nhất trong vòng 10 năm tới - điều không thể dự đoán được với bất kỳ mức độ chắc chắn nào. Kết quả của sự bận tâm không đúng chỗ này là họ sẽ ít chú ý đến những chi tiết quan trọng hơn như bảng cân đối kế toán, lịch sử lợi nhuận và giá cổ phần.

Bài học ở đây không phải là trở nên say mê câu chuyện của doanh nghiệp mà bỏ qua những sự thật thực tế về nó. Rất khó để dự đoán những cổ phiếu nào sẽ mang lại kết thúc có hậu; cái nào sẽ là cổ phiếu chiếm lĩnh trong thị trường ngách. Và thường thì chẳng có ai chiến thắng cả, ít nhất về mặt đem lại lợi nhuận tốt từ vốn được sử dụng. Bởi vậy chúng ta phải bám chặt vào những lời Graham nói: "Việc phân tích quan tâm chủ yếu đến các giá trị được chứng minh bởi các dữ kiện chứ không phải những điều phụ thuộc phần lớn vào sự mong đợi."<sup>2</sup>

Như cách Buffett nói về Graham:

"[Ông ấy] không nhìn vào các thương vụ đầu tư rục rờ và ông cũng chẳng chạy theo xu hướng thị trường. Ông ấy quan tâm đến những thương vụ đầu tư hợp lý, và tôi nghĩ việc đầu tư đúng đắn có thể

làm cho bạn giàu có nếu bạn không vội vã, và điều tuyệt hơn là nó sẽ chẳng bao giờ khiến bạn nghèo hơn."<sup>3</sup>

Buffett học hỏi được từ Graham phương pháp truyền đạt các nguyên tắc đầu tư phức tạp trong những ví dụ dễ nhớ. Ý tưởng Quý ông Thị trường là một ví dụ tuyệt vời và là một ý tưởng tất cả chúng ta cần phải được nhắc nhở hằng ngày.

Graham kể câu chuyện sau. Bạn đang hợp tác kinh doanh với Quý ông Thị trường. Bạn sở hữu 50%, cũng giống như anh ta. Mỗi ngày, Quý ông Thị trường sẽ đến và đề nghị bạn hoặc bán nửa của bạn cho anh ta, hoặc anh ta sẽ bán nửa của anh ta cho bạn. Anh ta thực sự rất sốt sắng - trên thực tế anh ta sẽ trả giá suốt cả ngày. Vấn đề là tính khí của Quý ông Thị trường rất thất thường. Có những ngày anh ta rất lạc quan và sẵn sàng trả một mức giá rất cao cho cổ phần của bạn. Vào những thời điểm khác, anh ta lại rất chán nản và chỉ muốn bỏ đi - anh ta sẽ bán một nửa cổ phần cho bạn với cái giá rất thấp.

Vì vậy, bạn sẽ tự hỏi liệu có nên định giá cổ phiếu của mình dựa trên mức giá Quý ông Thị trường đưa ra không. Tôi hy vọng là không. Bạn sẽ phải tự phân tích và so sánh đánh giá về giá trị nội tại của bạn với đề nghị của Quý ông Thị trường.

## **Bài học đúc kết**

1. Theo sát các nguyên tắc đầu tư đúng đắn. Một chỗ tốt để tìm kiếm là những phương pháp phân tích cơ bản được phát triển trong Trường đầu tư của Graham và Dodd, bởi cả họ và những người theo họ. Tìm các cổ vấn phù hợp, cả người sống lẫn những người đã mất.
2. Chỉ cần làm tốt hơn thị trường một vài phần trăm là bạn đã có thể thu lại số tiền lớn hơn rất nhiều. Một khi bạn đã tạo ra cốt lõi cho quả cầu tuyết của mình (một số tiền cộng với các nguyên tắc đúng đắn), chỉ cần tiếp tục tăng dần thông qua lợi nhuận tốt trong trung hạn, và giữ nó di chuyển theo hướng đi xuống bằng cách không chệch khỏi những nguyên tắc đó.

3. Chỉ đầu tư nếu bạn đã phân tích kỹ lưỡng về công ty, đã xây dựng được một biên độ an toàn với mục tiêu được xác định là một lợi tức thỏa đáng. Nếu bất cứ đặc điểm nào bị thiếu thì tức là bạn đang đầu cơ.

4. Không chấp nhận định giá của Quý ông Thị trường, hãy thực hiện nghiên cứu của riêng bạn.

Quý ông Thị trường là một kẻ mắc chứng buồn vui thất thường, đôi khi đánh giá rất cao cùng một công ty trong cùng một tình huống để rồi một thời gian rất ngắn sau đó chỉ nhìn vào các điểm tiêu cực và sẵn sàng bán nó đi với giá rẻ. Hãy tận dụng sự phi lý của thị trường thay vì hòa theo nó.

# PHẦN 2 CÁC THƯƠNG VỤ ĐẦU TƯ

# Thương vụ số 1 Cities services

Tóm tắt thỏa thuận



T

rong tâm triết lý đầu tư của Warren Buffett là sự rõ ràng về những gì làm nên một nhà đầu tư, trái ngược với một nhà đầu cơ. Thật ngạc nhiên khi biết bao người chơi trên thị trường tài chính không thể nắm bắt được điều này.

Suy nghĩ rõ ràng trong vấn đề này là điều cần thiết để đặt người mua cổ phiếu lên một con đường ít rủi ro và sai lầm hơn, dẫn đến việc xây dựng một sự giàu có lâu dài - cách tiếp cận sự giàu có một cách chậm rãi. Tôi sẽ bắt đầu giải thích triết lý của Buffett bằng cách truy tìm những ảnh hưởng lên ông từ khi còn rất nhỏ. Chỉ riêng việc kể lại cách ông xây dựng danh mục đầu tư của mình gần như từ bàn tay trắng đã là một điều tràn đầy cảm hứng rồi.

## Thời thơ ấu

Buffett được sinh ra vào tháng 8 năm 1930, ngay sau Cuộc sụp đổ Phố Wall năm 1929 và bởi thế, vào đầu Đại Suy thoái. Cha ông là một nhà môi giới chứng khoán ở Omaha, Nebraska và đã từng là một nghị sĩ. Bởi vậy, gia đình ông không đặc biệt giàu có, nhưng họ cũng đã có thể vượt qua cuộc Đại Suy thoái một cách ổn thỏa, phần nhiều được giúp đỡ bởi sự đoàn kết điển hình của một gia đình vùng Trung Tây Hoa Kỳ. Tuy nhiên, đã quá dễ để một Buffett trẻ trung, sáng sủa nhìn thấy cảnh nghèo đói cơ cực là như thế nào – nó diễn ra ở khắp nơi. Ông quyết tâm trở nên giàu có.

Thời niên thiếu, ông đã thử mọi cách để kiếm tiền. Ông thu thập những quả bóng gôn bị mất (hoặc thậm chí giỏi hơn, nhờ bạn thu

thập) và bán chúng. Ông mua những lon Coca-Cola, chia nhỏ ra và bán lẻ. Ông còn mua một chiếc Rolls-Royce cũ và cho thuê lại.

Các máy đánh bóng trong tiệm làm tóc là một việc kinh doanh yêu thích của Buffett - ông mua máy rồi đặt chúng trong tiệm cắt tóc, và thợ cắt tóc cũng sẽ nhận được một phần thu nhập. Thứ mang lại tiền nhiều nhất cho Buffett là việc giao báo Washington Post, khi gia đình chuyển tới Washington được một thời gian, ông luôn thức dậy sớm để hoàn thành nhiệm vụ của mình trên ba tuyến đường giao báo trước khi đến trường.

Bằng cách tích cực hoạt động, Buffett đã có thể tiết kiệm được vài nghìn đô la vào giữa những năm niên thiếu của mình. Ở tuổi 15, ông đã có thể đầu tư 1.200 đô để mua một trang trại rộng 42 mẫu Anh, cách Omaha 70 dặm, từ đó ông nhận được một phần lợi nhuận (đất đã được bán với giá gấp đôi nhiều năm sau đó).

### **Cổ phiếu đầu tiên**

Ngay từ khi mới 11 tuổi, Buffett đã có 120 đô tiền tiết kiệm - đại diện cho 6 năm tiết kiệm từng đồng tính tới thời điểm đó. Ông gộp với khoản tiền của em gái Doris và mua sáu cổ phiếu của Cities Service Preferred - ba cổ phiếu của ông có giá 114.75 đô.

Đến tháng 6, cổ phiếu đã giảm từ 38.25 đô xuống còn 27 đô. Buffett cảm thấy có lỗi bởi ông đã thuyết phục em gái mình tin tưởng và mua cổ phiếu bằng tiền tiết kiệm. Ý thức trách nhiệm với những người tin tưởng mình rất quan trọng trong việc hiểu được cách Buffett đối xử với các đối tác sau này trong những năm 1950 và 1960, và sau đó là với các cổ đông tại Berkshire Hathaway.

May mắn là cổ phiếu đã hồi phục lên 40 đô tại thời điểm Buffett bán. Lợi nhuận đạt được là 1.75 đô/cổ phiếu.

### **Trường đại học**

Ở tuổi 17, Buffett đi học tại Trường Kinh doanh Wharton của Đại học Pennsylvania. Sau một thời gian ngắn, ông trở nên không chắc

chấn về việc tiếp tục học tập của mình, và tự hỏi có đáng để tiếp tục hay không. Ông đã kinh doanh từ khi lên 6, đã có thu nhập khá và trường đại học sẽ làm chậm sự tiến bộ của ông. Ông tin rằng mình biết nhiều hơn các giáo sư về cách điều hành một việc kinh doanh.

Ông đã vượt qua các lớp học một cách dễ dàng và nỗ lực theo đuổi nó trong 2 năm, cùng lúc theo đuổi các sở thích khác, nhưng ông đã không hoàn thành khóa học tại Wharton. Ông chuyển sang Đại học Nebraska, gần gia đình mình hơn.

### **Theo dõi cổ phiếu như một nhà đầu cơ**

Thay vì ưu tiên cho việc học tại trường, như mọi khi, Buffett lại bị ám ảnh với việc kiếm tiền. Vào thời gian này, ông giám sát nhân viên bàn giấy tại sáu hạt ở Nebraska, thu thập những quả bóng gôn và làm nhân viên bán hàng tại J. C. Penney.

Đến năm 1949, khoản tiết kiệm của ông đã lên tới khoảng 9.800 đô. Ông bị thu hút bởi các giao dịch cổ phiếu từ thời điểm này. Ông đã thử tất cả mọi cách để thực hiện hiệu quả các giao dịch cổ phiếu, từ các mẫu biểu đồ cho tới các mô hình số và “giao dịch cổ phiếu lô lẻ”, bất kể đó là thứ gì. Chúng ta có thể suy đoán rằng vào thời điểm đó Buffett đang đầu cơ.

Và rồi ông đọc cuốn sách mới của Benjamin Graham - The Intelligent Investor (Nhà đầu tư thông thái) vào năm 1949. Đó là một sự mặc khải! Buffett bằng mọi cách đã đến được Trường Kinh doanh Columbia học hỏi khóa học được thiết kế và trình bày bởi Graham và David Dodd. Ông đã làm được điều này vào mùa thu năm 1950, tốt nghiệp với bằng Thạc sĩ Kinh tế vào mùa hè năm 1951. Trong chương trình này, ông đã thực sự tập trung sự chú ý vào khoá học được xây dựng bởi những người cha sáng lập nên “đầu tư giá trị”. Buffett đã bao phủ cách thức tiếp cận hợp lý của Graham và Dodd lên các lựa chọn cổ phiếu của mình.

### **Bài học đúc kết**

1. Đừng háo hức tóm lấy khoản lợi nhuận nhỏ một cách thiếu suy nghĩ. Cổ phiếu Cities Service Preferred đã tăng vọt lên 202 đô sau khi Buffett bán với giá 40 đô.

2. Đừng bị ám ảnh bởi chi phí bạn bỏ ra cho một cổ phiếu. Nó là khoản chi phí chìm. Điều bạn quan tâm bây giờ là ước tính của bạn về mức giá kể từ đây. Nếu một cổ phiếu giảm sau khi mua, bạn phải đánh giá triển vọng từ thời điểm này, với ước tính giá trị thực chất của bạn. Trong nhiều trường hợp, giá trị bản chất không tăng giảm song hành cùng giá cả.

3. Khi đầu tư bằng tiền của người khác, bạn có thể cảm thấy tội tệ nếu có sai sót. Buffett ghét việc phải đối chất và những cảm giác tội tệ, bởi vậy ông đã thề rằng ông sẽ không lấy tiền của người khác trừ khi ông tự thuyết phục được bản thân rằng mình sẽ thành công. John Templeton, một nhà đầu tư tỷ phú với niềm tin Kitô giáo mạnh mẽ từng nói: "OPM\* là thiêng liêng"; OPM là tiền của người khác.

\* *Viết tắt của "Other people's money". (ND)*

# Thương vụ số 2GEICO

Tóm tắt thỏa thuận



V

Í dụ này cho thấy việc bước đầu áp dụng phương pháp Graham của Buffett.

Chàng trai Buffett 20 tuổi đã bước vào học kỳ thứ hai (cũng là học kỳ cuối cùng) tại Columbia. Đến thời điểm này ông đã đọc cuốn Security Analysis (Phân tích Chứng khoán) nhiều lần và ghi nhớ mọi trường hợp được nghiên cứu. Ông bước vào các lớp học của Graham vào mùa xuân khi được trang bị đầy đủ các ý tưởng của Graham và Dodd; và ông muốn nói về chúng. Ông là người đầu tiên trong lớp giơ tay phát biểu và là người hăng hái tham gia thảo luận về thành tích của một công ty, hoặc so sánh giữa hai công ty (phương pháp giảng dạy ưa thích của Graham).

Một thời gian sau, cũng trong năm đó, Buffett nhận được điểm A+ của Graham – ông là người duy nhất nhận được.

Đầu năm 1951, Buffett nhận thấy Graham là chủ tịch của một công ty bảo hiểm nhỏ, Công ty Bảo hiểm Nhân viên Chính phủ (GEICO). Ông bị hấp dẫn bởi việc này và muốn biết nhiều hơn nữa. Vào một ngày thứ Bảy, ông bắt chuyến tàu tới Washington D.C và gõ cửa trụ sở GEICO. Trước khi tôi đi xa hơn, tôi nghĩ mình nên giải thích làm thế nào mà GEICO lại nằm dưới sự kiểm soát bởi quỹ của Graham mang tên Graham-Newman Corporation.

## Lịch sử của GEICO

GEICO được thành lập vào năm 1936 để cung cấp bảo hiểm xe máy cho công nhân chính phủ. Họ đã chọn một kỹ thuật phân phối

bất thường. Hầu hết các đối thủ cạnh tranh bán bảo hiểm thông qua môi giới, nhưng GEICO cho rằng điều này quá tốn kém, và nhận ra rằng họ có thể cung cấp mức giá tốt hơn và đạt được lợi nhuận cao hơn nếu bán bảo hiểm trực tiếp qua thư. Công ty phát triển mạnh, nhưng vào năm 1947, một trong những gia đình có quyền kiểm soát chiếm 55% công ty muốn bán cổ phần. Họ thuê một nhà môi giới đầu tư có tên Lorimer Davidson để xử lý việc bán này. Đầu tiên anh ta gặp khó khăn nhưng cuối cùng, vào năm 1948, quỹ của Graham mua lại cổ phiếu với giá 720.000 đô và Graham trở thành Chủ tịch Hội đồng Quản trị, với chức giám đốc được trao cho một đồng nghiệp của ông.

### **Buffett gõ cửa vào ngày thứ Bảy!**

Vào một ngày thứ Bảy đầu năm 1951, người gác cổng mở cửa trụ sở chính của GEICO và nói rằng, rất may là Lorimer Davidson đang ở trong tòa nhà (Davidson đã được công ty thuê về làm Phó Chủ tịch về tài chính). Khi Buffett giải thích rằng ông là sinh viên của Graham, và ông nhanh chóng chứng minh trong cuộc trò chuyện rằng ông đã tìm đọc về công ty và hỏi những câu hỏi thích hợp, Davidson đã chịu hy sinh một vài phút của mình để trao đổi với chàng trai trẻ tuổi (chính Buffett cũng phải thừa nhận rằng ông trông như một gã một sách 16 tuổi vào thời điểm đó).

Bốn giờ sau đó họ mới kết thúc và Buffett đã nhận được một bài học tuyệt vời về cách hoạt động của một công ty bảo hiểm. Ông có thể thấy rõ rằng GEICO có hai lợi thế cạnh tranh sau:

1. Một phương thức phân phối có chi phí rất thấp.
2. Một thị trường thích hợp. Khách hàng, gần như đúng theo định nghĩa, là những người lái xe an toàn và do đó có nguy cơ bảo hiểm thấp, lại có thói quen mua bảo hiểm từ GEICO.

Triển vọng tăng trưởng là tuyệt vời bởi GEICO còn có đội ngũ bán hàng hiệu quả. Lợi nhuận cao gấp năm lần lợi nhuận bảo hiểm trung bình. Hơn thế nữa, nó có một khoản tiền mặt đáng kể (phí bảo

hiểm đã trả nhưng chưa bị đòi bồi thường), khiến cho khoản tiền mặt này có thể sử dụng cho các mục đích đầu tư.

Từ đây chúng ta thấy một ví dụ ban đầu trong việc thực hiện phân tích sâu về kinh doanh của Buffett, cố gắng thiết lập trong tâm trí giá trị nội tại của nó. Chúng ta cũng thấy một Buffett giữ vững quan điểm của mình thay vì nghe theo các chuyên gia, ông đã nói chuyện với một số chuyên gia đầu tư bảo hiểm cho rằng GEICO được định giá quá cao. GEICO chỉ có thị phần 1% và được cho là dễ bị cạnh tranh gay gắt, đặc biệt bởi các hệ thống phân phối dựa vào đại lý. Nhưng Buffett đã học được từ Graham, người nói rằng bạn không trở nên đúng hay sai chỉ vì đám đông không đồng ý với bạn. Hãy nhìn vào thực tế chứ không phải đám đông.

Một cách hứng khởi, Buffett đã đầu tư khoảng 65% tài sản ròng của mình vào cổ phiếu GEICO với tổng giá trị 10.282 đô.

Buffett đã bán nó đi vào năm 1952 với giá 15.252 USD. Không phải là một khoản đầu tư tồi, nhưng hãy để ý điều này: nếu ông giữ những cổ phiếu đó và đi câu cá trong vòng 20 năm tới, ông đã có thể bán chúng với giá 1.3 triệu đô vào cuối những năm 1960. Bài học đau đớn ở đây là sự thiếu khôn ngoan khi bán đi cổ phần một công ty mình đã xác định là tuyệt vời. Nhưng, hãy tha thứ cho ông ấy. Như chúng ta sẽ thấy, ông đã đầu tư tiền một cách thông minh vào lĩnh vực khác.

Cần lưu ý rằng Berkshire Hathaway đã đầu tư vào GEICO vào đầu những năm 1970. Năm 2016, GEICO có 11,4% thị trường bảo hiểm ô tô Mỹ.

## **Bài học đúc kết**

### **1. Hãy nghiên cứu kĩ. Khi phân tích doanh**

ngiệp, hãy xem xét các yếu tố định lượng, chẳng hạn như con số khách hàng, cũng như các yếu tố định tính, chẳng hạn như danh tiếng của công ty với khách hàng hay năng lực quản lý.

**2. Bạn có thể biết nhiều hơn những người được gọi là chuyên gia.** Nếu bạn đang chuẩn bị thực hiện một số nỗ lực. Trong trường hợp này, nhiều nhà phân tích tại các nhà quỹ lớn không bao giờ bận tâm đến thăm và nói chuyện với các nhà quản lý tại các công ty bảo hiểm nhỏ, chỉ thích xem báo cáo hằng năm và báo cáo ngành. Tất cả các nhà đầu tư đều có thể áp dụng bài học này - bằng cách đi thêm một bước nữa, bạn có thể trở nên am hiểu hơn cả các chuyên gia.

**3. Tìm kiếm các doanh nghiệp sử dụng vốn hiệu quả.** Nếu một doanh nghiệp đang tái sử dụng vốn nhằm tạo ra mức lợi nhuận cao hơn cho hoạt động của mình thì điều này có thể rất có giá trị. Trong trường hợp như vậy, lợi nhuận có thể sẽ tăng nhanh, theo sau là giá cổ phiếu.

# Thương vụ số 3 và 4 Nhà máy Cleveland Worsted và Trạm Xăng

T

ốt nghiệp Columbia với số điểm A+, Buffett đã rất muốn đến làm việc cho công ty của Graham. Graham liên tục từ chối ông - Graham là người Do Thái và có rất nhiều thành kiến ở Phố Wall vào thời điểm đó, vì vậy ông muốn tuyển những người Do Thái. Buffett thậm chí còn đề nghị làm việc miễn phí. Ông vẫn bị từ chối. Buffett gượng gạo thừa nhận rằng Graham đã rất nghiêm túc trong vấn đề này!

Buffett trở lại Omaha làm việc với tư cách nhà môi giới chứng khoán tại công ty của bố mình, và sống trong nhà cha mẹ một cách khá miễn cưỡng. Là một nhà môi giới, ông phải đẩy mạnh các giao dịch bằng cách tích cực tìm kiếm các ý tưởng và cố gắng thu hút các nhà đầu tư tư nhân trong việc mua hàng thông qua môi giới của cha mình.

Trông như một “gã ngốc” 16 tuổi, ông không được coi trọng khi mời gọi những quý ông, quý bà giàu có của Omaha mua theo lựa chọn của mình. Những người ông tiếp cận đôi khi sẽ lắng nghe, nhưng sau đó sẽ tư vấn với một nhà môi giới chứng khoán kinh nghiệm hơn về ý tưởng này và cuối cùng lại giao dịch thông qua họ. Hoặc họ sẽ hỏi, "Thế bố anh nghĩ gì về nó?" Bất chấp chất lượng của những ý tưởng, Buffett đã luôn cảm thấy thất vọng.

## Đầu tư

Đến cuối năm 1951, Buffett đã tăng vốn lên khoảng 20.000 đô. Cả Graham và cha ông, hai người đàn ông mà ông ngưỡng mộ nhất trên thế giới, đều khuyên ông không nên đầu tư vào thị trường chứng khoán bởi giá đã quá cao. Ông không đồng ý với logic này

của họ và tự quyết rằng năm 1951 là thời điểm hoàn hảo để mua vào các công ty tốt. Ông nghĩ tiềm năng này to lớn đến nỗi ông mượn tiền để mua cổ phiếu lần đầu tiên trong đời (ông đã mượn một phần tư giá trị ròng của mình – 5.000 đô).

Tôi phải cảnh báo rằng việc vay vốn chỉ dành cho các nhà đầu tư có năng lực và những người chấp nhận đánh mất toàn bộ danh mục đầu tư mà không bị ảnh hưởng lên lối sống của mình. Tôi không khuyên bạn làm điều này, và Buffett cũng không. Trên thực tế, sau đó Buffett đã vay rất ít (luồng tiền bảo hiểm đã cho ông đòn bẩy tài chính cần thiết, thường là miễn phí).

Với vốn đầu tư 25.000 đô la Mỹ và đang tìm kiếm các khoản đầu tư phù hợp, Buffett đã nghiên cứu bản tóm lược của Moody về tất cả các công ty niêm yết tại Mỹ - khoảng 10.000 trang – tận hai lần. Một số ông bỏ qua trong vài giây, một số ông tìm hiểu từ trong ra ngoài. Ông cũng tích cực noi gương Graham bằng cách dạy các phương pháp của Graham và những ý tưởng của ông trong một lớp học buổi tối về đầu tư tại Đại học Omaha. Trong khoảng thời gian này, Buffett đã có hai thương vụ đầu tư thất bại.

### **Thất bại số 1: Nhà máy dệt Cleveland Worsted**

Nhà máy dệt Cleveland Worsted có giá cổ phiếu thấp hơn một nửa giá trị tài sản ròng hiện tại của doanh nghiệp (NCAV)\*. Điều này có nghĩa là tổng giá trị của tất cả cổ phần của công ty (vốn hóa thị trường) ít hơn một nửa số tiền gắn liền với tài sản lưu động của doanh nghiệp sau khi khấu trừ tất cả các khoản nợ. Trên thực tế, nếu công ty thanh toán cho tất cả các chủ nợ và kể cả tài sản cố định không có giá trị gì, nó sẽ vẫn có tiền dưới hình thức tiền mặt, nợ phải thu (từ các con nợ) và/hoặc hàng tồn kho có giá trị gấp đôi mức giá cổ phiếu thị trường hiện đang chào bán. Phương pháp lựa chọn cổ phiếu này rất quan trọng đối với câu chuyện của Buffett trong những năm 1950 đến nỗi tôi phải giải thích chi tiết hơn dưới đây.

\* Tiếng Anh đầy đủ là “Net current asset value”. (ND)

Bên cạnh việc cổ phiếu nhà máy dệt Cleveland Worsted được bán với mức giá chỉ bằng một nửa so với giá trị tài sản ròng, công ty này còn trả một phần lớn thu nhập của mình bằng cổ tức. Các yếu tố kết hợp này làm cho Cleveland có vẻ một thương vụ đầu tư hấp dẫn và Buffett rao bán ý tưởng đầu tư này cho các khách hàng chứng khoán tại Omaha. Để rồi nó đã đi chệch hướng - công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt từ các nhà máy dệt ở các bang miền Nam Hoa Kỳ và từ sợi tổng hợp. Nó thua lỗ nghiêm trọng, phải cắt giảm cổ tức và giá cổ phiếu này tuột dốc.

Như đã đề cập ở trên, đầu tư vào giá trị tài sản ròng hiện tại là cách tiếp cận rất quan trọng đối với Buffett, đến nỗi tôi thấy cần phải dành chút thời gian để mở rộng về chủ đề này một cách chi tiết hơn.

### **Đầu tư vào giá trị - tài sản ròng hiện tại**

Dù bạn tin hay không, ẩn nấp trong chiều sâu của thị trường chứng khoán là các công ty được bán dưới giá trị tài sản lưu động của họ. Tài sản lưu động là tiền mặt và các tài sản khác được dự kiến sẽ chuyển thành tiền mặt trong vòng một năm. Chủ yếu bao gồm hàng tồn kho, các khoản nợ có thể thu và tiền mặt.

Đáng lưu ý hơn là nếu bạn khấu trừ tất cả các khoản nợ phải trả, cả dài hạn và ngắn hạn, từ những tài sản lưu động này - để ra giá trị tài sản ròng hiện tại - bạn có thể tìm thấy các công ty được bán dưới mức giá trị tài sản ròng hiện tại (NCAV).

Thậm chí còn đáng kinh ngạc hơn nếu chúng ta nhận thức được rằng cách tiếp cận này bỏ qua giá trị của tài sản dài hạn (còn gọi là tài sản không cố định hay tài sản cố định) mà doanh nghiệp nắm giữ. Những tài sản được định giá bằng không. Đây là một lỗi định giá bảo thủ đến mức cực đoan.

Các tài sản dài hạn này có thể bao gồm các tòa nhà, xe cộ, nhà máy... với giá trị thị trường đáng kể. Vậy mà tất cả đều bị bỏ qua - nó được tính là con số không.

Sau đó có hai tầng lớp thận trọng được bồi đắp thêm trong cách áp dụng này:

### *1. Giảm hàng tồn kho và các khoản phải thu*

Các con số để xác định giá trị tài sản lưu động trong bảng cân đối kế toán của doanh nghiệp không được lấy theo mệnh giá. Có thể bạn sẽ muốn xây dựng một mức an toàn cho việc định giá hàng tồn kho. Ví dụ, các nhà quản lý, thông qua kế toán của họ, sẽ đưa ra một số liệu cụ thể vào kì kế toán cho giá trị nguyên liệu thô trong kho, cho các sản phẩm bán thành phẩm trên dây chuyền sản xuất và các sản phẩm hoàn chỉnh chưa bán cho khách hàng. Nhưng việc các nhà quản lý từng xem xét mọi thứ dưới lăng kính màu hồng không hề hiếm. Là nhà đầu tư giá trị, chúng ta có thể xây dựng trong một biên độ an toàn bằng cách từ chối giá trị dựa trên cơ sở kết quả tốt nhất có thể. Có thể một vài trong số nguồn hàng cũ đã lỗi thời và không thể bán được như giá gốc. Với tư cách một kẻ ngoài cuộc, chúng ta không thể đi qua từng món hàng và định giá cho nó, nhưng chúng ta có thể, để an toàn, giảm tổng giá trị hàng tồn kho xuống khoảng 33%. Đây là mức phần trăm giảm được khuyến nghị bởi Benjamin Graham trong hầu hết các trường hợp.

Cùng một nguyên tắc an toàn tương tự đối với các khoản phải thu (gọi tắt là các khoản nợ). Các nhà quản lý doanh nghiệp có thể sẽ lạc quan hơn bạn trong việc dự đoán tỷ lệ khách hàng không trả tiền. Có lẽ con số thu được phải được giảm xuống 20%.

### *2. Kiểm tra các yếu tố định tính*

Bước tiếp theo là đảm bảo rằng các đặc tính định tính của doanh nghiệp là đúng đắn (giả định rằng các hoạt động tốt nhất cho doanh nghiệp không bị thanh lý ngay lập tức):

**(a) Triển vọng kinh doanh.** Hoạt động kinh doanh có được định vị hợp lý để có được lợi nhuận trong trung và dài hạn không? Dù bạn tin hay không, hoàn toàn có thể tìm thấy các doanh nghiệp tốt bán với giá thấp so với giá trị tài sản ròng hiện tại. "Khả năng kiếm tiền", một thuật ngữ do Graham đặt ra, là điều mà chúng ta đang tìm

kiếm. Graham nói rằng một chỉ số về khả năng kiếm tiền trong tương lai là mức thu nhập và cổ tức hiện tại, và/hoặc mức thu nhập trung bình cao trong quá khứ. Ở đây, điều quan trọng là không chỉ dựa vào những dự đoán của người khác về những triển vọng tuyệt vời trong tương lai, hoặc chỉ dựa vào dữ liệu trước đây: điều rất dễ bị hiểu sai. Chẳng hạn, vào năm 2012, J. C. Penney, Nokia hoặc Tesco có vẻ thật vững chắc dựa trên dữ liệu hoặc sự kiện trong quá khứ. Nhưng như những gì các công ty này phải trải qua, môi trường cạnh tranh có thể thay đổi. Nhà đầu tư phải nghiên cứu nhiều hơn là chỉ dựa vào các dữ liệu thông thường để tìm các dấu hiệu dễ bị tổn thương gây gián đoạn hoạt động kinh doanh.

Khả năng kiếm tiền không phải là thu nhập hiện tại, mà có được từ tổng hoà thu nhập thực tế trong khoảng thời gian từ 5 đến 10 năm và thu nhập ước tính trong tương lai, ví dụ trong 5 năm tới. Cần tính đến sức mạnh cạnh tranh của doanh nghiệp so với các đối thủ, nhà cung cấp và khách hàng, cũng như tiềm năng của các đối thủ mới tham gia vào ngành công nghiệp, cũng như các sản phẩm/ dịch vụ thay thế có thể gây thiệt hại cho công ty (ví dụ như cách internet cung cấp một phương thức thay thế cho các đại lý du lịch, phân phối âm nhạc và bán sách).

**(b) Chất lượng quản lý.** Có hai khía cạnh cần xem xét ở đây:

1. Năng lực: Các tuyên bố của ban lãnh đạo cần được kiểm tra và so sánh với kết quả của họ trong một thời gian dài.
2. Định hướng cổ đông: Nếu một doanh nghiệp có năng lực và nhiệt thành quản lý thì đó vẫn có thể không phải là một khoản đầu tư tốt trừ khi quản lý đó cũng có phẩm chất liêm khiết, đặc biệt là để phục vụ lợi ích của cổ đông.

**(c) Tính ổn định.** Hoạt động kinh doanh có ổn định không? Mức độ nợ của công ty liệu có gây tổn thất đáng kể đến triển vọng ổn định của nó? Nhà đầu tư sẽ không muốn đầu tư vào một công ty có mức vay nợ hay mức biến động thu nhập cao. Các ngành công nghiệp không bị thay đổi nhiều có thể sẽ có tính ổn định; điều đó có nghĩa là ngành phần mềm trò chơi hay công nghệ sinh học sẽ bị loại, trong

khi các ngành công nghiệp bán vật dụng nhằm chán thường có xu hướng được ưa thích.

Điều gì dẫn đến những cổ phiếu có giá thấp như vậy?

Có ba lý do mà ngay cả các công ty có thặng dư tài sản lưu động lớn hơn khoản nợ vẫn phải chứng kiến giá cổ phiếu của họ giảm xuống dưới mức giá trị tài sản ròng hiện tại:

1. Các nhà quản lý đã theo đuổi các hoạt động phá hủy giá trị, gây mất mát tài sản của cổ đông từ năm này qua năm khác.
2. Thị trường chứng khoán đã đẩy giá cổ phiếu lên đến mức bất hợp lý.
3. Cổ đông không gây áp lực cho công ty làm điều đúng đắn cho các cổ đông.

Tại sao một cổ phiếu với giá trị tài sản ròng tăng cao sẽ tăng giá?

Các công ty trải qua thời kỳ ngọt ngào, một vài năm thua lỗ, hoặc suy thoái kinh tế hoặc trong ngành công nghiệp, thường phải đối mặt với rất nhiều sự bi quan của thị trường.

Điều này đôi khi rất khó để phân biệt. Cùng với việc bán phá giá những thứ yếu kém, cũng có cả việc bán phá giá của các công ty, nơi ta có cơ sở để tin rằng việc phục hồi cuối cùng rồi sẽ xảy ra.

Có bốn khả năng phát triển có thể ngăn chặn hoặc đảo ngược mô hình tổn thất, ngăn chặn sự phá hủy giá trị thông qua việc rải dần các tài sản từ bảng cân đối kế toán qua từng năm:

### **1. Năng lực thu nhập được nâng cao nhờ cải thiện nền kinh tế**

Đây có thể là kết quả của sự phục hồi kinh tế nói chung. Ngoài ra, năng lực kiếm tiền cũng có thể được nâng cao thông qua các ảnh hưởng từ việc rút lui khỏi ngành công nghiệp: các đối thủ cạnh tranh vấp phải khó khăn hoặc rút khỏi một số hoạt động, cho phép một vài người ở lại có thể tăng giá và tăng lợi nhuận.

## **2. Quản lý tự điều chỉnh bản thân**

Quản lý có thể có năng lực, nhưng họ phải đối mặt với một sự tấn công dữ dội từ các đối thủ cạnh tranh mới hoặc chiến lược định giá và tiếp thị cạnh tranh từ các đối thủ cũ. Có lẽ họ sẽ tập hợp lại, học hỏi từ những sai lầm trong quá khứ và tấn công với ý chí mới.

## **3. Bán công ty cho một công ty khác**

Người mua nên sẵn sàng chi trả ít nhất giá trị thanh lý (nếu tài sản hiện tại được bán gần với mức giá trị trên bảng cân đối của họ, sẽ cao hơn giá trị vốn hóa thị trường gắn liền với nó), và do đó các nhà đầu tư vào giá trị tài sản ròng hiện tại sẽ được hưởng lợi.

## **4. Hoàn thành hoặc thanh lý một phần**

Có nhiều công ty đơn giản không còn ý nghĩa để tồn tại. Các cổ đông có thể sẽ có nhiều tiền hơn rất nhiều nếu các giám đốc lựa chọn phân bổ tài sản bằng cách bán chúng ra để thu lại tiền mặt.

Sau đó, một khoản cổ tức tăng lên có thể được trả cho các cổ đông. Với một số công ty, đặc biệt là những công ty sở hữu rất nhiều tài sản nhưng lại thua lỗ, số tiền gấp hai, gấp ba lần sẽ chảy vào túi các cổ đông nếu việc thanh lý dần tài sản được thực hiện.

Bởi vậy nhà đầu tư vào giá trị tài sản ròng hiện tại cần tìm kiếm một trong bốn sự kiện này để kiếm được lợi tức đầu tư.

## **Thất bại số 2: Trạm xăng**

Buffett mua một trạm xăng ở Omaha với sự hợp tác của một người bạn. Thật không may, nó có vị trí đối diện với một trạm Texaco luôn bán tốt hơn. Đáng kinh ngạc là Buffett thậm chí đã thực sự làm việc tại trạm xăng này - vào những ngày cuối tuần, ông thực sự đã ở đó để phục vụ khách hàng.

Ông đã học được những bài học về lợi thế cạnh tranh: trạm Texaco "đã được thiết lập rất tốt và rất được ưa thích... lòng trung thành của

khách hàng... những khách hàng trung thành... Không có gì có thể làm để thay đổi điều đó." Với việc bài học này được tiếp thu, nó sau đó đã dẫn đến một số thương vụ tốt nhất của ông khi ông tìm kiếm được các công ty có lòng trung thành tuyệt đối của khách hàng trong ngành của họ, ví dụ như Coca-Cola.

Tuy nhiên, vào thời điểm đó, chàng trai 22 tuổi thông minh đã mất 2000 đô cho trạm xăng này.

## **Gửi ý tưởng cho Graham**

Buffett vẫn khao khát được giáo dục dưới sự giám sát của Graham và tiếp tục gửi Graham các phân tích về các công ty. Cuối cùng Graham và đối tác, Jerry Newman, đã nhượng bộ và đưa Buffett vào làm việc tại Graham-Newman Corporation.

Ông là một trong bốn người, ngoài các đối tác, làm việc với họ trong văn phòng đầu tư tại New York.

## **Bài học đúc kết**

### **1. Mỗi nhà đầu tư đều sẽ mắc sai lầm – rất nhiều là đằng khác.**

Bạn phải chấp nhận rằng bạn sẽ có những phi vụ thất bại, điều này là đương nhiên. Bạn phải phát triển các đặc điểm tính cách cho phép bạn học hỏi từ sự thất bại: hiệu suất danh mục tổng thể trong thời gian dài là trọng tâm để đánh giá sự thành công/thất bại. Ngay cả những nhà đầu tư lớn cũng sẽ sai lầm đến 45% thời gian. Nếu bạn đúng 55% thời gian, trong vài năm bạn sẽ gia tăng được sự giàu có một cách tuyệt vời.

**2. Đầu tư vào giá trị tài sản ròng hiện tại là trọng tâm cách tiếp cận của Buffett.** Có thể giá cổ phiếu sẽ giảm xuống mức thấp đến nỗi tài sản hiện tại trên mỗi cổ phiếu trong công ty sau khi trừ đi tất cả các khoản phải trả trở nên đáng giá hơn nhiều so với giá mà thị trường đang chào bán cổ phần. Một số công ty này có khả năng phục hồi giá trị cổ đông tốt.

**3. Đừng bỏ qua các yếu tố định tính.** Hiểu được vị thế cạnh tranh và chất lượng quản lý là trọng tâm của những khoản đầu tư thành công nhất.

# Thương vụ số 5 Công ty Rockwood

Tóm tắt thỏa thuận



L

ăm việc cho Graham, Buffett đã có hai năm hoạt động sôi nổi. Công việc chính của ông là ngồi “cày” thông tin về hàng trăm công ty trong một căn phòng không có cửa sổ. Ông đã chuẩn bị các báo cáo đơn giản về các công ty theo tiêu chí của Graham, cụ thể ở đây là cổ phiếu theo giá trị tài sản ròng hiện tại. Chúng là những cổ phiếu giá rẻ, bị bỏ rơi và không được ưa thích.

Vụ đầu tư này là ví dụ về một trong những giao dịch đầu tư thông minh của Buffett vào một công ty bị đánh giá thấp, thường bị mọi người bỏ qua bởi nó thất bại trong việc mang lại lợi nhuận.

## Công ty Rockwood

Là một nhà chế tạo bánh quy rắc sô cô la có lịch sử thua lỗ, Rockwood chiếm giữ một lượng cacao lớn. Hơn nữa, giá hạt cacao lại cao. Nếu Rockwood bán số hạt này ra thị trường, nó sẽ phải chịu một khoản thuế lớn. Thay vào đó, các giám đốc của Rockwood đề nghị Graham-Newman Corporation mua công ty của họ. Tuy nhiên, giá chào bán lại quá cao.

Và rồi Rockwood đề nghị một nhà đầu tư khác - Jay Pritzker mua công ty. Pritzker nghĩ đến một cách để tránh né hóa đơn thuế 50% trên lợi nhuận từ việc bán ca cao. Một quy định mới về thuế cho phép nếu một doanh nghiệp đang thu nhỏ quy mô, nó có thể tránh thuế trong việc thanh lý một phần hàng tồn kho của mình. Pritzker liền mua một lượng cổ phần đủ quyền kiểm soát và bắt đầu thanh lý

chỗ ca cao trị giá 13 triệu đô. Nhưng ông ta đã không bán chúng để lấy tiền mặt. Ông nói rằng các cổ đông tại Rockwood có thể trao đổi mỗi cổ phiếu lấy 36 đô giá trị tiền hàng. Cổ phiếu Rockwood đang bán ra thị trường với giá 34 đô. Bởi thế, rõ ràng có một cơ hội chênh lệch đã nảy sinh. Graham bị thức tỉnh và Buffett được chỉ thị mua cổ phần của Rockwood đổi lấy hạt cacao và sau đó bán lại, thu về lợi nhuận 2 đô la trên mỗi cổ phiếu.

Thay vì một túi hạt, thứ Rockwood thực sự trao cho mỗi người bán là một chứng nhận kho hàng cho thấy quyền sở hữu hạt ca cao. Trong trường hợp giá chứng chỉ này giảm, Graham-Newman Corporation bán tương lai của hạt cacao (đảm bảo cung cấp một lượng hạt cố định vào một ngày xác định trong tương lai với mức giá cố định), bởi thế có thể khóa lợi nhuận chênh lệch. Hết tuần này sang tuần khác, Buffett phải mua cổ phiếu, và rồi bán hạt tương lai.

### **Sự lắt léo của Buffett**

Graham-Newman đã rất thành công trong thương vụ mua bán này, nhưng Buffett tin rằng mình còn có thể làm tốt hơn. Ông chỉ đơn giản là đi ra ngoài và mua 222 cổ phiếu của Rockwood. Logic của ông như sau:

- Mức giá đề nghị là 36.3 kg cacao cho một cổ phiếu.
- Số hạt Rockwood sở hữu nhiều hơn một cách đáng kể so với mức 36.3 kg trên một cổ phiếu đó.
- Vì vậy, nếu bạn là một trong những cổ đông KHÔNG bán cổ phần cho Rockwood, đầu tiên, số lượng hạt của bạn trên mỗi cổ phiếu được nắm giữ bởi công ty sẽ lớn hơn mức đề nghị 36 đô đó; và thứ hai, lượng hạt trên mỗi cổ phiếu của bạn sẽ tăng lên khi những người khác bán cổ phần của họ.

Ngoài hạt cacao còn có giá trị của tất cả các nhà máy, máy móc, thiết bị, tiền mặt, khoản phải thu... của công ty trong phạm vi lợi nhuận của doanh nghiệp đang được giữ lại.

Pritzker biết tất cả điều này và là một bộ óc rất thông minh. Buffett tận dụng cách tư duy này của Pritzker bằng cách mua cổ phần.

### **Kết quả là gì?**

Trước đề nghị của Pritzker, cổ phiếu của Rockwood được bán với giá 15 đô. Nó dần tăng lên đến khoảng 100 đô. Và Buffett kiếm được 13.000 đô la.

### **Bài học đúc kết**

1. Điều quan trọng là phải xem xét kỹ lưỡng các hành động của một công ty và tác động của chúng lên giá trị trong tương lai (thay vì nhìn nhận nó như một khoản hoàn vốn ngắn hạn, hầu như không có rủi ro).
2. Những cơ hội này chỉ đến với những người sẵn sàng tìm hiểu đến ngọn ngành từ ngày này qua tháng khác, như mò kim đáy bể vậy. Buffett kiểm tra hàng ngàn công ty, hy vọng tìm thấy một hoặc hai mỏ vàng như Rockwood.

# Thương vụ số 6 Công ty Sanborn Maps

Tóm tắt thỏa thuận



G

raham nghỉ hưu khi Buffett làm việc được khoảng hai năm cho ông, và Buffett lại thất nghiệp. Đến thời điểm năm 1956, Buffett đã tích lũy được khoảng 140.000 – 174.000 đô (số liệu này có thể thay đổi tùy thuộc vào nguồn bạn tham khảo) và ông không tìm kiếm việc làm. Ông chỉ muốn có một cơ sở vững chắc để tư duy và đưa ra các quyết định đầu tư vào các công ty Mỹ. Ông chọn Omaha.

Khi trở lại Omaha, chàng trai Buffett 25 tuổi quyết định tập trung đầu tư cho bản thân mình. Ông cũng thiết lập một mối quan hệ đối tác đầu tư nhỏ với sáu đối tác gà mờ khác - chủ yếu là họ hàng và bạn bè ở địa phương, chẳng hạn như dì Alice, người bỏ vào khoảng 35.000 đô. Tất cả các đối tác góp vốn 105.000 đô, trong khi Buffett chỉ bỏ ra 100 đô. Ông làm việc trong một căn phòng nhỏ ngoài phòng ngủ.

Buffett là người ra quyết định duy nhất và ông không nói với các đối tác về những gì mình đang đầu tư (bởi sợ bị bắt chước). Tuy nhiên, ông có cung cấp một báo cáo hằng năm về hiệu suất tổng thể và vợ của ông - Susie sẽ làm một bữa tiệc tối với thịt gà cho buổi quy tụ hằng năm này. Cũng chẳng mất nhiều thời gian để các nhà đầu tư khác bị thu hút (một số từng là nhà đầu tư của Ben Graham và đang tìm kiếm ngôi nhà mới cho dòng tiền của họ), và Buffett đồng ý thành lập quan hệ đối tác, tất cả hợp nhất vào công ty BPL duy nhất vào năm 1962.

## Cơ cấu mức phí và hiệu suất các thương vụ hợp tác của Buffett

Buffett cảm thấy không đúng đắn khi nhận một khoản phí từ đối tác của mình, trừ khi ông ít nhất có thể trả được khoản lợi nhuận tương ứng với số tiền họ có được từ việc cho vay một cách an toàn. Bởi vậy, ông nói rằng ông sẽ không tính lệ phí cho 1 năm trừ khi ông đạt được mức lợi nhuận 4% trong năm đó cho các đối tác (đây là giai đoạn những năm 1956-1991). Tuy nhiên, bất kỳ tỷ suất lợi nhuận nào trên 4% cũng dẫn đến một tỷ lệ cao chảy vào túi Buffett. Lệ phí ban đầu lên tới 50%; từ năm 1961 tỷ suất lợi nhuận tối thiểu là 6% và lệ phí thực hiện là 25% trên lợi nhuận cho các mức trên đó.

Buffett đặt ra mục tiêu vượt trội hơn chỉ số Dow trong các giai đoạn 3 năm – ông nghĩ 3 năm là khoảng thời gian tối thiểu để đánh giá một nhà quản lý quỹ. Bảng 6.1 cho thấy hiệu quả hợp tác của Buffett từ năm 1957 đến năm 1968 - đây là khoảng thời gian dài nhất mà chúng tôi có được các dữ liệu chính xác trước khi tất cả được thanh lý và hợp nhất vào đầu năm 1970.

*Bảng 6.1: Hiệu suất hợp tác của Buffett (Giai đoạn 1957–1968)*



Nguồn: Thư của BPL tới đối tác (22 tháng 1 năm 1969)

Trong thời kỳ từ năm 1957 đến năm 1968, Buffett đã không có một năm nào thua lỗ. Ông đã thu được gấp ba lần bình quân lợi nhuận hàng năm theo chỉ số Dow trước khi trừ lệ phí.

Sau khi vốn đối tác được tích lũy lên tới vài triệu đô la, Buffett nhận được một khoản phí lớn hàng năm cho bản thân mình, và ông đã cho lại số tiền này vào Quỹ đối tác, gia tăng cổ phần của mình và trở nên giàu có.

*Dưới đây là một ví dụ về một trong những giao dịch Buffett thực hiện trong giai đoạn này.*

## **Công ty Sanborn Maps**

Sanborn Maps là một công ty kém may mắn. Nó từng là một doanh nghiệp phát đạt cung cấp bản đồ cho các công ty bảo hiểm. Các bản đồ hiển thị chi tiết từng đường dây điện, đường ống nước và các tòa nhà tại mỗi thành phố của Hoa Kỳ, cho phép ước tính nguy cơ hỏa hoạn. Mỗi lần các công ty bảo hiểm sáp nhập, họ lại càng mua ít bản sao kế hoạch đường phố chi tiết của Sanborn. Ngoài ra, các phương pháp đánh giá và giảm thiểu rủi ro hiện đại cũng dần được giới thiệu.

Mặc dù vậy, Sanborn vẫn có doanh số bán hàng khoảng 2 triệu đô một năm và vẫn có lãi, mặc dù lợi nhuận đã giảm từ hơn 500.000 đô một năm vào cuối những năm 1930 xuống còn dưới 100.000 đô vào những năm 1958 và 1959. Giá cổ phiếu cũng giảm bởi lợi nhuận giảm, từ 110 đô năm 1938 xuống còn 45 đô vào năm 1958. Điều này làm vốn hóa thị trường của công ty đạt mức 4.7 triệu đô la (45 x 105.000 cổ phiếu).

Quan trọng hơn là ngoài việc kinh doanh bản đồ, Sanborn còn có một danh mục đầu tư với giá trị 65 đô một cổ phiếu - nghĩa là nó có khoảng 7 triệu đô chứng khoán có thể bán được, tạo ra nguồn thu nhập đáng kể.

Các giám đốc, những người sở hữu rất ít cổ phần, tỏ ra an phận với việc để công ty đơn giản là nắm giữ danh mục đầu tư này và nhận tiền lương hằng tháng của họ. Thậm chí họ từng cắt giảm cổ tức năm lần trong suốt 8 năm trước, bất chấp nguồn lực to lớn đang chảy trong lòng công ty này.

## **Buffett mua lại, nhưng cần quyền kiểm soát để thay đổi**

Chúng ta có thể hiểu sâu hơn cách tư duy của Buffett về Sanborn từ trích đoạn một bức thư ông viết cho các đối tác vào năm 1959:

"Trên thực tế, một phần công ty này [Sanborn Maps] là quỹ đầu tư đang sở hữu khoảng 30 hay 40 chứng khoán có chất lượng cao khác. Việc đầu tư của chúng tôi được thực hiện với mức chiết khấu

đáng kể từ giá trị tài sản dựa trên giá trị thị trường của các cổ phiếu họ nắm giữ, cũng như dựa trên đánh giá thận trọng về hoạt động kinh doanh."<sup>4</sup>

Buffett đã mua lại cổ phần của Sanborn cho Quỹ đối tác của ông, bắt đầu từ tháng 11 năm 1958 và xuyên suốt năm 1959. Ông cũng mua cổ phần Sanborn cho quỹ riêng của mình và khuyến khích bạn bè mua cổ phần. Ông muốn càng nhiều người trung thành với mình sở hữu cổ phần càng tốt vì ông cần phải có quyền biểu quyết để thúc đẩy những thay đổi cần thiết nhằm giải phóng giá trị trong công ty. Một cách chắc chắn, qua quỹ đối tác, tài khoản cá nhân, bạn bè và gia đình, Buffett đã mua được đủ cổ phần để có quyền lựa chọn hội đồng quản trị. Những giám đốc còn lại phần lớn là đại diện các công ty bảo hiểm - khách hàng lớn nhất của Sanborn.

Trong cuộc họp ban đầu, Buffett đã đề xuất rằng các cổ đông sẽ nhận được giá trị từ danh mục đầu tư của công ty và Sanborn nên thiết lập lại lợi nhuận thu được từ việc kinh doanh bản đồ bằng cách làm cho dữ liệu trở nên thân thiện hơn thông qua các thiết bị điện tử. Giám đốc các công ty bảo hiểm nói không, nhưng các giám đốc khác thì ủng hộ.

Buffett đã rất giận dữ vì các thành viên hội đồng quản trị từ phía bảo hiểm đã tìm cách ngăn chặn những ý tưởng của ông, vì vậy quỹ đối tác, gia đình và bạn bè của ông vẫn tiếp tục mua cổ phần (thậm chí ông còn buộc cha mình thuyết phục khách hàng môi giới của mình đầu tư). Việc này đã trao cho Buffett đủ số cổ phần để kiểm soát công ty nếu ông muốn. Quỹ đối tác của ông chiếm giữ 24.000 cổ phiếu, tương ứng với 22,8% của Sanborn, và các cộng sự của ông chiếm giữ thêm 21% nữa. Buffett đã đặt 35% nguồn vốn của đối tác của mình vào Sanborn Maps. Một góc nhìn sâu hơn về tư tưởng của Buffett cũng có thể được tìm thấy trong trích dẫn từ một lá thư gửi các đối tác vào năm 1958:

"Tuy mức độ bị đánh giá thấp của công ty này không lớn hơn quá nhiều so với nhiều chứng khoán khác mà chúng ta sở hữu... chúng ta là cổ đông lớn nhất và điều này mang lại lợi thế lớn gấp nhiều lần

trong việc xác định khoảng thời gian cần thiết để công ty được đánh giá một cách đúng đắn. Trong quyền nắm giữ đặc biệt này, chúng ta hầu như có thể đảm bảo được một hiệu suất tốt hơn hiệu suất Dow Jones trong khoảng thời gian ta nắm giữ nó.”<sup>5</sup>

Buffett đã sử dụng thế lực này để nói với các giám đốc khác của Sanborn rằng nếu họ không làm như ông gợi ý, ông sẽ kêu gọi một cuộc họp cổ đông đặc biệt và nắm quyền kiểm soát. Năm 1960, hội đồng quản trị đã đồng ý sử dụng danh mục đầu tư để mua cổ phần. Các đối tác của Buffett đã đấu thầu cổ phần của họ. Các đối tác của Buffett kiếm được lợi nhuận khoảng 50%. Buffett đã mô tả nó như sau:

"Khoảng 72% cổ phiếu của Sanborn, thuộc 50% trong số 1.600 cổ đông, được trao đổi thành danh mục chứng khoán với giá trị hợp lý. Công cuộc kinh doanh bản đồ còn lại hơn 1.25 triệu đô trong trái phiếu chính phủ và thành phố với tư cách một quỹ dự trữ... Cổ đông còn lại được để lại một giá trị tài sản có cải thiện đôi chút, thu nhập trên mỗi cổ phiếu cao hơn đáng kể cũng như có gia tăng tỷ lệ cổ tức.”<sup>6</sup>

## **Bài học đúc kết**

1. Biên độ an toàn. Rõ ràng Buffett đã sử dụng tốt các ý tưởng của Graham ở đây. Ông đã mua cổ phiếu với mức lợi nhuận an toàn ở mức thấp hơn giá trị tài sản ròng hiện tại. Và ông đã bảo đảm rằng vẫn có một khoản thu nhập, thứ sẽ còn được cải thiện hơn nữa nếu doanh nghiệp được cải tổ hoặc thu nhỏ quy mô - thực sự thì nó vẫn hoạt động cho đến tận ngày nay. Một sự đảm bảo bổ sung đến từ việc kiểm soát rất nhiều cổ phiếu, giúp mang lại cho ông tầm ảnh hưởng lên định hướng của công ty.
2. Thế lực lớn hơn khi bạn nắm giữ hàng triệu. Lợi ích của việc nắm giữ một số tiền lớn là nó cho phép các nhà đầu tư kiểm soát một doanh nghiệp. Một khi khả năng tiếp cận vốn tăng lên, nhà đầu tư có thể nhắm mục tiêu vào các công ty mà một nhóm giám đốc nhỏ ít có khả năng kiểm soát hiện trạng. Bởi vậy, chúng ta thấy một Buffett

29 tuổi hợp tác với những người khác để tối đa hóa giá trị của cổ đông nhằm áp đặt ý chí lên một hội đồng có vẻ cố thủ. Điều này cần có động lực cũng như một lý tưởng lớn để ông truyền đạt, thuyết phục người khác gia nhập hội nhóm của mình (hay tập hợp các cổ đông độc lập, tùy theo cách bạn nhìn nhận nó). Mặc dù bản năng của Buffett là lùi bước trước đối đầu, khi vấn đề liên quan đến mang lại giá trị cho cổ đông, ông vẫn có thể đấu tranh một cách đầy nghiêm túc.

# Thương vụ số 7 Nhà máy Dempster

Tóm tắt thỏa thuận



C

ông ty BPL, được hình thành từ các mối hợp tác cá nhân vào ngày 1 tháng 1 năm 1962, khởi đầu với 7.2 triệu đô tài sản ròng. Buffett đã đưa vào quan hệ đối tác này gần như toàn bộ số tiền của mình, với số vốn gần 450.000 đô la. Ngoài ra, ông còn có một phần giá trị của đối tác nhờ những khoản lệ phí phát sinh và dùng chính nó để đầu tư thêm vào quỹ.

## Nhà máy Dempster

Nhà máy Dempster là một doanh nghiệp gia đình nhỏ, có trụ sở tại thị trấn Beatrice, Nebraska. Nó cung cấp các cối xay gió và hệ thống thủy lợi. Buffett bắt đầu mua một vài cổ phiếu vào năm 1956 khi họ bán với giá từ 16 đến 18 đô la. Công ty có giá trị ròng (giá trị sổ sách) khoảng 4.5 triệu đô hay 75 đô trên mỗi cổ phiếu. Giá trị tài sản ròng hiện tại là 50 đô trên mỗi cổ phiếu với doanh thu hàng năm khoảng 9 triệu đô.

Giá cổ phiếu quá thấp vì Dempster kiếm được rất ít lợi nhuận hoặc thua lỗ, và quản lý dường như không biết phải làm sao để cải thiện xu hướng đau khổ này. Ngoài ra, nó còn có rất nhiều nợ và đang tồn tại trong một ngành công nghiệp với kinh tế nghèo nàn. Buffett nói về Dempster:

*"Hoạt động kinh doanh trong thập kỷ qua được đặc trưng bởi doanh thu tĩnh, doanh thu hàng tồn kho thấp và hầu như không có lợi nhuận nào từ vốn đầu tư."*<sup>7</sup>

Nói tóm lại, đó là một kiểu đầu tư điển hình của Benjamin Graham. Có những khả năng khác nhau để tạo ra lợi nhuận cho một giao dịch đầu tư như vậy. Thứ nhất, kinh tế của ngành công nghiệp đó có thể được cải thiện; thứ hai, quản lý cũng có thể được cải thiện hoặc thay thế; thứ ba, việc kinh doanh có thể được thanh lý; và thứ tư, họ có thể chấp nhận bị mua lại.

Buffett và bạn bè của ông, Walter Schloss và Tom Knapp, đã tích lũy được 11% cổ phần của công ty, và Buffett tham gia vào hội đồng quản trị. Ông tiếp tục mua, cuối cùng mua cả cổ phiếu của gia đình Dempster. Công ty Buffett Partnership trở thành cổ đông chính vào giữa năm 1961, với 70% vốn chủ sở hữu tiêu tốn khoảng 1 triệu đô la (với 10% khác đến từ một số ít "cộng sự"), và Buffett được bổ nhiệm làm chủ tịch. Mức giá trung bình là 28 đô một cổ phiếu. Cổ phần của Dempster chiếm 21% tài sản của BPL.

### **Rắc rối ở nhà máy**

Công ty tham gia vào rất nhiều dự án kinh doanh không đem lại lợi nhuận, sử dụng một khoản lớn tiền của các cổ đông vào hàng tồn và các khoản phải thu. Việc hợp lý ở đây là phải cắt giảm đáng kể, giải phóng tiền mặt để đầu tư vào nơi khác, đặc biệt là mua các cổ phiếu có giá trị khác trên thị trường. Các nhà quản lý gật gù khi ngài Chủ tịch Buffett nói về việc phải giảm lượng hàng tồn kho trong các chuyến thăm hàng tháng của ngài từ Omaha - nhưng sau đó lại nhanh chóng chẳng làm gì cả.

Sự thiếu hụt tiền mặt của công ty đáng lo ngại đến nỗi các chủ ngân hàng của Dempster đã xem xét đến việc đóng cửa công ty và vào năm 1962, công ty chỉ còn cách vài tháng là đến bờ vực phá sản. Buffett đối mặt với viễn cảnh phải giải thích với các đối tác rằng 21% tài sản của họ đã biến mất. Vào thời điểm đó, trông nó có vẻ như một thất bại phản ánh quyết định đầu tư yếu kém của ông. Tuy nhiên, từ giao dịch không mấy hứa hẹn này, Buffett đã có thể tạo ra một thương vụ giá trị - với chút giúp đỡ từ bạn bè.

### **Charlie Munger**

Năm 1959, Buffett gặp Charlie Munger. Một người bạn trí thức người Omaha (dù đến lúc đó đã chuyển tới California), Munger là một trong số ít những người có thể theo kịp Buffett và mang lại những cuộc thảo luận được tư duy kỹ lưỡng. Họ thân nhau như anh em vậy.

Munger từng là luật sư, điều mà Buffett từng nhận xét rằng nghề luật là một sở thích tốt, nhưng ông có thể làm tốt hơn nếu là một nhà đầu tư. Munger sau đó liền mở một quỹ đầu tư ở California và thường xuyên nói chuyện điện thoại với Buffett về những ý tưởng đầu tư. Họ thảo luận về vấn đề Dempster vào mùa xuân năm 1962. Munger biết một nhà quản lý cứng rắn ở California có tên Harry Bottle, người có thể giúp đỡ. Phải mất một khoản chi trả khổng lồ (phần lớn là chia lợi nhuận), nhưng Buffett đã thuyết phục được Bottle chuyển đến Beatrice và đó là một sự đầu tư xứng đáng.

## **Sự phục hồi**

Bottle đến Beatrice vào tháng 4 năm 1962, xác định các mảng gây thua lỗ của nhà máy Dempster và tiến hành sa thải: đây là một việc không hề dễ dàng, nhưng cần thiết. Một nhân viên mới được Buffett thuê có tên Bill Scott đã đến Beatrice để giúp Bottle sắp xếp kiểm kê hàng. Scott trước đây là một nhân viên ngân hàng và từng tham dự khóa học đầu tư của Buffett. Ngoài ra, Buffett chỉ có một nhân viên là một viên thư ký trong văn phòng mới, nhỏ nhắn tại Kiewit Plaza, Omaha.

Bottle và Scott cải cách công cuộc tiếp thị của Dempster. Họ bán các thiết bị thặng dư, cắt giảm hàng tồn kho, đóng cửa năm chi nhánh và tăng giá cho doanh nghiệp nhỏ (đối với các mặt hàng mà họ là nhà cung cấp duy nhất, họ tăng giá lên đến 500%). Một hệ thống dữ liệu chi phí hợp lý được tạo ra. Có tất cả 100 người đã bị sa thải, bất chấp sự phản đối của công đoàn và phe đối lập địa phương. Điểm hoà vốn được cắt giảm xuống gần một nửa và khoản tiền mặt vừa giải phóng được Buffett đầu tư vào cổ phiếu và trái phiếu.

Về các giải pháp thực tiễn ông đã thực hiện, Bottle nói:

"Tôi đã gặp khó khăn trong việc giảm hàng tồn kho xuống mức có thể đáp ứng được mức lợi nhuận hợp lý. Vì vậy, trong tuyệt vọng, tôi chỉ đơn giản là thuê một họa sĩ và với sự giúp đỡ của anh ấy, chúng tôi đã vẽ một đường trắng dài 15cm với độ cao 3m trên bức tường bên trong kho hàng lớn nhất. Tôi gọi giám sát vào và thông báo với họ rằng nếu tôi bước vào tòa nhà và thấy đường kẻ trắng này bị che lấp bởi đóng hộp, tôi sẽ sa thải tất cả mọi người, ngoại trừ bộ phận vận chuyển cho đến khi đường vạch hiện ra lần nữa. Tôi từ từ chuyển đường kẻ đó xuống thấp dần cho đến khi đạt được lượng hàng tồn thỏa đáng."<sup>8</sup>

Trong khi hàng tồn kho chiếm 4.2 triệu đô vào đầu năm 1962, một năm sau, nó chỉ còn khoảng 1.6 triệu đô la. Mặt khác, 166.000 đô tiền mặt và tận 2.315.000 đô tiền nợ phải trả vào ngày 30 tháng 11 năm 1961 (kết thúc năm tài chính của Dempster ) đã được biến chuyển thành 1 triệu đô bao gồm cả tiền mặt và các khoản đầu tư (được mua bởi công ty Buffett Partnership) với tổng nợ chỉ ở mức 250.000 đô. Danh mục đầu tư cổ phiếu và trái phiếu đã tăng lên 2.3 triệu đô vào tháng 7 năm 1963. Hơn nữa, Dempster hiện đã có một hoạt động kinh doanh có lợi nhuận (trị giá ít nhất là 16 đô Mỹ trên một cổ phiếu theo như trong thư của Buffett năm 1963).

### **Nhận ra khoản lợi đầu tư**

Buffett cố gắng bán công ty, thậm chí còn chạy quảng cáo trên Wall Street Journal. Những người dân ngoại thành Beatrice kinh hoàng trước viễn cảnh một kẻ ngoại lai sẽ làm ông chủ quyền lực nhất của mình, họ liền tập hợp lại vào mùa hè năm 1963 và gây quỹ được gần 3 triệu đô để mua lại tài sản hoạt động của công ty nhằm thể hiện sự quan ngại trước Công ty sản xuất Dempster. Việc này mang lại một khoản tiền mặt và đầu tư lớn được thanh lý để trả tiền cổ đông, bao gồm cả Buffett Partnership, mà lúc này đã nắm giữ 73% kinh doanh. Cổ phần của đối tác giờ trị giá 3.3 triệu đô hay 80 đô một cổ phiếu. Buffett đã tăng gấp ba lần số tiền ông bỏ ra cho Nhà máy Dempster.

### **Bài học đúc kết**

1. Logic kinh doanh là một chuyện, bị ghét lại là một chuyện quá sức chịu đựng khác. Cả thị trấn ghét Buffett. Ông có một nỗi sợ hãi sâu sắc với việc phải đối đầu và bị ghê tởm, ông thề sẽ không bao giờ đặt mình vào tình huống phải tàn bạo với những người làm việc cho mình. Điều này giúp lý giải rất nhiều về quãng thời gian dài ông tiếp tục duy trì công cuộc kinh doanh may mặc nghèo nàn ở Berkshire Hathaway, hứng thú với các doanh nghiệp nhượng quyền thương mại đúng đắn với các nhà quản lý ông ưa thích, tin tưởng và ngưỡng mộ, những người có thể phát triển kinh doanh trong nhiều thập kỷ, và thậm chí khuynh hướng tiếp tục nắm giữ cổ phiếu trong suốt giai đoạn thăng trầm của các công ty. Buffett thích xây dựng mối quan hệ tích cực lâu dài.

2. Các nhà quản lý giỏi có thể làm nên điều kỳ diệu. Buffett nói, "Thuê Harry có thể là quyết định lựa chọn nhà quản lý quan trọng nhất mà tôi từng thực hiện. Dempster đã gặp rắc rối lớn với hai nhà quản lý trước, và các ngân hàng thì đang đối xử với Dempster như một đối tượng sắp phá sản vậy.

Nếu Dempster sụp đổ, cuộc đời và vận may của tôi sẽ khác xa từ ngày đó."<sup>9</sup>

3. Sự kiên nhẫn sẽ được đền đáp. Không có cách nào diễn đạt điều này tốt hơn cách Buffett tự nói: "Lợi thế của chúng tôi là ở chỗ những chứng khoán chúng tôi chọn chẳng đem lại một mức giá khôn ngoan nào trong nhiều tháng trời, hoặc có lẽ là cả năm trời vào thời điểm chúng tôi mua chúng. Điều này chỉ ra sự cần thiết để đo lường kết quả của chúng tôi trong một khoảng thời gian đầy đủ. Chúng tôi đề nghị tối thiểu là ba năm."<sup>10</sup>

4. Tầm quan trọng của việc phát hiện công ty sử dụng quá nhiều tiền của cổ đông. Một công ty có thể được tư bản hoá quá mức. Harry Bottle đã chứng minh rằng Dempster trước đây đã sử dụng quá nhiều vốn, bởi vậy thay vì kêu gọi góp thêm vốn, vào mùa hè năm 1963, Dempster đã chỉ sử dụng 60% tài sản của mình trong kinh doanh sản xuất. Đó là tất cả những gì cần thiết cho các yếu tố hiệu quả của doanh nghiệp. 40% còn lại sẵn sàng để Buffett đầu tư

vào chứng khoán có thể bán được. Bottle đã thảo luận điều này trong bức thư của ông vào ngày 20 tháng 7 năm 1963 tới các cổ đông của Dempster: "Vốn hóa quá mức thể hiện một vấn đề nghiêm trọng trong việc quản lý các nỗ lực cam kết tạo ra lợi nhuận thỏa đáng trên vốn."

5. Giá mua rất quan trọng. Nếu bạn mua ở một mức giá đủ thấp thì bạn đã có tỷ lệ cược lợi thế hơn. Như Buffett đã viết, "Đừng bao giờ dựa dẫm vào một giao dịch tốt. Hãy đạt được giá mua hấp dẫn đến mức ngay cả một giao dịch tầm thường cũng mang lại kết quả tốt."<sup>11</sup>

6. Tìm kiếm cơ hội định giá. Có khả năng định giá tiềm ẩn trong nhiều doanh nghiệp. Tại Dempster, các nhà quản lý trước đây không đủ can đảm để tăng giá khi có thể. Khả năng phát hiện ra cơ hội tăng giá bởi một số khách hàng bị ràng buộc được biểu hiện hết lần này đến lần khác trong toàn bộ sự nghiệp của Buffett.

# Thương vụ số 8 American Express

Tóm tắt thỏa thuận



W

arren Buffett luôn ghi nhớ những yếu tố xác định của một hoạt động đầu tư, như Benjamin Graham vẫn thường nhấn mạnh:

- Phân tích toàn diện các hoạt động kinh doanh.
- Biên độ an toàn.
- Chỉ mong đợi một mức lợi tức thỏa đáng.
- Tư duy độc lập, như trong câu chuyện Quý ông Thị trường, và ý tưởng về giá trị thực chất cũng rất quan trọng.

Tuy nhiên, cũng cần lưu ý rằng các nguyên tắc này có thể được áp dụng theo các cách tiếp cận giá trị khác nhau. Graham đã nhấn mạnh các tình huống có tài sản ròng hiện tại cao, hãy đặc biệt chú ý tới mức độ an toàn nếu các hoạt động kinh doanh hiện tại lợi bại. Nhưng ông cũng tính đến khả năng kiếm tiền và sự ổn định trong thu nhập, cũng như xem xét đến khả năng quản lý và tính liêm khiết.

Buffett đã lựa chọn nhiều công ty sử dụng cách tiếp cận này; như chúng ta đã xem xét qua các giao dịch đầu tư của ông tại Rockwood, Sanborn Maps và Dempster. Thật vậy, Buffett cũng đã chọn lựa các cổ phiếu khác dựa trên cách tiếp cận này - bao gồm cả Berkshire Hathaway.

**Thay đổi môi tập trung**

Vào đầu những năm 1960, Buffett nhận thấy rằng nhiều công ty mà ông phân tích không có bảng cân đối kế toán thực sự mạnh và bởi thế, theo cách tiếp cận của Graham, sẽ bị bỏ lại một bên. Ông phát hiện ra rằng trong một số trường hợp, các công ty này có triển vọng tốt bởi họ có các đặc quyền kinh tế kết hợp với nguồn tài chính mạnh mẽ, cùng các nhà quản lý có năng lực và trung thực.

Điều này dẫn tới một sự tiến triển trong cách tiếp cận đầu tư của Buffett, được hỗ trợ bởi ảnh hưởng tư tưởng của Philip Fisher<sup>12</sup> và các cuộc trò chuyện thường xuyên với Charlie Munger. Điều này không phải để nói rằng Buffett đã từ bỏ cách tiếp cận của Graham, chỉ đơn thuần là trong vườn cây giá trị có rất nhiều hoa thơm trái ngọt.

Một trong những câu hỏi thường gặp mà tôi đã nghe Buffett và Munger trả lời tại Đại hội Thường niên ở Omaha của họ là: "Anh sẽ làm gì nếu bắt đầu với ít hơn 1 triệu đô?" Trả lời câu hỏi này, họ nói rằng họ sẽ chọn các công ty nhỏ hơn, những nơi có nhiều cơ hội để tìm các công ty bị đánh giá thấp và có giá trị tài sản ròng cao. Giờ đây, họ không thể chọn các công ty nhỏ bởi họ phải phân bổ hàng tỷ đô la trong danh mục đầu tư của mình và rõ ràng việc mua và nắm giữ những thương hiệu mạnh về lâu dài là hợp lý hơn khi phải đầu tư hàng trăm triệu.

Các nhà đầu tư nhỏ có thể đầu tư theo cả hai cách: đầu tư vào giá trị theo kiểu Graham vào các công ty có vốn hóa thị trường nhỏ, cũng như các cổ phiếu có đặc quyền kinh tế - chủ yếu là các công ty lớn. Các nhà đầu tư lớn hơn hầu như không có quyền lựa chọn đầu tư vào giá trị tài sản ròng hiện tại, bởi họ không thể đầu tư một khoản tiền lớn tương xứng với quy mô của quỹ mà không gây tác động đáng kể lên giá cổ phiếu của doanh nghiệp họ đang mua.

*Một ví dụ về phương pháp đầu tư đã được sửa đổi của Buffett có thể thấy trong giao dịch của ông với American Express.*

## **American Express**

Câu chuyện bắt đầu với một kẻ lừa đảo. Anh ta mua dầu salad làm từ đậu nành và lưu trữ trong kho. Sản phẩm này có một mức giá được cập nhật hằng ngày trên thị trường hàng hóa và nhờ đó, gã lừa đảo này sử dụng hàng hóa của mình làm tài sản thế chấp để vay từ 51 ngân hàng.

American Express điều hành các thùng kho và phát hành hóa đơn kho xác nhận rằng dầu salad đủ hàng và có thể giao dịch. Các ngân hàng cảm thấy an tâm và cho tên lừa đảo vay hàng chục triệu đô.

Bạn có thể thấy câu chuyện này rồi sẽ diễn biến ra sao, phải không? Bằng chứng đơn giản cho vụ lừa đảo này là dầu trôi nổi trên mặt nước, hoặc bạn có thể lưu trữ dầu salad trong một buồng riêng nhỏ được đặt trực tiếp dưới nắp lấy mẫu.

Tay lừa đảo nhận ra rằng hắn thậm chí có thể vay mượn được số tiền lớn hơn nếu American Express và các ngân hàng tin rằng có nhiều dầu salad trong thùng chứa hơn số hàng hắn thực sự có. Hắn bố trí cho các bể gần đây nước biển với một lớp dầu salad đổ lên trên. Khi các thanh tra từ American Express hoặc các ngân hàng tập trung kiểm định, họ sẽ lấy mẫu hàng từ phía trên và kết luận rằng các thùng chứa một lượng lớn dầu có giá trị.

### *Sự sụp đổ*

Vào tháng 9 năm 1963, tên lừa đảo ngày càng trở nên táo tợn, hắn ta nghĩ rằng mình có thể lừa cả thị trường, đặc biệt khi Liên Xô cần nhập khẩu các loại dầu ăn sau những vụ mùa thất bát. Hắn ta liền vay mượn từ người môi giới của mình trên chính các khoản vay hắn có để mua dầu tương lai.

Chính phủ Hoa Kỳ cấm bán dầu cho Liên Xô và giá cả sụp đổ. Tên lừa đảo bị phá sản vào tháng 11 và các ngân hàng đã mất hơn 150 triệu đô. Họ liền quay sang American Express đòi bồi thường tiền cho họ và giá cổ phiếu của nó giảm mạnh từ 64 đô xuống còn 38 đô, khiến các nhà phân tích đều lo lắng về sự sống còn của nó.

### *Nghiên cứu thị trường của Buffett*

Đầu những năm 1960, American Express là công ty hàng đầu thế giới về séc du lịch (có 60% thị phần trên thế giới, mặc dù nó tính đắt hơn đối thủ), và là nhà dẫn đầu thế giới về thẻ tín dụng. Buffett đi đến một trong những quán ăn yêu thích của mình ở Omaha và quan sát. Ông phát hiện ra rằng những người bình thường vẫn đang sử dụng thẻ American Express khi trả tiền, hoàn toàn chẳng quan tâm tới vụ xì-căng-đan dầu ăn ở Phố Wall.

Buffett kiểm tra cả các nhà hàng khác và những nơi dùng thẻ: người bán hàng vẫn chấp nhận thẻ. Ông đi đến các ngân hàng, các cơ quan du lịch và thấy rằng người ta vẫn thích sử dụng séc du lịch của American Express. Ông đã nói chuyện với các đối thủ cạnh tranh của American Express và nhận thấy họ nghĩ rằng nó vẫn là một đối thủ lớn. Ông liên hệ với bạn bè xem liệu người ta có còn sử dụng thẻ và séc du lịch bên ngoài Omaha hay không. Ông đủ chắc chắn là họ vẫn đánh giá cao dịch vụ và không mấy quan tâm đến sự vụ phiền phức ở Phố Wall.

Buffett kết luận rằng đặc quyền kinh tế vẫn còn nguyên vẹn. Đó là một công ty có quyền định giá vì nó chiếm lĩnh ngành công nghiệp của mình. Nó níu giữ khách hàng nhờ thương hiệu mạnh và mạng lưới của mình. Mọi người vẫn tin tưởng thương hiệu này bất chấp vụ lụi bại vì dầu salad. Nó có được rất nhiều thiện chí từ khách hàng nhờ độ tin cậy trong quá khứ, và đó là một lợi thế cạnh tranh. Ngoài ra, một khoản tiền mặt khổng lồ được tạo ra bởi những người trả trước cho séc du lịch. Nhưng đây không phải là một thương vụ đầu tư kiểu Graham, bảng cân đối kế toán của American Express quá yếu để có thể trở thành một giao dịch đầu tư.

### *Buffett đã mua*

Vào đầu năm 1964, Buffett Partnership (Quỹ đối tác Buffett) có tổng cộng 17 triệu đô, trong đó Buffett sở hữu 1.8 triệu đô. Ông đã mua vào nhiều nhất có thể cổ phiếu của American Express mà không đẩy giá quá cao. Vào tháng 6 năm 1964, quỹ nắm giữ gần 3 triệu đô cổ phần của AmEx\*.

\* *AmEx là viết tắt của American Express. (ND)*

Là một cổ đông, Buffett không muốn American Express trốn tránh trách nhiệm của mình trong vụ gian lận bởi ông biết công ty kiểu này sống hay chết là nhờ danh tiếng của nó (một thành phần trung tâm của đặc quyền kinh doanh). Bây giờ tốt nhất là chấp nhận gánh nặng tài chính để bảo vệ danh tiếng. Vì vậy, Buffett đã khuyến khích kế hoạch hoà giải với các ngân hàng trị giá 60 triệu đô. Họ chấp nhận và giá cổ phiếu của American Express tăng nhanh.

Vào tháng 11, quỹ đã có hơn 4.3 triệu đô cổ phần của American Express và vào đầu năm 1965, American Express chiếm gần một phần ba tài sản của Quỹ đối tác. Buffett tiếp tục mua. Đến năm 1966, Quỹ đối tác đã chi 13 triệu đô cho 5% cổ phần của American Express. Năm 1967, giá cổ phiếu tăng lên 180 đô la và Buffett bán phần lớn cổ phần.

### **Bài học đúc kết**

1. Hãy suy nghĩ về việc kinh doanh. Có những lúc các vấn đề ngắn hạn gây giảm giá cổ phiếu. Trong nhiều trường hợp, giá trị dài hạn không bị ảnh hưởng. Nếu thị trường chỉ tập trung vào ngắn hạn thì cơ hội để mua những doanh nghiệp xuất sắc, có những đặc quyền mạnh và các nhà quản lý giỏi với giá rẻ sẽ xuất hiện.

2. Khi có tỷ lệ cược tốt, hãy đầu tư thật nhiều. Hãy đầu tư một số tiền lớn nếu có cơ hội tuyệt vời. Buffett đã bỏ 40% quỹ của mình vào thương vụ đầu tư này.

3. Tìm hiểu xung quanh cho các dữ liệu định tính. Hãy thực hiện nghiên cứu của riêng mình (nói chuyện với bất cứ ai hiểu biết) và không dựa vào ý kiến của các nhà phân tích ngồi lì trong những toà tháp trung tâm tài chính của họ. Một thùng nước ngọt trên con thuyền buồm cũ kĩ sẽ là một thùng nước uống. Nó trở thành nơi để thủy thủ đoàn tập trung trò chuyện. Thông tin được trao đổi xung quanh chiếc thùng - hoặc, theo cách nói hiện đại, chính là khu làm mát - từ tin đồn và ý kiến, tới bình luận và thực tế. Phillip Fisher đã sử dụng thuật ngữ này để chỉ hành động đi ra ngoài nói chuyện với bất cứ ai có kiến thức về công ty. Đó có thể là đối thủ cạnh tranh (ví

dụ, hãy hỏi: "Ngoài bạn, ai là người giỏi nhất trong ngành công nghiệp?"), nhân viên, nhà cung cấp, khách hàng...

# Thương vụ số 9Disney

Tóm tắt thỏa thuận



N

ăm 1966, cổ phiếu của Disney được bán dưới 10 lần so với thu nhập trên mỗi cổ phiếu của năm trước. Điều đó có nghĩa là cổ phiếu của Disney có hệ số giá trên thu nhập (PE) ít hơn  $10^{13}$ . Disney đã kiếm được lợi nhuận trước thuế 21 triệu đô la vào năm 1965 và có vốn hóa thị trường từ 80 triệu đến 90 triệu đô la. Hơn nữa, nó còn có nhiều tiền hơn nợ. Cảm giác đầu tiên trên Phố Wall là bất chấp thành công gần đây của nó với siêu phẩm Mary Poppins, nó không hề có tiềm năng nên sẽ có ít triển vọng tăng trưởng, phải chăng nó sẽ suy giảm?

## Hành động của Buffett

Một phần quan trọng trong nghiên cứu của Buffett là đi và ngồi trong rạp chiếu phim, được bao quanh bởi một lũ trẻ đang xem Mary Poppins. Ông có thể thấy chúng yêu thích các sản phẩm của Disney như thế nào. Và ông có thể thấy rằng với các sản phẩm có giá trị này, mọi người, hết thế hệ này đến thế hệ khác, sẽ tiếp tục trả tiền cho phim của Disney. Ví dụ, điều tuyệt vời về Bạch Tuyết là một khi nó được thực hiện và bạn đã bỏ hết chi phí, bạn có thể sử dụng nó hết lần này đến lần khác. Cứ mỗi 7 năm lại có một thế hệ trẻ con quan tâm đến nó. Hơn nữa, bạn có thể tận dụng sự yêu thích các nhân vật dưới nhiều hình thức khác nhau, từ việc cấp phép cho túi trẻ em và áo phông cho tới các công viên giải trí. Và Mickey Mouse không có người đại diện (không giống như, giả sử, Tom Cruise), những người có thể chiếm lấy nhiều giá trị tạo ra từ một bộ phim thương mại cho khách hàng của họ.

Buffett và Munger cũng đã ghé thăm Disneyland ở California và đi xung quanh phân tích giá trị những chuyến đi. Buffett đã gặp Walt Disney và rất ngưỡng mộ lòng tận tụy đối với công việc và nhiệt thành lan tỏa của ông. Disney chỉ cho Buffett một khu vực vừa được lắp đặt mang tên Cướp biển Caribe. Chỉ riêng khu vực này đã tiêu tốn mất 17 triệu đô - khoảng một phần năm vốn hóa thị trường của công ty. Buffett sau đó đã châm biếm rằng, "Hãy tưởng tượng sự phẫn khởi của tôi - một công ty được bán với giá chỉ bằng năm khu vực vui chơi!"<sup>14</sup>

### **Logic của Buffett – đậm chất của Fisher và Munger nhiều hơn của Graham**

Buffett đã dành rất nhiều sự quan tâm tới tài sản vô hình của Disney và ít quan tâm đến tài sản trên bảng cân đối kế toán. Chỉ riêng thư viện phim đã trị giá bằng giá mua, mặc dù các tài sản này không bao giờ được cho vào bảng cân đối - các bộ phim được đánh giá với giá trị bằng không! Buffett mô tả quá trình suy nghĩ của mình như sau:

"Năm 1966, người ta nói, 'Ồ, Mary Poppins năm nay thật tuyệt vời, nhưng họ sẽ không làm một bộ phim nữa về Mary Poppins trong năm sau đâu, nên thu nhập sẽ giảm sút!' Tôi không quan tâm nếu thu nhập thực sự giảm sút. Bạn biết bạn vẫn sẽ được xem Mary Poppins trong bảy năm nữa... Ý tôi là không có một hệ thống tốt hơn để có thứ mà về cơ bản, bạn sẽ có một vụ mùa mới mỗi 7 năm, nơi bạn được tính phí nhiều hơn sau mỗi lần... Tôi đã ra ngoài để gặp Walt Disney. Chúng tôi ngồi xuống và ông ấy nói với tôi toàn bộ kế hoạch của công ty – ông ấy đã không thể tử tế hơn. Đó là một trò đùa. Nếu ông ấy tới một vài nhà đầu tư mạo hiểm lớn, hoặc một số công ty lớn của Mỹ, nếu ông ấy là một công ty tư nhân, và nói 'Tôi muốn anh mua chúng tôi'... họ có thể sẽ mua dựa trên giá trị là 300 hay 400 triệu đô la Mỹ. Thực tế rằng nó cứ ở đó trên thị trường mỗi ngày đã thuyết phục mọi người tin rằng 80 triệu đô là một định giá thích hợp. Về cơ bản, họ bỏ qua nó bởi vì nó quá đỗi quen thuộc. Nhưng điều này xảy ra một cách định kỳ trên Phố Wall." <sup>15</sup>



Quý đối tác Buffett đã mua 5% cổ phần công ty với giá 4 triệu đô. Buffett bán nó trong năm sau với giá 6.2 triệu đô. Mặc dù thương vụ này mang lại lợi nhuận tốt, nhưng Buffett đã bán quá sớm. Buffett cho biết, "Quyết định mua vào năm 1966 có vẻ thông minh... nhưng chủ tịch của các bạn đã huỷ hoại nó [bằng cách bán vào năm 1967]." <sup>16</sup>

Ông đang đề cập đến thực tế là giá cổ phiếu đã tăng 138 lần từ năm 1967 đến năm 1995.

### **Bài học đúc kết**

1. Quý ông Thị trường có thể là một chú voi Dumbo. Không phải lúc nào cũng thế, nhưng đôi khi là vậy. Hãy có tầm nhìn dài hạn. Các nhà đầu tư trong tổ chức có thể tập trung vào ngắn hạn. Hãy thử nghĩ xa hơn họ bằng cách xem xét vị trí của công ty khi tình trạng ảm đạm hiện tại kết thúc.
2. Các doanh nghiệp cần ít vốn bổ sung để tạo ra lợi nhuận gia tăng có thể là một mỏ vàng. Disney đã sử dụng chu kỳ 7 năm để phát hành lại các sản phẩm được yêu thích trước đây cho thế hệ trẻ mới với chi phí bổ sung rất ít. Và nó đã có thể sử dụng các bộ phim thương mại ở các định dạng mới khi chúng đã xuất hiện, từ VHS tới các lần tải xuống, với chi phí bổ sung rất nhỏ. Các doanh nghiệp này có thể mang lại lợi nhuận rất cao cho mức vốn đầu tư.
3. Lại câu chuyện thùng nước ngọt. Buffett đã gặp Walt Disney, ông khảo sát thương hiệu cũng như sản phẩm của công ty tại Disneyland và rạp chiếu phim.
4. Quan sát chất lượng trong cuộc sống hằng ngày. Thật dễ dàng để xem xét chất lượng sản phẩm hoặc dịch vụ của một số công ty chỉ bằng cách mở to đôi mắt của bạn.
5. Không bán quá sớm. Buffett bán cổ phiếu của Disney vào năm 1967 với lợi nhuận 55% và tự trách móc bản thân vì đã làm vậy.

Hẳn ông đã phải kiếm được nhiều tiền hơn nếu ông cố thủ nắm giữ cổ phần trong những thập kỷ tới.

# Thương vụ số 10 Berkshire Hathaway

Tóm tắt thỏa thuận



V

Vào thế kỷ 19, Công ty sản xuất Hathaway là một doanh nghiệp kéo sợi bông phát đạt ở New Bedford, Massachusetts. Lợi nhuận tăng vọt khi quân đội cần trang phục trong thời kỳ Chiến tranh thế giới thứ nhất. Trong những năm 1920, lao động rẻ ở miền Nam đã tước mất đi cơ hội kinh doanh, và cuộc đại suy thoái đã khiến nhiều nhà máy ở khu vực New Bedford phải đóng cửa. Chủ sở hữu lấy tiền và đầu tư chỗ khác.

Nhưng một công ty đã quyết định ở lại trong ngành dệt may: đó là Hathaway. Nó được điều hành bởi Seabury Stanton kể từ khi chiến tranh kết thúc. Ông đã hiện đại hóa nó bằng cách tái đầu tư 10 triệu đô. Stanton và anh trai, Otis, thậm chí còn vay vốn cá nhân để chu cấp cho việc kinh doanh với khoản vốn có thể đầu tư được.

Hathaway chuyển đổi từ các sợi nhân tạo như tơ nhân tạo, trở thành nhà sản xuất lớn cho các lớp lót cho bộ vét của nam giới, đá chân vào ngành thời trang và rèm cửa. Nhưng nó thiếu lợi thế cạnh tranh bởi nó không thể ngăn cản những người mới tham gia vào thị trường này. Đáng buồn nhất là sự xâm nhập của các nhà sản xuất Viễn Đông với chi phí thấp hơn. Tuy nhiên, thay vì rút vốn khỏi doanh nghiệp, Seabury Stanton đã kiên quyết giữ nguyên hoạt động sản xuất hàng dệt may dưới áp lực ngày một tăng. Và rồi ông đã nâng quy mô của nó lên gấp đôi bằng cách sáp nhập Hathaway với Công ty Berkshire Fine Spinning Associates vào năm 1955.

**Berkshire**

Berkshire, một công ty khác ở New England, được gia đình Chace kiểm soát trong hơn 150 năm. Nó sản xuất vải cơ bản (cho ga giường, áo sơ mi, khăn tay...). Malcolm Chace đã điều hành Berkshire từ năm 1931, nhưng đến năm 1955, ông đã buồn bã kết luận rằng đầu tư thêm vào ngành dệt ở New England sẽ chỉ là ném tiền qua cửa sổ.

Tuy nhiên, Stanton vẫn tự tin về năng lực quản lý của đội ngũ mình và cảm thấy an toàn trước bảng cân đối kế toán mạnh mẽ. Ông trở thành chủ tịch của công ty sáp nhập, trong khi Malcolm Chace kiểm soát hội đồng quản trị. Công ty sáp nhập này có hơn 10.000 nhân viên, 14 nhà máy với doanh thu hằng năm khoảng 112 triệu đô. Stanton đưa ra các mệnh lệnh kiến tạo và chỉnh sửa mới.

Tuy nhiên, sự tự tin của Stanton bị đặt sai chỗ, và những khó khăn tăng lên chồng chất trong thập kỷ tiếp theo.

### **Sự suy giảm sau năm 1955**

Tôi đã từng làm việc với Warren Buffett và Charlie Munger, cả ba chúng tôi cùng xem xét bảng cân đối kế toán của Berkshire Hathaway trong thời kỳ đó. Munger bình luận quy mô của bảng cân đối kế toán nhỏ như thế nào trong những năm 1960 (khi Buffett nắm quyền kiểm soát doanh nghiệp). Buffett cúi xuống nhìn. Ông nói, "Đó là bảng cân đối của năm 1955!" và sau đó chỉ vào trang khác nói, "Đây mới là của năm 1964 - nó nhỏ hơn nhiều!"

Bảng 10.1 cho thấy bảng cân đối tóm tắt của Berkshire Hathaway vào năm 1955, thứ Munger nói rằng nó trông thật nhỏ khi tôi cho ông ấy và Buffett xem.

*Bảng 10.1: Báo cáo tổng kết của Berkshire Hathaway*

*(Tháng 9 năm 1955)*



Trong 9 năm sau năm 1955, doanh số bán hàng tổng hợp vào khoảng 530 triệu đô, nhưng đã có thua lỗ. Một nửa bảng cân đối kế toán của công ty đã bị giảm đi trong chín năm đó. Điều này được thể hiện trong Bảng 10.2.

*Bảng 10.2: Sự hạ giá của cổ phiếu Berkshire*

*Hathaway (1955-1964)*



Hoạt động thua lỗ là một trong những nguyên nhân của sự suy giảm, nhưng quan trọng hơn cả là số tiền mà các cổ đông thu được từ cổ tức và việc mua lại cổ phiếu. Công ty đã thanh toán 13 triệu đô để mua hơn một nửa số cổ phiếu của họ trong giai đoạn này. Bảng 10.3 trình bày bảng tổng kết tài sản tháng 10 năm 1964.

*Bảng 10.3: Bảng cân đối kế toán tổng kết của Berkshire*

*Hathaway (tháng 10 năm 1964)*



Otis, anh trai của Seabury Stanton, không đồng ý với kế hoạch tái đầu tư vào ngành dệt may. Điều này kết hợp với quyết định thăng chức Jack, đưa con trai thiếu kinh nghiệm của Seabury lên làm thủ quỹ (để về sau đưa anh lên làm chủ tịch) đã gây ra căng thẳng. Cả hai gia đình Chace và Otis đều đánh giá Jack Stanton là một lựa chọn tồi và tìm kiếm một giải pháp thay thế.

Tài sản của Seabury bị tàn phá nặng nề nhất khi ông quyết định phá vỡ thỏa thuận bất thành văn với những gia đình Do Thái ở New York, bên chuyên trách hoàn thiện vải được sản xuất bởi các nhà máy của ông (nhuộm và hoàn thiện). Ông ta đã tự mình thực hiện công đoạn hoàn thiện này, cạnh tranh với chính các gia đình đó. Các nhà sản xuất và hoàn thiện hàng may mặc người Do Thái không hài lòng về điều này, dẫn đến các đơn đặt hàng qua New York bị giảm sút, và việc kinh doanh lại sa sút thêm một bậc.

Kinh tế ngành công nghiệp trở nên tồi tệ vào cuối những năm 1950 và đầu những năm 1960 đến nỗi ngay cả Seabury Stanton cũng phải ủng hộ việc đóng cửa các nhà máy không mang lại lợi nhuận và giải phóng tiền mặt. Trong suốt sáu năm đến năm 1961, một nửa trong số 14 nhà máy đã phải đóng cửa và số nhân viên giảm xuống chỉ còn 5.800 người. Năm 1962, Berkshire Hathaway lỗ 2.2 triệu đô và giá cổ phiếu giảm xuống dưới 8 đô với mức vốn hóa thị trường dưới 13 triệu đô.

### **Warren Buffett bước vào và đưa ra quyết định "ngu xuẩn lạ thường"**

Vào giữa những năm 1950, Benjamin Graham và đối tác Jerry Newman của ông đã xem xét kỹ lưỡng Berkshire Hathaway (BH). Xét cho cùng, giá cổ phiếu của nó gần với giá trị tài sản ròng hiện tại trên mỗi cổ phiếu - một tiêu chí quan trọng mà họ tìm kiếm trong các giao dịch đầu tư. Buffett đã theo dõi hoạt động kinh doanh từ xa sau cuộc sáp nhập vào năm 1955, nhưng chỉ đến khi giá cổ phiếu giảm xuống còn 7.50 đô vào tháng 12 năm 1962, ông mới mua một số cổ phần cho BPL. Vào thời điểm đó, BH có 10.25 đô vốn lưu động trên mỗi cổ phiếu với giá trị sổ sách là 20.20 đô (như được đề cập trong lá thư gửi cổ đông năm 2014 của Buffett). Doanh thu khoảng 60 triệu đô la, nhưng BH chỉ còn năm nhà máy.

Bởi BH tiếp tục được giao dịch dưới mức giá trị tài sản ròng hiện tại, Buffett đã mua thêm cổ phần. Vào thời điểm đó, ông không có ý định tiếp quản công ty. Chiến lược đầu tư này là chiến lược "đầu mẩu xì gà" điển hình của Benjamin Graham - nó rẻ đến nỗi một vài trục trặc trong hoạt động hoặc việc bán cổ phần cho một người mua nhiệt tình cũng có thể tạo ra cơ hội kiếm lời. Như Buffett đã nói, "Một đầu mẩu xì gà ngắn cùn ta thấy trên phố sẽ không tạo ra nhiều khói thuốc, nhưng "một món hời" sẽ làm cho lợi nhuận của bạn phồng lên nhanh chóng."<sup>17</sup>

Seabury Stanton đã bắt đầu hình thành mô hình cho đóng cửa nhà máy, nhờ đó giải phóng tiền mặt và tiếp theo là mua lại cổ phiếu. Kế hoạch của Buffett được hưởng lợi từ lần mua lại cổ phiếu kế tiếp.

Không lâu sau đó, hai nhà máy khác bị đóng cửa và họ mua lại thêm cổ phiếu.

## **Vụ mua lại định mệnh**

Stanton đã quyết định mua lại vào mùa xuân năm 1964. BH có 1.583.680 cổ phiếu, Quỹ đối tác Buffett chiếm khoảng 7%. Trước khi công khai tuyên bố mua lại, Stanton đã nói chuyện với Buffett và hỏi giá của Quỹ đối tác Buffett. Buffett cho biết mức giá 11.50; cao hơn 50% so với giá mua. Như Buffett đã nói sau đó, "Chính là nó – hơi thuốc miễn phí của tôi, chỉ chờ tôi hút, để rồi sau đó tôi có thể tìm các điều xì gà bị bỏ dở ở nơi khác."<sup>18</sup>

"Tốt thôi, chúng ta đã thoả thuận xong", Stanton nói. Nhưng một vài ngày sau đó, ngày 6 tháng 5 năm 1964, Stanton đã gửi một lá thư tới tất cả các cổ đông đề nghị mua 225.000 cổ phiếu với giá chỉ 11.375 đô – nhỏ hơn khoảng một phần tám so với mức giá ông ta đã đồng ý với Buffett.

Buffett nói, "Tôi đã nổi đóa trước hành vi của Stanton và không chịu nhượng bộ".<sup>19</sup> Sau này, ông thấy rằng đây quả là một quyết định "ngu xuẩn lạ thường".

Hiện trạng ngành công nghiệp này thật kinh hoàng và BH chắc chắn sẽ tiếp tục mất tiền. Việc hợp lý để làm lúc này là cương quyết đi theo Kế hoạch A và kiếm lại tiền một cách nhanh chóng. Nhưng thay vào đó, sự bực bội của Buffett trước vố lật lọng của Stanton đã khiến ông thay vì bán lại còn mua thêm cổ phần – một cách hăng hái. Chi phí trung bình mỗi cổ phiếu đã mua là 14.86 đô. "Việc mua vào rất nhiều được phản ánh trong báo cáo đầu năm 1965. Công ty vào ngày 31 tháng 12 năm 1965 có vốn lưu động ròng khoảng 19 đô trên mỗi cổ phiếu"<sup>20</sup>, Buffett sau này nói về tình hình khi đó.

Vụ mua bán của Buffett bao gồm cả cổ phần của em rể Stanton và từ Malcolm Chace (chủ tịch). Đến tháng 4 năm 1965, Buffett đã tích lũy được 392.633 trong tổng số 1.017.547 cổ phần. Với 38,6% đó,

ông chiếm quyền kiểm soát trong cuộc họp hội đồng quản trị tháng năm (vốn hóa thị trường tại thời điểm này là khoảng 18 triệu đô).

Thật thú vị khi đọc những gì Buffett mô tả về điều đã xảy ra: "Xuyên suốt hành vi trẻ con của Seabury và tôi – đối với chúng tôi thì một phần tám có là gì? – ông ta thì mất việc, còn tôi thì nhận ra mình đổ hơn 25% vốn đầu tư của BPL vào một doanh nghiệp tồi tệ trong một lĩnh vực tôi có rất ít kiến thức."<sup>21</sup>

Từng đồng trong khoản 22 triệu đô của BH đều phải dùng để điều hành việc kinh doanh dẹt may, nó không có tiền mặt thừa và còn bị trói chặt với khoản nợ 2.5 triệu đô. Trong một bài báo trên tạp chí Fortune vào ngày 20 tháng 7 năm 1998, Buffett đã nói, "Chúng tôi đâm đầu vào một doanh nghiệp tồi chỉ vì nó rẻ". Sau đó, ông nói rằng thứ vốn lưu động cao ông nghĩ trong đầu thực ra chỉ là "ảo ảnh". Berkshire không chỉ là một "đầu mẩu xì gà", mà còn là một "đầu mẩu sũng nước". Điều này để nói lên rằng đây quả là vật liệu chẳng hứa hẹn gì để xây dựng nên một đế chế kinh doanh!

Ngày nay, Berkshire Hathaway là một trong những công ty lớn nhất trên thế giới (và rất nhiều trong số 200 cổ đông của năm 1965 đã trở thành triệu phú trong vòng 20 năm Buffett nắm giữ việc kinh doanh). Làm thế nào ông vực dậy một doanh nghiệp tồi tệ như vậy quả là một câu chuyện thú vị với nhiều bài học hữu ích. Chúng tôi sẽ bắt đầu cuộc hành trình bằng cách minh họa tầm quan trọng của việc Buffet tìm ra nhà lãnh đạo phù hợp và trao trọn niềm tin vào ông ta.

Nhà lãnh đạo chủ chốt tại Berkshire Hathaway năm 1965 không phải là Buffett mà là một nhà quản lý sản xuất lâu đời ngành dầu. Ông ấy rất quan trọng để giúp Buffett đối phó được với công ty, cho ông đủ thời gian để lên kế hoạch cho sự chuyển đổi cần thiết.

### *Chuyến thăm trụ sở chính*

Là đại diện cổ đông lớn nhất, Buffett được mời đến để thăm thú xung quanh nhà máy (đó là trước cuộc đảo chính năm 1965). Jack Stanton đã trợ giúp Buffett với một số dữ liệu kế toán, nhưng quá bận rộn để dẫn ông đi quanh nhà máy. Đó là một sai lầm lớn!

Ken Chace (không liên quan gì đến Malcolm Chace của gia đình Berkshire) được yêu cầu đưa Buffett đi dạo xung quanh. Là một người quản lý 40 tuổi đầy khiêm tốn, Chace đã tự lực bước lên vị trí giám đốc sản xuất. Otis Stanton và Malcolm Chace đã bí mật dành cho Ken Chace cơ hội làm ứng viên đảm nhiệm vị trí CEO.

Chace và Buffett đã nói chuyện, lúc này lúc khác, trong hai ngày. Buffett muốn biết về mọi khía cạnh của hoạt động kinh doanh, với một sự quan tâm đặc biệt về cách giải quyết vấn đề lợi nhuận thấp. Ông muốn biết tất cả các vấn đề và cách Ken Chace giải quyết chúng. Sự ngay thẳng của Chace đã thu hút Buffett.

Kể từ vụ việc ở nhà máy Dempster, Buffett đã biết một doanh nghiệp đang gặp khó khăn cần được điều hành bởi đúng người để thành công. Liệu người này có đáng tin cậy để có năng lực và sở hữu phẩm chất liêm chính phục vụ lợi ích cổ đông? Buffett kết luận rằng anh chàng Ken Chace khiêm tốn này chính là người đó.

### *Nhưng Chace thì nghĩ khác*

Ken Chace đang tìm kiếm một công việc khác, vì ông đã quá đau đớn khi nhận thức được rằng BH có quá ít triển vọng trong tương lai. Ông đã nói chuyện với một đối thủ cạnh tranh về việc gia nhập đội ngũ của họ.

Stanley Rubin, người lúc đó làm việc cho BH với tư cách phó chủ tịch phụ trách kinh doanh, biết Buffett và cũng biết, hoặc đoán rằng Buffett sẽ sớm nắm quyền kiểm soát BH. Ông cũng đoán rằng Buffett muốn Ken Chace phụ trách sau đó. Ông gọi cho Ken Chace vào đầu năm 1965 và nài nỉ ông đừng rời khỏi vị trí của mình. Tháng Tư năm 1965, Chace và Buffett gặp nhau ở New York trong 10 phút. Buffett nói với Chace rằng ông muốn ông ta trở thành chủ tịch BH. Ông giải thích rằng ông có đủ số cổ phần để kiểm soát công ty trong cuộc họp giám đốc tiếp theo, nhưng hãy giữ kín cuộc nói chuyện này cho đến lúc đó.

Mọi việc được phân chia rõ ràng rằng các hoạt động kinh doanh sẽ là trách nhiệm của Chace, Buffett sẽ không làm quản lý thường

xuyên. Thật vậy, vai trò của Buffett trong những công ty ông kiểm soát có ba mảng:

1. Phân bổ vốn.
2. Lựa chọn (những) người quan trọng và nghĩ các gói khen thưởng phù hợp.
3. Động viên các nhà quản lý hoạt động tốt. Ông không cần các cuộc họp thường xuyên hay các buổi tổng kết, ông thích đọc các con số từ các đơn vị hoạt động kinh doanh.

Buffett đã thuyết phục nhiều người trong gia đình Chace của Berkshire cũ (hãy nhớ rằng đây không phải là gia đình Ken Chace) bán cổ phần của họ cho ông. Otis Stanton cũng đồng ý bán, với điều kiện là Buffett phải đưa ra đề nghị tương tự cho Seabury - anh trai của ông ta. Vào mùa xuân năm 1965, BH đã giảm xuống chỉ còn hai nhà máy và 2.300 nhân viên. Trong cuộc họp hội đồng quản trị vào tháng Năm, Stanton từ chức và ra đi cùng con trai Jack của mình. Ken Chace được bầu làm chủ tịch. Otis Stanton bỏ phiếu tán thành những thay đổi và ở lại. Trong vòng hai năm, Quỹ đối tác Buffett đã có gần 70% cổ phần BH.

Nhưng bạn sẽ làm gì với một công ty dệt may New England đang suy giảm với đầy những nhân viên bi quan? Đó quả là một câu hỏi hóc búa.

### **Berkshire Hathaway: một ông chủ, một chủ tịch và một doanh nghiệp tệ hại**

Năm 1965, Buffett đã phải tập trung vào việc điều hành các giao dịch hợp tác đầu tư từ cơ sở của ông tại Omaha. Mặc dù một phần đáng kể tiền của các đối tác đã được đầu tư vào Berkshire Hathaway, ông vẫn phải phân tích hàng trăm công ty khác để lựa chọn cổ phiếu cho danh mục đầu tư.

Buffett không hề biết cách điều hành một công ty dệt may, nhưng ông đã có một người đàn ông sinh ra và lớn lên ở New Bedford,

người đã dành cả cuộc đời phát triển trong ngành - Ken Chace - làm chủ tịch công ty. Warren Buffett, với tư cách chủ tịch của ban chấp hành, mới là ông chủ thực sự. (Malcolm Chace vẫn là chủ tịch).

Và rồi Buffett đã đưa BH đi qua tám giai đoạn, hay còn gọi là trật tự của doanh nghiệp, để nó trở nên có tổ chức. Các giai đoạn như sau:

### *1. Loại bỏ danh tiếng kẻ chuyên thanh lý*

Buffett đã bị tổn thương nặng nề bởi sự ghê tởm của người dân Beatrice dành cho ông khi ông đóng cửa một số hoạt động của nhà máy Dempster và làm cho hàng chục người thất nghiệp.

Ông ngay lập tức nói với báo New Bedford rằng công việc kinh doanh sẽ tiếp tục như bình thường; sẽ không có thêm nhà máy nào đóng cửa. Nhờ may mắn, BH lúc đó bước vào một thị trường được cải thiện với vài tổng hợp. Có vẻ như lợi nhuận đang gõ cửa - và họ đã làm được điều đó trong 2 năm (chỉ trong 2 năm!).

### *2. Sự phân bổ nhiệm vụ*

Buffett đã giữ đúng lời hứa của mình: bất cứ việc gì liên quan đến hoạt động của nhà máy đều thuận theo Ken Chace. Công việc của Buffett là để ý đến tiền.

### *3. Các gói thưởng*

Buffett không thích các lựa chọn dành cho nhà điều hành bởi chúng mang đến các phần thưởng không có rủi ro, và chúng khuyến khích các nhà quản lý đánh bạc với tiền của cổ đông. Thay vào đó, ông đề nghị Ken Chace cơ hội mua 1.000 cổ phần. Ông ta chỉ kiếm được 30.000 đô la mỗi năm nên không thể mua được. Buffett đề nghị cho vay 18.000 đô la mà ông ta cần, và Chace chấp nhận. Chace đã thể hiện sự tin tưởng tuyệt đối vào bản thân mình như một người quản lý, và vào cả ông chủ mới của ông, Buffett, người có thể làm nên những điều tuyệt vời với công ty nhỏ bé này.

### *4. Tập trung vào lợi nhuận trên vốn đầu tư*

Buffett giải thích với Ken Chace rằng ông không đặc biệt tập trung vào sản lượng nhà máy, hay khối lượng bán hàng, cũng như thị phần. Ngoài ra, nhìn vào lợi nhuận là một cách không thích hợp để thiết lập mục tiêu kinh doanh.

Lý do cho việc này là việc kiểm tra mức độ lợi nhuận là không đủ nếu nó không được xem xét cùng với số tiền các cổ đông bỏ ra nhằm đạt được lợi nhuận đó. Nói cách khác, điều thực sự quan trọng ở đây là tỷ lệ phần trăm lợi tức trên vốn đầu tư. Ken Chace được đánh giá bằng cách sử dụng số liệu này.

Buffett nói về điều này, "Tôi thà có một doanh nghiệp 10 triệu đô kiếm được 15% còn hơn là một doanh nghiệp 100 triệu đô mà chỉ kiếm được 5%. Tôi còn những nơi khác để đầu tư."<sup>22</sup>

### *5. Giải phóng tiền mặt*

Buffett đã nói rõ rằng tiền mặt hiện tại không được sử dụng để tạo ra lợi nhuận đầy đủ cho BH. Chace được giao nhiệm vụ giải phóng tiền mặt càng nhiều càng tốt. Để phục vụ cho vấn đề này, ông được yêu cầu lập báo cáo tài chính hàng tháng.

### *6. Thông báo tin xấu sớm*

Chace được yêu cầu phải cảnh báo Buffett nếu những bất ngờ khó chịu có thể xảy ra.

### *7. Ngợi khen những nhân viên chủ chốt*

Mọi người sẽ hưởng ứng trước các tín hiệu rằng họ được đánh giá cao, sẽ công bằng khi họ được khen ngợi rằng họ thực sự đang làm tốt công việc của mình. Buffett không bao giờ quên khen ngợi các nhà quản lý đang hoạt động tốt của mình. Trong bức thư năm 1966 gửi đối tác, Buffett đã giải thích về việc đầu tư vào BH và nói với các đối tác về "tài quản lý tuyệt vời" và "Thật may mắn khi sở hữu Berkshire... chúng tôi rất may mắn khi có Ken Chace điều hành doanh nghiệp theo cách đẳng cấp nhất, và chúng tôi cũng có một số

nhân viên bán hàng giỏi nhất trong ngành tại các bộ phận tương ứng của họ."

### *8. Buffett sẽ là người duy nhất có quyền phân bổ vốn*

Với lịch sử của công ty trong việc đổ tiền vào ngành dệt may, Buffett cần kiểm soát vốn. Ông có trí tuệ linh hoạt và kiến thức về các ngành công nghiệp khác để có thể phân bổ trên một phạm vi rộng hơn và đưa ra các quyết định đầu tư tốt với số tiền này.

### **Hai năm đầu**

Trong 2 năm đầu tiên Buffett phụ trách, BH đã có lợi nhuận. Rất ít tiền mặt được đầu tư vào các nhà máy, mặc dù Ken Chace đã đưa ra những dự báo tốt về triển vọng đầu tư kinh doanh. Buffett không thể hiểu nổi tại sao lịch sử lợi nhuận trung bình thê thảm của BH lại không thể hiện lợi nhuận trong tương lai.

Chace đã hoàn thành điều ông yêu cầu cũng như giải phóng khoản vốn bị kẹt trong nguồn hàng tồn kho và những tài sản dài hạn. Cổ tức lúc đầu rất xoàng xĩnh và sau đó còn không tồn tại, nhờ đó công ty tiết kiệm được tiền mặt.

Một số hoạt động đã gây thua lỗ nhiều đến mức mọi người đều cho rằng sẽ thật là điên rồ khi tiếp tục, ví dụ như bộ phận bông vải gai đẹp, chiếm khoảng 10% sản lượng của công ty. Bộ phận này bị dừng lại, với hàng trăm người mất việc.

Vào đầu năm 1967, tiền mặt đã tích lũy đến mức báo cáo hằng năm năm 1966 đã gợi ý về những khả năng bổ sung tiềm năng cho doanh thu trong tương lai của công ty: "Công ty đang tìm kiếm các vụ mua bán thích hợp ở trong và có thể ngoài lĩnh vực dệt may."

Chúng tôi sẽ tiếp tục xem xét một trong những giao dịch xuất sắc trong chương tiếp theo.

### **Bài học đúc kết**

1. Đừng trở nên dễ bị kích động. Sự tức giận của Buffett đã khiến ông phải kiểm soát 70% cổ phần của một doanh nghiệp đang trên bờ vực thẳm. Sau đó ông đã phải tự cứu lấy mình - ông đã làm điều đó một cách chuyên nghiệp và với một chút may mắn, tất cả đã kết thúc tốt đẹp. Nhưng mọi việc sẽ tốt hơn nếu ông bắt đầu với một công ty chất lượng hơn.

2. Quản lý có năng lực và tính liêm khiết cao là một điều rất quan trọng. Sẽ là một cách kinh doanh khôn ngoan nếu có thể đảm bảo rằng những nhân vật chủ chốt được truyền động lực, cũng như các mục tiêu và gói phần thưởng tài chính cần giữ thật đơn giản (một vài câu khích lệ là đủ - không cần những báo cáo lê thê về các gói khuyến khích nhân viên) và mang lại lợi ích nếu cổ đông được phục vụ tốt. Những gì Buffett đã làm với BH là một ví dụ điển hình.

3. Tái phân bổ vốn. Một doanh nghiệp không nhất thiết phải đầu tư vào ngành công nghiệp của mình. Lợi tức trên vốn đầu tư có thể tận dụng được cao hơn từ những nguồn khác.

4. Cố gắng cư xử tử tế với tất cả những người bạn tiếp xúc. Sau 20 năm kể từ năm 1965, đã có rất nhiều thời điểm thích hợp để đóng cửa hoạt động kinh doanh Berkshire Hathaway và phân bổ vốn đầu tư vào các thương vụ. Nhưng Buffett đã cam kết lâu dài và vẫn trung thành với đội ngũ lao động của chính mình. Danh tiếng về sự tử tế, cùng với bản chất hào phóng vốn ít bị ảnh hưởng bởi người khác là tài sản kinh doanh quan trọng của ông. Nhiều gia đình muốn rao bán doanh nghiệp của mình đã được chào đón ở đại gia đình Berkshire, nơi sự liên tục, giá trị lâu dài và tính toàn vẹn luôn được coi trọng, nơi việc tước đoạt tài sản và các thủ thuật ngắn hạn khác sẽ bị nguyên rủa. Hàng chục thành viên gia đình vẫn trung thành điều hành các công ty này cho đến ngày nay mặc dù họ đã bán cổ phiếu cho Berkshire vài thập kỷ trước. Họ đã trở thành triệu phú nhưng vẫn thích làm việc với người bạn của mình - Warren Buffett, người trao cho họ sự tự do để quản lý, tôn trọng, ngợi khen và cho họ một ý thức về mục đích.

# Thương vụ số 11 Công ty bảo hiểm National Indemnity

Tóm tắt thỏa thuận



H

Ấy cùng tóm tắt một chút về những gì chúng ta sắp đề cập đến. Chúng tôi cần phải kể đến thời điểm những năm 1965 đến 1967, khoảng thời gian mà quỹ của Buffett, từ Quỹ đối tác Buffett, có từ 30 đến 60 triệu đô tài sản. Trong số tiền này, khoản lệ phí của Buffett đã chiếm tới khoảng một phần năm. Quỹ đối tác này là cổ đông chính của một doanh nghiệp tệ hại, chuyên kinh doanh sản xuất hàng may mặc mang tên Berkshire Hathaway (BH), với khoảng 22 triệu đô tài sản rỗng và vốn hóa thị trường tương tự. BH đã nỗ lực mang lại một số lợi nhuận trong giai đoạn này, nhưng Buffett biết rõ rằng doanh nghiệp sẽ không thể đạt được mức lợi nhuận thỏa đáng trên vốn đầu tư trong thời gian dài.

Buffett yêu cầu tất cả các khoản đầu tư vốn vào ngành dệt may phải được ông chấp thuận, và tiền mặt cần được giải phóng khỏi hàng tồn kho và phải thu về càng nhiều càng tốt trong khi vẫn cho phép các nhà máy mở cửa. Buffett do dự mãi trong việc đóng cửa các nhà máy khi các nhà quản lý và nhân viên vẫn nỗ lực tạo ra lợi nhuận – việc này kéo dài suốt 20 năm.

Thời gian của Buffett chủ yếu dành cho việc tìm kiếm các khoản đầu tư mới cho Quỹ đối tác, nhưng ông cũng dành thời gian suy nghĩ xem phải làm thế nào với BH. Ông thường xuyên nói chuyện điện thoại với Ken Chace, chủ tịch của BH, để thảo luận về những khoản tiền có thể thu được từ các hoạt động của BH.

**Jack Ringwalt**

Ngay từ những năm đầu của thập niên 1950, Buffett đã tiếp cận được một người Omaha nổi tiếng và lôi kéo ông ta đầu tư một số tiền của mình. Đó là Jack Ringwalt, người đã kiếm được một khối tài sản lớn bằng cách tự tay gây dựng một công ty bảo hiểm. Mặc dù Buffett trông như một thiếu niên, Ringwalt vẫn đề nghị đầu tư 10.000 đô cho ông. Tuy nhiên, Buffett từ chối và nói rằng Ringwalt nên bỏ ra 50.000 đô, vì ông sẽ không chấp nhận khoản tiền ít hơn thế!

Ringwalt, một nhà kinh doanh giỏi và khôn ngoan đã nói rằng: "Nếu cậu nghĩ rằng tôi sẽ để một đứa trẻ như cậu quản lý 50.000 đô của tôi thì cậu thậm chí còn điên hơn tôi nghĩ."<sup>23</sup> Ông ta liền hủy bỏ lời đề nghị 10.000 đô của mình. Một vài năm sau, ông ta suy nghĩ về những gì 50.000 đô đó có thể trở thành nếu nằm trong tay Buffett và kết luận rằng nó sẽ đạt tới mức 2 triệu đô sau 20 năm.

Xuyên suốt những năm 1950 tới đầu những năm 1960, Buffett đã đứng từ xa quan sát Công ty bảo hiểm National Indemnity của Ringwalt lớn mạnh. Cuối cùng, vào tháng 2 năm 1967, Buffett đã có cơ hội được hưởng lợi từ sự tăng trưởng trong tương lai của công ty này. Việc mua bán này để nhằm “thay áo” cho Berkshire Hathaway và đặt nó bước trên con đường đi tới sự vĩ đại.

### **National Indemnity năm 1967**

Jack Ringwalt khởi dựng National Indemnity (NICO) với anh trai là Arthur Ringwalt vào năm 1940 khi ông phát hiện có hai công ty taxi của Omaha không thể kiếm được bảo hiểm trách nhiệm pháp lý ở nơi nào khác. NICO ban đầu có bốn nhân viên, bao gồm cả hai anh em. Họ có thể thấy một tiềm năng cung cấp bảo hiểm rất lớn cho các rủi ro không đạt chuẩn - những khu vực mà các nhóm bảo hiểm lớn tránh xa. Triết lý rằng luôn có một lệ phí bảo hiểm hợp lý cho mọi rủi ro hợp pháp được ghi nhận trong câu trả lời của Jack Ringwalt, "Không có gì là rủi ro tồi. Chỉ có lệ phí tồi thôi."

Điều này có nghĩa là các loại bảo hiểm có tính rủi ro như xe tải đường dài, xe taxi, xe cho thuê và xe buýt công cộng không nên bị từ chối một cách tùy tiện – miễn là phí bảo hiểm đủ cao để bù đắp

cho những rủi ro. NICO thậm chí còn đi xa hơn lĩnh vực bảo hiểm xe và bao gồm một số mặt hàng khá bất thường, bao gồm:

- Người huấn luyện sư tử và những người biểu diễn xiếc khác.
- Đôi chân của các vũ nữ.
- Các cuộc truy lùng kho báu của đài phát thanh - NICO trả tiền nếu có ai đó tìm thấy món đồ ẩn giấu đằng sau các gợi ý khó hiểu.

Jack Ringwalt nổi tiếng nhờ tính tiết kiệm của mình, như thường xuyên tắt đèn và không mặc áo khoác vào buổi trưa nếu ông phải trả ai đó tiền trông áo khoác. Đây là một loại thói quen của những người tìm kiếm giá trị thực sự và bởi vậy, không có gì đáng ngạc nhiên khi Ringwalt là loại người Buffett thích. Ringwalt cũng rất đáng quý trong các khía cạnh khác như trí thông minh và kiến thức kinh doanh của mình. Ông biết khi nào thì chấp nhận nguy cơ và khi nào nên lùi lại - tỷ lệ phải đúng đắn. Ringwalt và Buffett đã trở thành bạn bè.

Đến tháng Hai năm 1967, National Indemnity đã có rất nhiều bảo hiểm đến nỗi nó có dòng tiền nhàn rỗi lên đến 17.3 triệu đô. Đây là khoản tiền nhận được từ phí bảo hiểm nhưng chưa được thanh toán trong các khoản đòi bồi thường hoặc chi phí hoạt động.

Nếu vẫn giữ mức phí bảo hiểm và các quy tắc thanh toán bảo hiểm (nghĩa là phí bảo hiểm không bị định giá thấp) thì khoản tiền mặt từ bảo hiểm sẽ vẫn ở mức 17.3 triệu đô hoặc thậm chí tăng hơn.

Ringwalt tự thấy mình như là một nhà đầu tư tốt và tìm kiếm nơi để đầu tư khoản tiền mặt này, nhằm mang lại một nguồn thu nhập khác cho công ty. Buffett nghĩ rằng ông còn có thể làm tốt hơn Ringwalt. Ông tính toán nếu các doanh nghiệp bảo hiểm này chỉ đơn giản là hoà vốn hay thậm chí hơi thua lỗ, ông vẫn có thể kiếm được tiền từ NICO chỉ đơn giản bằng cách đầu tư một phần khoản tiền vào cổ phiếu.

Như thường lệ, Buffett cảm thấy cần phải mở rộng phạm vi kinh nghiệm của mình sang lĩnh vực kinh doanh bảo hiểm. Bởi vậy, ông đã dành một thời gian dài trong các thư viện nghiên cứu cơ chế và logic của bảo hiểm. Cuối cùng, ông tiếp cận Ringwalt để cố gắng đề nghị ông ta bán NICO.

## **Thoả thuận National Indemnity**

Hợp đồng với National Indemnity có lẽ sẽ không bao giờ xảy ra nếu không nhờ một người Omaha khác tên là Charles Heider, một nhà môi giới chứng khoán Omaha, người cạnh tranh với Buffett vào đầu những năm 1950. Cả hai cùng đi và thuyết phục những người giàu có mua cổ phiếu thông qua các công ty môi giới mà họ làm việc.

Heider tôn trọng Buffett đến mức ông là một trong những người đầu tiên tham gia hợp tác đầu tư. Trong khi Buffett là người khởi đầu, gây dựng quỹ trong những năm 1960 thì Heider đã thiết lập được danh tiếng và được kính trọng ở Omaha. Họ thường xuyên trao đổi với nhau. Một trong những chủ đề họ bàn luận là Jack Ringwalt và National Indemnity, bởi Heider là giám đốc của NICO. Ông nói với Buffett rằng có những lúc Ringwalt trở nên bức tức với công việc kinh doanh - thường là sau khi yêu cầu bồi thường của khách hàng làm ông khó chịu - và vào những lúc đó, ông cảm thấy chỉ muốn từ bỏ và bán toàn bộ mọi thứ. Nhưng Heider nói rằng Ringwalt có những khoảnh khắc bức tức đó chỉ khoảng 15 phút mỗi năm.

Những điều Heider nói như mật ngọt rót vào tai Warren. Ông nói rằng Heider nên gọi điện thoại cho ông vào lần tới khi Ringwalt có tâm trạng bán. Trong thời gian chờ đợi, Buffett đã yêu cầu Ringwalt gửi cho ông thông tin tương tự như những gì mà ông ta đã gửi đến số nhỏ các cổ đông bên ngoài. Ringwalt nhầm tưởng rằng Buffett có ý khen ngợi mình khi quan tâm đến cách NICO quản lý các khoản đầu tư. Ông nghĩ Buffett có thể muốn học hỏi từ ông về những cổ phiếu ông đang đầu tư và ông đã đồng ý gửi cho Buffett các thông tin đó. Tất nhiên, những gì Buffett thực sự quan tâm là hoạt động kinh doanh và ông đã phần nào nắm được nhiều năm lịch sử kinh doanh từ những tài liệu Ringwalt gửi ông.

## *Tháng Hai năm 1967*

Charlie Heider có tiếng về việc chuyển đổi khối lượng cổ phiếu khổng lồ và vào đầu năm 1967, ông nhận được một cú điện thoại từ Jack Ringwalt hỏi xem liệu ông có thể bán công ty này với giá 10 triệu đô hay không. Như đã hứa, Heider liền gọi ngay cho người bạn Warren Buffett của mình. Buổi họp được tổ chức vào buổi chiều. Một cuộc họp ngắn ngủi - Ringwalt đang trên đường về nhà và đi nghỉ vào ngày hôm sau. Buffett hỏi ông ta về việc bán công ty như sau:

WB: "Làm thế nào mà ông không bao giờ bán công ty của mình?"

JR: "Bởi chỉ có những gã lừa đảo và những kẻ phá sản muốn nó."

WB: "Có lý do gì khác không?"

JR: "Tôi không muốn các cổ đông khác thu được khoản tiền ít hơn trên mỗi cổ phần so với những gì bản thân mình nhận được."

WB: "Còn gì khác?"

JR: "Tôi không muốn chông chéo các đại lý bảo hiểm của mình."

WB: "Còn gì nữa?"

JR: "Tôi không muốn nhân viên của tôi phải lo bị mất việc."

WB: "Còn gì khác?"

JR: "Tôi có phần tự hào đây là một tổ chức của Omaha và tôi muốn nó được giữ vững ở Omaha." WB: "Còn gì khác nữa?"

JR: "Tôi không biết nữa – còn chưa đủ sao?" WB: "Cổ phiếu của ông trị giá bao nhiêu?"

JR: "Theo tờ báo World-Herald [tạp chí của Omaha], giá trị thị trường là 33 đô la mỗi cổ phiếu, nhưng mỗi cổ phiếu thực tế trị giá 50 đô la."

WB: "Tôi sẽ mua nó."<sup>24</sup>

Ringwalt đã không kì vọng điều này - ông không hề biết Buffett muốn mua công ty của mình. Ông cũng đã bình tĩnh trở lại và không chắc mình còn muốn bán công ty nữa không. Ringwalt sau đó nói, "Tôi nghĩ rằng ông Buffett ít nhất cũng có một danh tiếng trung thực, có trách nhiệm tài chính và rằng có thể đó không phải là một ý tưởng tồi. Tôi cũng cảm thấy rằng biết đâu ông có thể thay đổi suy nghĩ trong khi tôi đang ở Florida thì sao."<sup>25</sup>

Nhưng Buffett đã rất chắc chắn. Chỉ trong một tuần, ông chuẩn bị các tài liệu (một hợp đồng dài không quá một trang) và tiền gửi cũng được chuẩn bị sẵn sàng để thanh toán - ông không muốn có bất kỳ sự trì hoãn nào có thể cho phép Ringwalt thay đổi ý định của mình. Thật vậy, Buffett đã nghĩ rằng Ringwalt muốn quay đầu, nhưng ông cũng biết ông ta là một người đàn ông trung thực và rằng ông ta sẽ không lật lọng hợp đồng - dù thực sự ông ta đã cố ngăn cản Buffett mua trong một khoảng thời gian ngắn.

Ringwalt đã ký ngay khi trở về từ kỳ nghỉ. Ông ta đến cuộc họp trễ 10 phút và đùa rằng ông ta phải mất công lái xe xung quanh xem chỗ đỗ xe nào vẫn thừa thời gian đỗ, theo đúng danh tiếng tiết kiệm từng đồng của ông ta. Lời đùa là trên thực tế, ông ta vẫn không chắc chắn về thương vụ mua bán đó. Và Berkshire Hathaway đã mua công ty này với giá 8,6 triệu đô.

### **Buffett nắm quyền kiểm soát National Indemnity**

Buffett có một tài khéo léo tuyệt vời trong việc nắm giữ những người tài năng và giàu kinh nghiệm. Ông không bận tâm tới việc họ làm như thế nào nhưng ông hiểu sự hiểu biết, năng lực đánh giá và các mối quan hệ của họ rất quan trọng đối với sự thành công của một doanh nghiệp. Bên cạnh đó, ông có rất nhiều khoản đầu tư cần phải nghĩ đến, ông đơn giản là không thể để ý tới từng chi tiết hàng ngày trong việc hoạt động của bất cứ công ty nào.

Ông thuyết phục Jack Ringwalt ở lại và làm việc cho công ty. Buffett đã trả ông rất hậu hĩnh và nuôi dưỡng tình bạn của họ. Ringwalt

nghĩ rằng ông chỉ trải qua giai đoạn chuyển đổi 30 ngày, nhưng cuối cùng đã ở lại tới tận 6 năm. Ông nói: "Tôi cảm thấy Buffett là chủ tịch hội đồng quản trị rất chu đáo và tôi đã ở lại với công ty trong hơn sáu năm, lúc đó tôi đã vượt quá mức 65 tuổi nghỉ hưu thông thường."<sup>26</sup> Một cách khôn ngoan, Ringwalt đã sử dụng một phần khoản tiền ông nhận được từ việc bán NICO để mua cổ phần tại Berkshire Hathaway, và nhờ đó lại kiếm thêm được một gia tài khổng lồ khác.

NICO có lợi thế cạnh tranh không?

Khi xem xét lợi thế cạnh tranh của NICO, hãy bắt đầu bằng cách xem xét một đoạn trích từ bức thư năm 2004 của Buffett cho các cổ đông Berkshire Hathaway:

"Khi chúng tôi mua công ty này - một chuyên gia trong lĩnh vực bảo hiểm ô tô thương mại và bảo hiểm trách nhiệm tổng quát - dường như nó không có bất cứ năng lực nào để vượt qua những rắc rối kinh niên của ngành này. Nó không nổi tiếng, không có lợi thế thông tin (công ty chưa bao giờ có một chuyên viên thống kê), không cung cấp giá thấp, và bán thông qua các đại lý tổng hợp, một phương pháp mà nhiều người nghĩ rằng đã lỗi thời. Tuy nhiên, trong gần 38 năm qua, NICO luôn phát triển tốt. Thật vậy, nếu chúng tôi không thực hiện việc mua lại này, Berkshire sẽ may mắn chỉ có giá trị bằng một nửa những gì ta có ngày nay.

Những gì chúng tôi có là một tư duy quản lý mà hầu hết các nhà bảo hiểm không thể bắt chước. Hãy nhìn vào [bảng] sau đây.

### **Chân dung một nhà bảo hiểm đầy kỷ luật**

Công ty National Indemnity



Bạn thử tưởng tượng có công ty cổ phần nào chấp nhận một mô hình kinh doanh có thể dẫn đến sự sụt giảm doanh thu mà chúng tôi chứng kiến từ năm 1986 đến năm 1999 không? Hiện trạng kéo dài này cần được nhấn mạnh đã không xảy ra bởi việc kinh doanh không thể thực hiện được. Hẳn NICO đã đạt được nhiều tỷ đô la phí bảo hiểm nếu chúng ta chịu cắt giảm giá. Nhưng chúng tôi luôn giữ giá để tạo ra lợi nhuận, không phải để bằng với đối thủ lạc quan nhất của chúng tôi. Chúng tôi không bao giờ rời bỏ khách hàng – mà họ tự bỏ chúng tôi."

Để mở rộng cách nói của Buffett: nhiều công ty bảo hiểm mất tiền vì họ theo đuổi việc kinh doanh và cắt giảm mức phí bảo hiểm mà họ tính toán từ đầu. Người quản lý của các công ty này thường không muốn bỏ qua khối lượng và thị phần. Họ muốn giữ số lượng nhân viên lớn để họ có thể tăng khối lượng kinh doanh lên. Điều này làm cho lợi nhuận từ bảo hiểm có tính chu kỳ, bởi khi các công ty bảo hiểm mất tiền từ các chính sách có giá cả phải chăng, nhiều công ty bị sụp đổ hoặc buộc phải cắt giảm, dẫn đến phí bảo hiểm tăng lên và lại bắt đầu một chu kỳ mới.

Buffett đã giúp phá vỡ tâm lý thông thường bằng cách nói rằng các khoản dư thừa bắt buộc sẽ không bị áp đặt nếu khối lượng kinh doanh sụt giảm bởi họ không muốn theo đuổi các đối thủ cạnh tranh có giá thấp tới mức ngớ ngẩn. Họ sẽ phải trả một cái giá ngắn hạn cho điều này, nhưng việc này mang lại lợi ích cho công ty về văn hóa lợi nhuận lâu dài, một thứ rất có giá trị. Kỷ luật phát hành bảo hiểm này trở nên rất tuyệt vời tại National Indemnity. Nó có nghĩa là họ không phải trả giá cho khoản tiền mặt nhàn rỗi này bởi việc kinh doanh bảo hiểm về cơ bản mang lại cho họ lợi nhuận, hoặc chỉ một chút thua lỗ nhỏ hằng năm.

Sự kết hợp của một "cái nôi" ngày càng lớn với khoản tiền mặt không tốn chi phí cùng năng lực đầu tư của Buffet là một yếu tố rất quan trọng trong thành công của ông. Như Buffett đã nói, không phải ngẫu nhiên mà nhiều công việc mà Berkshire Hathaway thực hiện là về bảo hiểm.

## **Bản án của Buffett về thỏa thuận National Indemnity - một "sai lầm"**

Buffett đã đề cập tới cách ông đối phó với giao dịch National Indemnity như một sai lầm còn nghiêm trọng hơn việc mua Berkshire Hathaway, nói rằng nó trở thành "một sai lầm gây phí tổn nhất trong sự nghiệp của tôi." Sự tự phê phán bản thân này – được viết trong lá thư ông gửi cho cổ đông BH năm 2014 - cần một số giải thích. Chìa khóa để hiểu logic này là trách nhiệm chính của ông – điều ông luôn vô cùng quan tâm - là các đối tác của mình. Quỹ của ông đến từ 100% tiền của các đối tác. Nếu có bất cứ thứ gì giá trị được mua cho quỹ thì các đối tác của ông sẽ nhận được 100% lợi ích. Vì vậy, nếu National Indemnity là một thương vụ mang lại lợi nhuận lớn, và Buffett có thể khiến người bán trao toàn bộ, vậy khi các đối tác mua lại tất cả, họ sẽ được hưởng 100% lợi nhuận (tất nhiên là trừ đi khoản lệ phí của Buffett).

Nhưng Buffett đã phạm sai lầm ở đây: thay vì mua National Indemnity cho các đối tác một cách trực tiếp, ông ta đã mua cho Berkshire Hathaway. Tháng Hai năm 1967, các đối tác chỉ sở hữu 61% cổ phần của Berkshire Hathaway. Như vậy, 39% giá trị từ National Indemnity - và rất nhiều giá trị đã chảy vào túi người khác ngoài các đối tác.

"Vậy tại sao tôi lại mua NICO cho Berkshire thay vì cho BPL? Tôi đã dành ra 48 năm để suy nghĩ về câu hỏi đó, và tôi vẫn chưa tìm ra được câu trả lời. Tôi đã phạm một sai lầm khổng lồ... Tôi muốn trao toàn bộ 100% của một doanh nghiệp xuất sắc (NICO) cho 61% doanh nghiệp sở hữu một mô hình kinh doanh tệ hại (Berkshire Hathaway), một quyết định cuối cùng đã chuyển hướng 100 tỷ đô la từ các đối tác BPL sang một nhóm những người lạ mặt."<sup>27</sup>

Mặt tốt ở đây là Buffett đã làm cho những "kẻ lạ mặt" (các cổ đông BH khác), cũng như những đối tác của mình trở nên rất giàu có. Và National Indemnity đã trở thành một câu chuyện thành công trên khắp thế giới.

### **Bài học đúc kết**

1. Nhà đầu tư nên chuẩn bị để quan sát một công ty tốt trong nhiều năm trước khi mua. Thực hiện phân tích và cho nó vào danh sách theo dõi của bạn. Có một mức định giá trong tâm trí. Nếu cơ hội phát sinh thì bạn có thể đầu tư một cách kỷ luật. Nếu cơ hội không bao giờ nảy sinh thì hãy sử dụng tiền của bạn ở nơi khác, nơi bạn có thể đầu tư với một giới hạn an toàn.

2. Khoản tiền mặt do các công ty bảo hiểm nắm giữ có thể được đầu tư để sinh lợi, ngay cả khi hoạt động kinh doanh bảo hiểm chỉ hoàn vốn hoặc gây thua lỗ nhỏ. Những ai tự tin vào kỹ năng đầu tư của mình có thể chọn một số công ty bảo hiểm để có nhiều tiền mặt hơn. Đây chính xác là những gì Buffett đã làm.

3. Hãy giữ vững thứ tốt đẹp trong nhiều thập kỷ. Việc kinh doanh ban đầu của NICO đã được duy trì và mở rộng trong năm thập kỷ qua. Buffet chưa từng có ý nghĩ bán nó. Đây vẫn là một doanh nghiệp phát đạt nhưng nó đã bị lu mờ bởi thành công đáng kinh ngạc của việc kinh doanh tái bảo hiểm (bảo hiểm của hãng bảo hiểm).

# Thương vụ số 12Hochschild-Kohn

Tóm tắt thỏa thuận



C

uối những năm 1960, chàng trai Buffett tuy mới hơn 30 tuổi đã là một triệu phú.

Trong nhiều năm, ông được hưởng 25% lợi nhuận của các đối tác đầu tư, vượt quá ngưỡng đến 6%. Bởi ông có lợi nhuận trung bình khoảng 30% mỗi năm và quỹ đầu tư đã tăng lên tới hơn 50 triệu đô, ông có thể khiến các đối tác của mình hài lòng cũng như kiếm được hàng triệu đô hằng năm.

Thu nhập của Buffett thường được đầu tư trở lại vào Quỹ đối tác, do đó tỷ lệ phần trăm mà ông nắm giữ trong Quỹ đối tác ngày một tăng. Quỹ này chiếm khoảng 70% giá trị của Berkshire Hathaway và giờ thì BH đã mua công ty bảo hiểm National Indemnity với giá 8.6 triệu đô. Buffett chủ động hạn chế việc tiếp tục đầu tư đáng kể vào ngành dệt may.

Berkshire Hathaway không phải công ty duy nhất chịu sự kiểm soát đa số hay toàn bộ của Quỹ đối tác Buffett: Hochschild-Kohn cũng là một khoản đầu tư lớn vào khoảng thời gian này.

## Hochschild-Kohn

Vào tháng 1 năm 1966, một người bạn bên ngân hàng đầu tư có tên David “Sandy” Gottesman đã đề cập với Warren Buffett cơ hội mua một cửa hàng bách hóa Baltimore. Hochschild-Kohn không có khả năng cạnh tranh và cần rất nhiều đầu tư để sang sửa lại. Nó thuộc

sở hữu của các thành viên trong gia đình Kohn. Rất ít người trong thế hệ tiếp theo muốn tham gia vào hoạt động kinh doanh và họ biết rằng họ cũng sẽ chẳng nhận được nhiều cổ tức. Martin Kohn, Tổng giám đốc, nói với Gottesman rằng họ sẵn sàng bán đi, và "mức giá chiết khấu" sẽ được chấp nhận.

Buffett đã biết ngay từ đầu rằng ông đang mua "một cửa hàng bách hóa hạng hai với mức giá hạng ba". Nhưng ông thích cái nhìn về mức tài sản ròng trên bảng cân đối kế toán (thường lớn hơn mức vốn hóa thị trường) và các tài sản ngầm: các bất động sản chưa được ghi nhận và một lượng hàng tồn kho đáng kể được tính theo phương pháp LIFO\*, có nghĩa là cổ phiếu cũ được định giá theo những mức giá cũ thay vì mức giá thay thế hiện tại.

*\* LIFO là viết tắt của Last In, First out – Vào trước ra sau. Ở phương pháp này, các hàng hoá được nhập vào kho gần nhất sẽ được xuất ra đầu tiên. Hàng hoá mới được sử dụng trước, dùng ưu tiên hơn hàng hoá cũ. (ND)*

## **Thỏa thuận**

Warren Buffett và Charlie Munger gặp gia đình nhà Kohn và trở nên quý mến họ. Trên cơ sở sức mạnh của bảng cân đối kế toán, họ đã đề nghị mua tất cả cổ phần. Louis Kohn đồng ý điều hành kinh doanh. Họ đã mua lại nó vào tháng Ba năm 1966 thông qua một công ty mới, được thành lập để nắm giữ cổ phần có cái tên Diversified Retailing Inc (Công ty Bán lẻ đa dạng). Tên công ty mới này đã tiết lộ manh mối về ý định của Buffett và Munger: họ sẽ xây dựng một nhóm bán lẻ. Quỹ đối tác Buffett mua 80% cổ phần Diversified Retailing, với sự hợp tác đầu tư từ quỹ của Charlie Munger có tên Wheeler, Munger và Company – họ mua 10%, và quỹ của Gottesman mua 10%. Giá mua Hochschild-Kohn là 12 triệu đô, với khoảng một nửa số tiền vay từ công ty mẹ, Diversified Retailing.

Wheeler, Munger và Company có trụ sở tại California và độc lập với Buffett - nhưng Munger và Buffett nói chuyện hằng ngày qua điện thoại và tham gia nhiều thương vụ cùng nhau. Wheeler, Munger và

Company hoạt động từ năm 1962 đến năm 1975 và đạt được lợi nhuận trung bình hằng năm là 19,8%, cao hơn mức lợi nhuận trung bình của Dow Jones, chỉ đạt 5% mỗi năm trong giai đoạn này.

### *Tầm quan trọng của việc chọn đúng người, một lần nữa*

Trong bức thư gửi giữa năm 1966 của Buffett cho các đối tác, ông đã viết về Hochschild-Kohn: "Chúng tôi có những người giỏi nhất (cả trên quan điểm cá nhân và kinh doanh) điều hành hoạt động... và họ sẽ tiếp tục điều hành công việc như trước đây." Ông tiếp tục nhấn mạnh vào sức nặng tuyệt đối ông đặt vào năng lực quản lý: "Ngay cả khi giá có rẻ hơn nhưng nếu các nhà quản lý rời bỏ công ty, chúng tôi cũng sẽ không mua doanh nghiệp này".

### **Vậy mọi chuyện tiến triển thế nào?**

Vào mùa hè năm 1967, Buffett mô tả sự tiến bộ của Hochschild-Kohn là rất khả quan. Trớ trêu thay, khi xem xét thành công trong tương lai, trong cùng một bức thư, ông lại rất chán nản khi nói về Berkshire Hathaway.

Vào tháng Một năm 1968, Buffett tuyên bố ông thích làm việc với các nhà lãnh đạo của các công ty do Quỹ đối tác kiểm soát và ông quyết tâm giữ một tỷ lệ đáng kể tiền của đối tác trong các công ty mà ông kiểm soát toàn bộ hoặc đa số cổ phần, ngay cả khi điều đó có nghĩa nó sẽ gây sụt giảm mục tiêu lợi nhuận hằng năm của ông:

"Sự thoả mãn trong hoạt động tại các công ty chúng tôi kiểm soát là một nguyên nhân nhỏ cho việc thảo luận các mục tiêu đầu tư trong lá thư ngày 9 tháng 10 [sự thay đổi từ việc vượt 10% so với chỉ số Dow Jones xuống mức thấp hơn 9%/năm hoặc lợi thế chỉ 5% so với chỉ số Dow]. Khi tôi gặp được những người mình thích, trong các loại hình kinh doanh tôi thấy hứng thú (có loại nào tôi không đầu chứ?), và đạt được lợi nhuận tổng thể đáng kể trên vốn đầu tư (cứ cho là khoảng 10-12%), thì có vẻ như có phần đại dột để chạy vội từ tình huống này sang tình huống khác chỉ để nhằm kiếm thêm vài phần trăm.

Nó cũng không có vẻ hợp lý với tôi khi phải đánh đổi những mối quan hệ cá nhân dễ chịu với những người có trình độ cao cùng tỷ suất lợi nhuận cao lấy những mối quan hệ có thể gây bức bối, khó chịu, thậm chí tồi tệ hơn chỉ vì một khả năng có lợi nhuận cao hơn."<sup>28</sup>

Bất chấp cách tiếp cận chung này, Buffett đã loại Hochschild-Kohn (HK) ra khỏi danh sách các công ty xứng đáng; National Indemnity và Associated Cotton Shops (được đề cập trong chương tiếp theo) được chọn để vinh danh, nhưng doanh nghiệp dệt BH và HK thì không. Buffett đã phủ quyết kế hoạch mở thêm cửa hàng của ban quản lý HK (sau khi hối tiếc vì đã để một cửa hàng mở tiếp) nhằm tránh biến tiền tốt trở thành tiền xấu.

Trong thương vụ đầu tư vào HK, Munger nói, "Chúng tôi đã chịu ảnh hưởng của phong cách Graham đến mức chúng tôi nghĩ rằng nếu bạn có đủ tài sản cho khoản tiền bỏ ra, bằng cách nào đó bạn có thể làm cho nó trở nên hiệu quả.

Và chúng tôi đã không cân nhắc đủ đến sự cạnh tranh gay gắt giữa bốn cửa hàng bách hóa khác nhau ở Baltimore."<sup>29</sup>

Năm 1968, doanh số bán hàng giảm đáng kể, và Buffett phải tìm kiếm người mua HK, hoặc thanh lý công ty. May mắn thay, Supermarkets General quan tâm và mua nó vào tháng 12 năm 1969 với cái giá 5.045.205 đô tiền mặt cộng với khoản cho Supermarkets General vay không lãi suất. Bởi vậy Diversified Retailing vừa nhận 5 triệu đô vào tài khoản ngân hàng, vừa trở thành bên nắm giữ khoản nợ của Supermarkets General, trong đó có 2 triệu đô phải trả vào đầu năm 1970 và 4.54 triệu đô vào đầu năm 1971. Giá trị lúc đó (năm 1969) của những khoản nợ này khoảng 6 triệu đô, nên có thể nói Diversified Retailing đã nhận được khoảng 11 triệu đô tiền bán. Khoản tiền mặt nhận được được giữ tại Diversified Retailing. Nó vẫn còn nợ khoảng 6 triệu đô, cũng tương đương với khoản nợ mà nó đang sở hữu tại Supermarkets General.

Khoản đầu tư chung giữa Quỹ đối tác của Buffett, quỹ của Charlie Munger và quỹ của Gottesman đã gây ra một tổn thất nhỏ trong cuộc phiêu lưu mang tên Hochschild-Kohn. Vấn đề của các doanh nghiệp bán lẻ là các nhà quản lý thường bị tấn công liên tục từ các đối thủ cạnh tranh. Nếu họ có một ý tưởng tốt để nâng cao dịch vụ, chẳng bao lâu sau họ đã bị đối thủ sao chép. Họ phải luôn là người đi đầu. Ngoài ra họ cũng cần phải cạnh tranh được với sự đổi mới liên tục từ các đối thủ.

Như Buffett đã nói, các nhà quản lý bán lẻ phải "thông minh mỗi ngày", trong khi ở các ngành khác, người quản lý không huỷ hoại việc kinh doanh kể cả khi họ làm việc kém cỏi trong một thời gian. Bởi vậy mà những thương hiệu như báo Washington Post, Coca-Cola và Disney vẫn duy trì được yếu tố quan trọng nhất của thương hiệu (vị trí của họ trong tâm trí khách hàng) ngay cả khi họ có các nhà quản lý yếu kém trong một hoặc hai năm. Các cửa hàng bách hóa không có được sự may mắn đó. Tất nhiên, cũng có những nhà bán lẻ xuất sắc thông minh mỗi ngày và đánh bại các đối thủ cạnh tranh hết năm này qua năm khác, nhưng họ rất hiếm hoi.

## **Bài học đúc kết**

Tôi sẽ để chính những đúc kết của Buffett cho chúng ta biết bài học từ trường hợp này. Trong bức thư năm 1989 gửi tới các cổ đông Berkshire Hathaway, ông đã suy nghĩ về sự thay đổi của bản thân trong việc tập trung từ định lượng (bảng cân đối) nói riêng sang định tính, một ý nghĩ được thúc đẩy bởi sai lầm khi mua Hochschild-Kohn.<sup>30</sup>

"Ngay sau khi mua Berkshire, tôi mua lại một cửa hàng bách hóa ở Baltimore mang tên Hochschild-Kohn... Tôi đã mua nó với giá thấp hơn đáng kể so với giá trị sổ sách, với đội ngũ nhân sự hàng đầu, và thỏa thuận còn bao gồm một số bất động sản chưa được tính đến và một danh mục hàng hoá đáng kể dựa theo phương pháp LIFO. Làm sao tôi có thể bỏ lỡ cơ chứ? Vậy mà... 3 năm sau, tôi đã may mắn bán được nó với cái giá tương đương số tiền tôi đã trả. Sau khi kết thúc cuộc hôn nhân của mình với Hochschild-Kohn, tôi

đã có những cảm xúc như của người chồng trong bài hát nhạc đồng quê mang tên: ‘Vợ bỏ tôi đi cùng với bạn thân nhất của tôi, và tôi vẫn nhớ anh ta rất nhiều’.”

Rõ ràng từ đoạn văn này, Buffett đã nhận ra các yếu tố đầu tư định lượng chưa đủ để tạo ra những thương vụ đầu tư tuyệt vời. Ông ngày càng bắt đầu tập trung vào các yếu tố định tính trong dòng sự nghiệp của mình.

### **Một số bài học khác từ thỏa thuận HK:**

1. Việc mua một công ty tuyệt vời với giá cả hợp lý sẽ tốt hơn rất nhiều so với việc mua một công ty hợp lý với mức giá tuyệt vời. Hãy tìm kiếm các doanh nghiệp hạng nhất được điều hành bởi các nhà quản lý hạng nhất.

2. Những tay cưỡi ngựa cừ khôi sẽ cưỡi được những con ngựa tốt, chứ không phải những con ngựa gãy chân. Cả doanh nghiệp dệt may của Berkshire và Hochschild-Kohn đều có những người trung thực và có năng lực điều hành. Các nhà quản lý tương đương trong một doanh nghiệp kinh tế tốt sẽ đạt được những thành tích tốt. Nhưng họ chẳng thể tạo nên bất cứ sự tiến bộ nào khi chìm trong cát lún. Buffett nói rằng khi một nhà quản lý với danh tiếng sáng suốt phải xử lý một doanh nghiệp với danh tiếng tài chính nghèo nàn, thì chính danh tiếng của doanh nghiệp đó mới là thứ còn nguyên vẹn.

3. Tránh các doanh nghiệp có vấn đề. Buffett nói rằng ông và Munger không học cách giải quyết các vấn đề kinh doanh khó khăn, nhưng họ đã học cách để tránh chúng. Trong kinh doanh và đầu tư thường có nhiều lợi nhuận hơn khi nắm lấy các trường hợp dễ dàng và rõ ràng, thay vì đâm đầu vào cái khó. Đôi khi, cơ hội đầu tư lớn sẽ đến khi một doanh nghiệp lớn phải đối mặt với một vấn đề lớn, nhưng có thể giải quyết được. Đây là trường hợp tại American Express và GEICO, như chúng ta đã thấy trong các chương trước.

4. Tầm quan trọng vượt trội trong kinh doanh của những thế lực vô hình, ảnh hưởng về mặt thể chế. Buffett cho biết ông nhận ra rằng, "

(1) Như thể được điều chỉnh bởi Định luật chuyển động thứ nhất của Newton, một tổ chức sẽ chống lại bất kỳ thay đổi nào về hướng hiện tại của nó; (2) Khi công việc được mở rộng để lấp đầy vốn thời gian có sẵn, các dự án của công ty hoặc các thương vụ mua bán sẽ được cụ thể hoá để thu hút các quỹ sẵn có; (3) Bất kỳ doanh nghiệp nào đang thêm khát lãnh đạo, dù là đại đột, đều nhanh chóng được hỗ trợ bởi các nghiên cứu và chiến lược tỷ suất lợi nhuận được đội ngũ của ông ta chuẩn bị; và (4) Hành vi của các công ty trong ngành, cho dù họ đang mở rộng, thu thập, thiết lập bồi thường điều hành hay bất cứ điều gì, đều sẽ được bắt chước một cách thiếu suy nghĩ.” Ông cố gắng tổ chức và quản lý các thương vụ đầu tư của mình nhằm giảm thiểu ảnh hưởng mang tính thể chế này. Một cách để đạt được điều này là tiến hành kinh doanh với những người mà ông yêu thích, tin tưởng và ngưỡng mộ.

5. Buffett sinh ra không phải là một nhà đầu tư cũng không phải một doanh nhân. Ông học được cách tiến hành mọi thứ từ kinh nghiệm của bản thân cũng như một cách gián tiếp. Quá trình học tập này kéo dài nhiều thập kỷ nhằm đạt được một tiêu chuẩn cao hợp lý, thế nhưng thỉnh thoảng ông vẫn mắc sai lầm. Sự hứng thú học tập suốt đời là điều kiện tiên quyết của một nhà đầu tư. Sự cởi mở của Buffett trong việc điều chỉnh có nghĩa ông đã quyết định đúng đắn đủ nhiều để tạo nên một hiệu suất vượt trội.

# Thương vụ số 13Associated Cotton Shops

Tóm tắt thỏa thuận



N

ăm 1967, Buffett đã điều hành một quỹ đầu tư rất bất thường. Thay vì tuân theo thoả ước từ trước là chỉ đầu tư phần nhỏ vào các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán, ông đã để quỹ của mình trở thành cổ đông chính của một công ty dệt may yếu kém mang tên Berkshire Hathaway (với một công ty bảo hiểm sớm được bổ sung). Thêm vào đó, số tiền 4.8 triệu đô của các đối tác (khoảng 10% quỹ) đã được sử dụng để mua 80% cổ phần trong một công ty mới toanh tên là Diversified Retailing, và ông trở thành giám đốc điều hành công ty này. Tổ chức này còn mượn thêm một khoản 6 triệu và mua cửa hàng bách hoá Hochschild- Kohn vào năm 1966.

Đề rồi vào đầu năm 1967, Buffett và các cổ đông thiểu số trong Diversified Retailing đã đồng ý mở rộng để chế bán lẻ bằng cách mua Associated Cotton Shops, một chuỗi cửa hàng quần áo.

## Việc kinh doanh

Associated Cotton Shops được Benjamin Rosner khởi xướng vào năm 1931 (cùng Leo Simon, người đã chết vào giữa những năm 1960), với chỉ một cửa hiệu ở Chicago với số vốn 3.200 đô. 36 năm sau, nó đã có doanh thu hằng năm đạt 44 triệu đô và 80 cửa hàng. Nó có các cửa hàng trong khu vực nội thành, rất nhiều trong số đó gặp khó khăn (nhân viên đã liên tục theo dõi các kẻ ăn cắp vặt). Rosner, ở độ tuổi 63 vào năm 1967, là một người tiết kiệm và đam mê công việc có tiếng, những phẩm chất mà Buffett rất ngưỡng mộ. Có một câu chuyện tuyệt vời về Rosner mà Buffett thích kể lại. Nó

nhấn mạnh sự ngưỡng mộ của ông trước sự ám ảnh với công cuộc kinh doanh của Rosner và cách ông ta, cũng giống như Buffett, đã hành xử thật khác biệt. Câu chuyện đó như sau.

Rosner tham dự một bữa tiệc tối trang trọng, nơi ông đắm chìm trong cuộc trò chuyện với một doanh nhân khác về những chi tiết vụn vặt trong kinh doanh của họ. Ông muốn tìm hiểu xem ông đã mua được giấy vệ sinh với mức giá tốt nhất chưa - cuộc trò chuyện tiêu chuẩn cho bữa tối, các bạn biết đấy. Người kia tiết lộ rằng ông ta phải trả nhiều tiền cho giấy vệ sinh hơn Rosner. Thay vì hài lòng, Rosner lại lo lắng: điều đó có thể là nhà cung cấp đã gian lận bằng cách gửi cho ông những cuộn giấy nhỏ hơn, khi giả vờ là chúng như nhau. Ông ngay lập tức rời khỏi bữa tối, đi đến kho hàng của mình và dành phần còn lại của buổi tối đếm số tờ trên một cuộn. Và quả thực, ông thấy có ít tờ hơn bình thường!

## **Thỏa thuận**

Khi họ bắt đầu thảo luận về khả năng của hợp đồng, Rosner đã đề nghị dẫn Buffett đi xem một vài cửa hàng để ông thấy thứ mình đang có ý định mua. Buffett từ chối thẳng thừng. Chi tiết về việc bán lẻ vượt quá phạm vi khả năng của ông. Tuy nhiên, điều chắc chắn trong phạm vi của ông là xem xét tình hình tài chính của công ty lúc đó và trong những năm gần đây. Vì vậy, ông yêu cầu Rosner đọc dữ liệu bảng cân đối khoảng năm năm trở lại đây qua điện thoại.

Tại một cuộc họp, với sự hiện diện của Charlie Munger, Rosner trở nên thiếu kiên nhẫn và sẵn sàng ký kết một hợp đồng nhanh chóng. Vì vậy, sau khoảng nửa giờ thảo luận, ông nói với Buffett, "Họ nói với tôi rằng anh là người quyết định nhanh nhất ở miền Tây này! Hãy ký đi!" Buffett trả lời rằng ông sẽ không trì hoãn lâu hơn nữa và một quyết định sẽ được đưa ra vào chiều hôm đó - tất cả những người trong phòng đều là những người biết khi nào nên đưa ra quyết định. Số tiền được trả để mua Associated Cotton Shops vẫn chưa được xác định, nhưng con số 6 triệu đô đã được đề cập trong một số nguồn.

## **Sau đó**

Rosner bán công ty vì muốn nghỉ hưu, nhưng Buffett yêu cầu ông tiếp tục giúp đỡ cho quá trình chuyển đổi. Ngay từ đầu ông đã biết rằng Rosner sẽ không thể từ bỏ. Đáng chú ý là ông ta rất cuộc đã ở lại với công ty thêm 20 năm nữa. Sau này ông ta đã nói với anh bạn Buffett của mình rằng: "Anh quên mất anh đã mua công ty này. Còn tôi quên mất mình đã bán nó." Bạn không thể phủ nhận một trong những giá trị Buffett để lại là phong cách quản lý đầy tính thực tiễn, mặc dù nó chỉ mang lại giá trị nếu các nhà quản lý đó thể hiện xuất sắc trong điều kiện như vậy.

Buffett ngợi khen Rosner rất nhiều, và điều này đã giúp giữ ông ở lại. Nhưng bất chấp việc "quên mất anh đã mua công ty", Buffett rất để ý xem xét các báo cáo hoạt động kinh doanh hằng tháng. Trong khi ông cảm thấy mình không có kiến thức về lĩnh vực bán lẻ, Buffett luôn có một cái nhìn rất sắc sảo về khía cạnh tài chính.

Rosner làm việc rất xuất sắc. Buffett đã viết cho các đối tác vào tháng Một năm 1968 rằng giao dịch mua lại này "không thể khiến ông hài lòng hơn. Mọi thứ đều như được quảng cáo trước đó hoặc thậm chí tốt hơn. Giám đốc điều hành Ben Rosner... tiếp tục thể hiện một cách xuất sắc." Sáu tháng sau, ông viết thư cho các đối tác rằng Ben Rosner, "tiếp tục thực hiện nỗ lực và khả năng kiến tạo nên thành quả." Năm 1968, Buffett đã mang về tổng cộng 20% lợi nhuận trên vốn đầu tư tại Associated Cotton Shops.<sup>31</sup>

Trong năm 1969, Associated Cotton Shops đổi tên thành Associated Retail Stores (Các cửa hàng bán lẻ liên kết), và Buffett rất hài lòng với những gì đang diễn ra:

"Associated Retail Stores có giá trị ròng khoảng 7.5 triệu đô la. Đây là một doanh nghiệp xuất sắc với vị thế tài chính mạnh, tỷ suất lợi nhuận hoạt động tốt, kỷ lục doanh thu và lợi nhuận ngày càng tăng trong những năm gần đây. Năm ngoái, doanh thu của nó vào khoảng 37.5 triệu đô với thu nhập ròng khoảng 1 triệu. Năm nay có khả năng sẽ chứng kiến kỷ lục mới trong doanh thu và thu nhập, với dự đoán của tôi về thu nhập sẽ trong khoảng 1.1 triệu đô sau thuế."<sup>32</sup>

Bạn thấy đấy: ngành công nghiệp bán lẻ là một ngành rất khó để phát triển, nhưng một số người có tài năng đặc biệt mang lại tỷ suất lợi nhuận cao trên vốn đầu tư, và họ có thể làm được điều đó hết năm này qua năm khác. Buffett đã khéo léo nuôi dưỡng tình bạn với nhiều nhà bán lẻ lớn trong những thập kỷ tiếp theo. Chúng ta có thể nghĩ đến gia đình Blumkin tại Nebraska Furniture Mart, hay gia đình Friedman ở Borsheims, hay Bill Child của RC Willey.

## **Bài học đúc kết**

1. Phạm vi thẩm quyền. Tất cả chúng ta đều có một vòng tròn năng lực, nhưng một số người nghĩ rằng vòng tròn của họ lớn hơn nhiều so với thực tế. Buffett (và Munger) đều xác định vòng tròn của họ khá hẹp. Nói cách khác, họ thoải mái thừa nhận rằng có nhiều lĩnh vực mà họ có năng lực hạn hẹp để đưa ra quyết định sáng suốt dựa trên các dữ kiện họ có được. Ví dụ, họ không bao giờ mua các công ty công nghệ cao vì họ không thể hiểu được triển vọng của các tổ chức đó trong 10 năm tới. Trên thực tế, họ coi hầu hết các ngành công nghiệp nằm ngoài phạm vi năng lực của họ - họ chỉ đơn giản là không thể phân tích đầu tư trong các lĩnh vực đó.
2. Rất tuyệt để hợp tác với những người thích cắt giảm chi phí. Ben Rosner biết rõ công việc kinh doanh của mình và ông có thói quen tìm mọi cách loại bỏ từng gam chất béo không cần thiết từ các hoạt động của nó. Điều này dẫn đến lợi nhuận rất tốt trên vốn được sử dụng.
3. Con người đánh giá việc được tôn trọng cũng cao như các phần thưởng tài chính. Sau khi Ben Rosner bán doanh nghiệp, ông đã có nhiều tiền để nghỉ hưu, nhưng ông bị thuyết phục để tiếp tục làm việc. Ông thích sự tôn trọng và tin tưởng lẫn nhau giữa mình và Buffett. Điều này thể hiện ở sự tự do mà ông được trao quyền trong việc kiểm soát lĩnh vực của mình, những lời ngợi khen và sự tin tưởng tuyệt đối rằng ông sẽ không hành xử theo hướng có hại cho lợi ích đối tác mà Buffett dành cho ông.

# Thương vụ số 14 Đầu tư vào các mối quan hệ

S

ự hăng hái, tập trung quá mức vào các cổ phiếu sẽ dậy sóng vài năm một lần.

Mỗi chu kỳ, với những sụp đổ và thương vong của nó, đều mang đến những bài học mặc khải cho những người ít quan tâm đến lịch sử của thị trường chứng khoán. Với những người thông thái hơn, nó củng cố quyết tâm phải định vị bản thân để khai thác sự điên cuồng của đám đông, thay vì hòa theo đám đông điên cuồng đó.

Sự tăng trưởng thị trường của những năm 1960 đến từ đỉnh cao bùng nổ của những năm 1950. Dư vị đáng ghét từ sự phản kích này đã khiến nhiều công ty phải bán phá giá và nhiều nhà đầu cơ đánh mất đi một khối gia sản. Vậy Buffett có thể nhìn thấy gì vào thời điểm đó, giữa năm 1967 và năm 1969, và ông đã làm gì?

Như chúng ta sẽ thấy, Buffett đã trải qua rất nhiều suy nghĩ trong giai đoạn này về thị trường chứng khoán, về cách đánh giá cổ phiếu và về cách ông muốn tham gia với các nhà quản lý công ty ở mức độ cá nhân. Chương này không kể về một khoản đầu tư tài chính cụ thể, mà về một giai đoạn khó khăn trong sự nghiệp của Buffett, nơi ông phải đưa ra một số quyết định lớn và khó khăn. Nó giúp chúng ta hiểu về sự tiến triển trong phong cách đầu tư của ông trong suốt những năm này.

## Những năm tháng thăng tiến

Hai thập kỷ sau cuộc đại suy thoái là những năm mà hầu hết các lời khuyên phổ biến là: đừng chạm vào cổ phiếu, nó rất nguy hiểm bởi bản chất đầu cơ của nó. Việc này dẫn đến giá cổ phiếu sụt giảm cho đến đầu những năm 1950. Có rất nhiều cổ phiếu có mức giá rẻ vào

thời điểm đó. Và rồi, khi các công ty chứng minh đây là thời điểm kinh tế tốt nhờ sự tăng trưởng trong lợi nhuận và cổ tức, giá cổ phiếu cũng tăng theo.

Cảm xúc biến chuyển và nhiều người bắt đầu cảm thấy rằng cổ phần là những thứ đáng để sở hữu. Bạn tôi tăng gấp đôi số tiền trong vài năm. Anh ấy thích đầu tư vào thị trường chứng khoán. Tôi cũng sẽ nhảy vào cuộc chơi. Đây là một thể hệ mới được trải nghiệm sự thịnh vượng hậu chiến tranh và giá cả tăng cao; năm 1929 chỉ còn là lịch sử cổ đại. Chỉ số công nghiệp Dow Jones (Dow) tăng gấp ba lần từ 200 lên 600 trong những năm 1950 và sau đó tăng thêm hai phần ba trong khoảng từ năm 1960 đến năm 1966.

Cổ phiếu trung bình được bán với giá chỉ bằng 7,2 lần lợi nhuận thuần được báo cáo hàng năm trên mỗi cổ phiếu (đây là hệ số giá trên thu nhập từ một cổ phiếu, hay còn gọi là PE – Price to Earning Ratio, lúc đó ở mức 7,2) vào năm 1950. Hệ số PE là một thước đo thường được sử dụng để xác định mức rẻ hay đắt của một cổ phiếu. Năm 1956, hệ số PE ở mức 12,1 - vẫn ở mức thấp hợp lý - cho phép Buffett tìm thấy nhiều công ty có giá rẻ so với giá trị cho nhiều cá nhân. Tuy nhiên vào những năm 1960, hệ số PE trung bình dao động trong khoảng từ 15 đến 21. Mức hệ số cao này khiến việc tìm kiếm những món hời khó khăn hơn, nhưng không phải là không thể.

Khi các nhà đầu tư đổ xô vào các tập đoàn lớn, và các công ty điện tử và hóa học của ngày mai (như Dustin Hoffman nhận được lời khuyên về “ngành công nghiệp của ngày mai” trong bộ phim The Graduate (Sinh viên tốt nghiệp) năm 1967), Buffett ngày càng lo lắng vì ông tìm thấy ít cơ hội mang lại lợi nhuận cho đối tác. Ông đã cạn kiệt ý tưởng khi thị trường đang lâng lâng hưng phấn.

### **Buffett không phải là một nhà quản lý quỹ bình thường**

Việc đầu tiên Buffett làm là đóng cửa quan hệ đối tác với các nhà đầu tư mới vào đầu năm 1966. Ông nói: "Tôi cảm thấy quy mô lớn hơn đáng kể có nhiều khả năng gây tổn hại cho kết quả trong tương lai hơn là mang lại lợi ích cho họ. Việc này có thể không đúng với

kết quả của cá nhân tôi, nhưng nó có thể đúng cho kết quả của bạn."<sup>33</sup>

Hãy lưu ý sự tương phản này với nhiều nhà quản lý quỹ khác. Một thị trường bùng nổ là cơ hội để họ kiếm được nhiều lệ phí hơn, vì mọi người đều muốn sở hữu cổ phiếu. Các nhà quản lý thu được khoản phí từ 0,5% đến 1% trên mỗi đô la/bảng trong quỹ được quản lý, tạo cho họ động cơ để mở rộng quỹ mà họ kiểm soát.

Buffett tạo ra một cấu trúc lợi ích khác. Thứ nhất, ông có một ý thức bẩm sinh về sự đứng đắn và danh dự, và thực sự nỗ lực hết sức mình cho các đối tác, nhiều người trong số họ là bạn thân hoặc người thân của ông. Thứ hai, Buffett có một cấu trúc lệ phí đặc biệt khác thường. Ông không nhận được gì cho các dịch vụ của mình trừ khi ông đạt được lợi nhuận ít nhất là 6% mỗi năm. Nếu ông tiếp tục mua cổ phiếu mà ông thấy đắt chỉ nhằm mục đích phát triển quỹ dưới sự quản lý của mình, thì việc này cũng không mang lại lợi ích về mặt tài chính cho ông.

### **Thất vọng và lúng túng vào năm 1967**

Cho đến đầu năm 1967, dòng tư tưởng đầu tư của Buffett – về những doanh nghiệp mà ông thực sự có thể mua được – đã vô cùng nhỏ giọt. Ông thất vọng, thậm chí bối rối với hành vi của thị trường. Thị trường đang trong giai đoạn hưng thịnh, nơi các công ty chuẩn giá hoặc giá quá cao là quá phổ biến. Làm thế nào để ông có thể đầu tư, thay vì đầu cơ, trong một môi trường như vậy?

Buffett suy nghĩ về câu hỏi này rất lâu một cách đầy khó khăn. Ông có nên đi theo đám đông, đầu tư lướt sóng vào những "công ty của ngày mai" hấp dẫn kia, ngay cả khi họ thiếu lịch sử lợi nhuận? Cùng với sự pha trộn này, một yếu tố chính là ông đã giàu có (ông đã có khoảng 10 triệu đô). Không phải đã đến lúc ông nên tập trung vào những thứ khác trong cuộc đời, như gia đình chẳng hạn?

### **Sự thiếu khả năng lãnh hội của Buffett**

Buffett bị ức chế bởi hành vi kỳ quặc của thị trường vào cuối những năm 1960 đến mức ông muốn làm rõ với các nhà đầu tư của mình rằng thị trường có thể xuất hiện những điều kỳ lạ và không hợp lý. Do đó, không thể dự đoán được nó trong khoảng thời gian ngắn, có nghĩa là hàng tháng và thậm chí cả năm. Trong lá thư tháng Bảy năm 1966 của mình gửi cho các đối tác, ông lặp lại rằng ông "không tham gia dự đoán thị trường chứng khoán nói chung hay các biến động kinh doanh". Ông nói rằng nếu các nhà đầu tư nghĩ rằng ông có thể làm được điều này thì họ không nên quan hệ đối tác với ông nữa.

Ông không bao giờ mua hoặc bán cổ phần trên cơ sở những thay đổi người khác nghĩ sẽ xảy ra trên thị trường chứng khoán. Ông nhấn mạnh lần nữa rằng ông sẽ chỉ tập trung vào những gì ông nghĩ công ty sẽ làm. "Thị trường chứng khoán sẽ là yếu tố quyết định phần lớn khi nào chúng tôi đúng, nhưng mức độ chính xác các phân tích của chúng tôi về công ty sẽ quyết định phần lớn việc liệu chúng tôi có đúng hay không. Nói cách khác, chúng tôi có xu hướng tập trung vào những gì sẽ xảy ra chứ không phải khi nào nó xảy ra."<sup>34</sup>

Vài tháng sau trong bức thư tháng Một năm 1967, Buffett đã cố gắng thuyết phục những người theo ông rằng 10 năm hợp tác là một khoảng thời gian rất đặc biệt, mang lại lợi nhuận không thể được lặp lại, trung bình 29,8% mỗi năm. Ông nói, "hoàn toàn không có cơ hội" cho việc này được nhân đôi, hoặc thậm chí gần xấp xỉ trong thập kỷ tiếp theo. Việc giảm hiệu suất đầu tư có thể xảy ra do những ý tưởng khan hiếm - tất cả những gì ông có thể làm là cố gắng "tận dụng những ý tưởng đó một cách kỷ lưỡng hơn"<sup>35</sup>. Ngay cả với cường độ gia tăng đó, có một mối hiểm nguy thực sự là "một giọt nhỏ hoàn toàn có khả năng khô nhanh hơn dòng chảy"<sup>36</sup>.

Buffett tin rằng hai thành tố bị thiếu vắng:

Ông không còn là một chàng trai "25 tuổi làm việc hăng say với khoản vốn 105.100 đô hợp danh ban đầu" nữa.<sup>37</sup> Ông bây giờ đã là một người "no đủ hơn" ở độ tuổi 36, người gặp khó khăn trong việc đầu tư một khoản tiền lớn hơn nhiều: 54.065.345 đô. Ông đã phải

mua cổ phiếu với số lượng lớn hơn nhiều để quay vòng hoạt động và điều này làm giảm thiểu số lượng công ty ông có thể mua, do không nhiều công ty có đủ số cổ phiếu dư thừa (cổ phiếu của các nhà đầu tư không phải là những người có liên quan chặt chẽ với công ty, ví dụ như gia đình sáng lập hay giám đốc).

Môi trường thị trường không còn có lợi cho việc thực hành thành công triết lý đầu tư của ông. So với năm 1956, chỉ có "một phần năm đến một phần mười" ý tưởng đầu tư thực sự tốt xuất phát từ việc áp dụng triết lý này. Vào đầu thời kỳ hợp tác, trong môi trường thị trường với giá cổ phiếu thấp hơn nhiều so với giá trị tài sản và thu nhập, có một lượng đáng kể các công ty bán ra với giá thấp hơn giá trị một cách đáng kể: 15 đến 25 công ty có thể được xác định và khiến Buffett "hào hứng về các xác suất khả thi trong tất cả các cổ phiếu".<sup>38</sup> Khi ông khảo sát hiện trường vào năm 1967, ông tìm thấy rất ít công ty thậm chí còn dễ hiểu đối với ông.

Mọi thứ trở nên tồi tệ đến nỗi Buffett tuyên bố rằng trong giai đoạn 1964-1966, ông chỉ xác định được hai hoặc ba cổ phiếu mỗi năm mà ông "có kì vọng về thành tích vượt trội".

### **Vậy ông phải làm gì?**

Một điều mà Buffett không làm là thay đổi các yếu tố trung tâm trong triết lý của mình (phân tích các doanh nghiệp, thiết lập mức độ an toàn, nhắm mục tiêu tới khoản thu nhập hợp lý, tận dụng Quý ông Thị trường). Ông cũng không bước ra ngoài phạm vi khả năng của mình, hoặc "phạm vi hiểu biết" của mình. Cụ thể hơn, Buffett đã bác bỏ những phương pháp phổ biến vào cuối những năm 1960:

Ông bác bỏ quan niệm về việc mua cổ phần các công ty công nghệ, "tôi không thể hiểu nổi nó".<sup>39</sup>

Ông cũng bác bỏ cách tiếp cận phổ biến trong việc đầu tư cổ phiếu mà "nỗ lực dự đoán hành động của thị trường sẽ vượt trên các đánh giá kinh doanh"<sup>40</sup>, bất chấp các báo cáo được công bố rộng rãi cho thấy một số cá nhân đã làm tốt việc này và đạt được lợi

nhuận nhanh chóng. Buffett nói: "Nó đại diện cho một kỹ thuật đầu tư mà tôi không thể khẳng định hay phủ nhận. Nó không hoàn toàn thỏa mãn trí tuệ của tôi (hay có lẽ là những thành kiến của tôi), và nhất định không phù hợp với tính khí của tôi."<sup>41</sup>

Cuối cùng, ông cũng không "tìm kiếm các hoạt động trong lĩnh vực đầu tư, ngay cả khi nó mang đến những triển vọng lợi nhuận lộng lẫy, mà ở đó những vấn đề chính của con người dường như có cơ hội phát triển đáng kể."<sup>42</sup> Sau những kinh nghiệm sa thải nhân viên ở nhà máy Dempster, với tất cả những lời nói cay độc, cũng như những quyết định khắc nghiệt của Berkshire Hathaway về đội ngũ lao động, Buffett không thể chịu đựng được suy nghĩ về những căng thẳng và xung đột phát sinh trong các công ty khác có thể cần thực hiện.

### **Sai lệch đo lường hiệu suất ngắn hạn**

Đi cùng với niềm tin vào việc tiên đoán thị trường hay các chuyển biến giá cổ phiếu về mặt ngắn hạn, cuối những năm 1960, đã có sự chuyển đổi trong việc đánh giá liệu một nhà đầu tư được coi là thành công hay thất bại dựa trên các thương vụ ngắn hạn. Buffett đã rất buồn trước khả năng mọi người cứ khẳng khẳng yêu cầu ông phải chịu trách nhiệm về các mục tiêu ngắn hạn – dù sao thì tất cả các nhà quản lý quỹ khác cũng phải thế. Dưới đây là những điều Buffett đã nói trong bức thư tháng Mười năm 1967 gửi tới các đối tác:

"Trong nhiều năm tôi đã thuyết giảng về tầm quan trọng của việc đo lường. Một cách kiên định, tôi đã nói với các đối tác rằng trừ khi hiệu suất của chúng tôi tốt hơn so với trung bình, tiền nên được mang đi đầu tư nơi khác.

Trong những năm gần đây, ý tưởng này đã gây được chú ý trong giới đầu tư. Tuy nhiên, trong 1 hay 2 năm gần đây, nó bắt đầu thoái trào. Tôi nghĩ rằng chúng tôi đang chứng kiến sự biến dạng của một ý tưởng tốt. Tôi đã luôn luôn cảnh báo các đối tác rằng cần phải nhìn vào tối thiểu 3 năm để xác định xem liệu chúng tôi có đang

“hoạt động hiệu quả” hay không. Đương nhiên, khi công chúng đầu tư đã cần ngập răng thì khoảng thời gian kì vọng được giảm đi một cách liên tục xuống mức hàng năm, hàng quý, hàng tháng, và đôi khi thậm chí còn thường xuyên hơn nữa... Lợi nhuận hiệu suất từ ngắn hạn là rất lớn, không chỉ mang lại kết quả thực sự đạt được, mà còn ở chỗ gia tăng nguồn vốn cho những vòng đầu tư tiếp theo. Bởi vậy, một loại hình hoạt động mới được tạo ra, dẫn đến việc ngày càng có nhiều tiền được đầu tư trong một vòng quay ngày một ngắn hơn. Một hệ quả tất yếu là phương tiện cho sự đầu tư này (các công ty hoặc cổ phiếu cụ thể) trở nên ít quan trọng hơn - đôi khi hầu như mang tính ngẫu nhiên - khi cách thức hoạt động này leo thang."

### **Sự chuyển đổi của Buffett trong việc đề cao yếu tố định tính (trong khi không bỏ qua các yếu tố mang tính định lượng)**

Trong giai đoạn đầu sự nghiệp, Buffett bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi những ý tưởng của Benjamin Graham, người tập trung đặc biệt vào tài sản ròng hoặc thậm chí đặc biệt hơn là giá trị tài sản ròng hiện tại trong bảng cân đối kế toán, với một số chú ý về năng lực thu nhập cũng như các yếu tố định tính về triển vọng kinh doanh, chất lượng quản lý và sự ổn định của doanh nghiệp. Vượt trên tất cả mọi yếu tố khác là sức mạnh của bảng cân đối kế toán do biên độ an toàn mà nó mang lại.

Buffett bị cám dỗ thử các cách tiếp cận khác, chỉ một chút lúc đầu và sau đó ngày một mạnh mẽ hơn. Thành công của Disney, American Express và một loạt các khoản đầu tư khác làm ông muốn đầu tư nhiều tiền hơn vào các công ty có đặc điểm định tính tuyệt vời - phần lớn không phụ thuộc vào vị trí tài sản ròng.

Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là các phương pháp của Graham bị bỏ rơi hoàn toàn, và được thay thế bằng một cách tiếp cận mới. Hoàn toàn có thể quản lý một danh mục đầu tư bằng cách sử dụng những ý tưởng của Graham và những ý tưởng kết hợp từ Philip Fisher, Charlie Munger và một Buffett hơn 30 tuổi, như lời trích dẫn rõ ràng từ bức thư của Buffett gửi tới đối tác vào tháng Mười năm 1967:

"Việc đánh giá cổ phiếu và các doanh nghiệp nhằm mục đích đầu tư luôn là một sự kết hợp giữa các yếu tố định tính và định lượng... Thật thú vị, mặc dù tôi coi bản thân mình xuất thân chủ yếu từ trường học định lượng, những ý tưởng thực sự ý nghĩa mà tôi có được trong nhiều năm qua lại rất nặng về mặt định tính, nơi tôi có hiểu biết về tính xác suất cao. Đây là nguyên nhân khiến tiền mặt sinh sôi nảy nở. Tuy nhiên, việc này xuất hiện không thường xuyên, cũng như những hiểu biết định tính đó, chúng ta chẳng cần phải có hiểu biết sâu sắc về mặt định lượng - những con số sẽ đánh vào đầu bạn mạnh như gậy bóng chày vậy. Vì vậy, các khoản tiền lớn thực sự thường có xu hướng được đầu tư bởi các nhà đầu tư đúng đắn trong các quyết định mang tính chất định tính, nhưng ít nhất theo ý kiến của riêng tôi, vẫn cần đổ nhiều tiền hơn để đầu tư vào các thương vụ mang tính định lượng rõ ràng."<sup>43</sup>

Rõ ràng ở đây Buffett không lập lờ giữa mới với cũ mà đã khẳng định cách thức đầu tư của Benjamin Graham vẫn còn giá trị. Mặc dù vậy, cần phải khôn ngoan nhận ra rằng những năm 1950 là khoảng thời gian đặc biệt tuyệt vời để săn cổ phiếu giá rẻ, khi giá cổ phiếu rẻ đến mức hệ số PE chỉ theo hàng đơn vị và tài sản ròng hoặc tài sản ròng hiện tại thường lớn hơn mức vốn hoá thị trường. Nhưng cách tiếp cận đầu tư kiểu này gặp khó khăn khi thị trường tăng cao. Những món hời mang tính định lượng đã biến mất vào cuối những năm 1960.

Buffett đưa ra một số giải thích tiềm năng về lý do tại sao điều này xảy ra:

- Các nhà đầu tư cạnh tranh đã nhảy vào thị trường. Sách của Graham rất phổ biến, vì vậy những người khác cũng đi theo những ý tưởng này. Buffett gợi ý rằng việc liên tục lùng sục và tái sử dụng danh sách đầu tư đã dẫn tới việc giá trở nên cao hơn. Điều thực sự cần thiết cho phương pháp này hoạt động hiệu quả giữa rất nhiều cổ phiếu là "một cơn co giật kinh tế như những năm 30 tạo ra một xu hướng tiêu cực đối với chứng khoán và sinh ra hàng trăm chứng khoán giá rẻ mới".<sup>44</sup>

- Việc tiếp nhận đầu thầu trở nên phổ biến hơn và thường tập trung vào các vấn đề giá hời, bởi vậy đã loại bỏ chúng khỏi thị trường.
- Sự gia tăng số lượng các nhà phân tích chứng khoán mang lại “việc kiểm tra kỹ lưỡng các vấn đề vượt xa những gì đã tồn tại từ vài năm trước”<sup>45</sup> dù họ là những người theo thuyết của Graham hay không. Giờ đã có thêm hàng trăm nhà phân tích và nhà quản lý quỹ, nhiều người trong số họ luôn để ý đến các cổ phiếu bị đánh giá thấp, và do đó có ít công ty bị bỏ mặc và không được yêu mến hơn xưa.

Buffett vẫn nhìn nhận các món hời mang tính định lượng như là “bánh mì và bơ” trong cách tiếp cận đầu tư của mình, nhưng vào thời điểm đó đã có một “sự biến mất ảo ảnh của các món hời được xác định bằng cách định lượng”.<sup>46</sup>

Thậm chí ngày nay, Buffett và Munger không phản đối ý tưởng rằng món hời mang tính định lượng là một cách hay để đạt được lợi nhuận cao nếu bạn đang đầu tư một khoản tiền nhỏ. Chỉ là khi bạn đầu tư hàng tỷ đô la, bạn sẽ không thể tìm thấy những món hời này trong những công ty đủ lớn.

## **Giảm nhẹ cam kết với đối tác**

Buffett đã quá bận rộn với cách tiếp cận đầu tư thời đại mới được chấp nhận bởi những người khác trên thị trường và sự khan hiếm của cổ phiếu giá rẻ vào năm 1967 đến nỗi ông đã viết một vài câu trong bức thư mùa thu của ông năm đó như một quả bom dội ngang tai các đối tác của ông:

“Khi trò chơi không còn được chơi theo cách của bạn, sẽ rất nhân tính để nói rằng tất cả các phương pháp tiếp cận mới là sai, rất dễ dẫn đến rắc rối... Tôi đã khinh miệt những hành vi như vậy của những người khác trong quá khứ. Tôi cũng đã nhìn thấy những hình phạt mà những người nhìn nhận sự việc như cách nó đã từng—chứ không phải cách nó hiện đang là. Về cơ bản, tôi đã hết cách với điều kiện hiện tại. Tuy nhiên, có một điểm mà tôi rất rõ ràng. Đó là tôi sẽ không từ bỏ cách tiếp cận trước đây, thứ logic mà tôi hiểu

(mặc dù tôi thấy khó áp dụng), mặc dù nó có thể có nghĩa là bỏ qua một cách tiếp cận mà tôi không hiểu đầy đủ, chưa bao giờ thực hiện thành công và có thể, rất có thể dẫn đến việc mất vốn vĩnh viễn một cách đáng kể."<sup>47</sup>

## **Động lực cá nhân**

Buffett nhận ra rằng ông không muốn tiếp tục làm việc chăm chỉ. Ông đã xuất hiện những biểu hiện mang hơi hướng ám ảnh. Ông sẽ làm việc cả ngày và buổi tối, bỏ mặc gia đình. Ông đã có một thỏa thuận với vợ rằng ông sẽ sống nhẹ nhàng hơn chừng nào ông đạt được tầm 8 – 10 triệu đô.

Mục tiêu đó ông đã đạt được. Ông viết rằng: "Thay đổi điều kiện cá nhân khuyến khích tôi cắt giảm tốc độ. Tôi đã quan sát thấy trong nhiều trường hợp, thói quen trong cuộc sống, đặc biệt là kinh doanh, vẫn có xu hướng tiếp tục tồn tại rất lâu (và ngày càng mạnh mẽ theo năm tháng) sau khi họ ngừng làm việc... Việc tự phân tích cơ bản nói với tôi rằng tôi sẽ không có khả năng bỏ ra toàn bộ nỗ lực để đạt được một mục tiêu đã công khai tuyên bố tới những người đã ủy thác vốn của họ cho tôi. Việc tổng lực dần dần có ít ý nghĩa hơn."<sup>48</sup>

Buffett muốn theo đuổi những thứ khác ngoài tiền bạc và loại đầu tư ông đang thực hiện. Thay vì đập đầu vào tường trước một thị trường đang lên cơn sốt đầu cơ, ông muốn giảm bớt khối lượng công việc bằng cách tập trung vào các doanh nghiệp mà ông kiểm soát, được điều hành bởi những người mà ông yêu thích, tin tưởng và ngưỡng mộ, ngay cả khi điều này đồng nghĩa với tỷ lệ lợi nhuận thấp hơn. Ông thích thưởng thức những gì mình làm, thay vì theo đuổi những lợi nhuận tài chính không ngừng nghỉ:

"Tôi có thể giới hạn bản thân vào những thứ hợp lý dễ dàng, an toàn, có lợi nhuận và dễ chịu. Điều này sẽ không làm cho hoạt động của chúng tôi bảo thủ hơn so với trong quá khứ vì tôi tin rằng, dù có phần hơi thiên vị, chúng tôi đã luôn hoạt động với một sự bảo thủ

đáng kể. Rủi ro trong dài hạn sẽ không ít hơn, tiềm năng tăng trưởng chỉ đơn giản là sẽ ít hơn."<sup>49</sup>

Ông hiểu rằng nhiều đối tác đọc được điều này sẽ không muốn chấp nhận mục tiêu hiệu suất đầu tư bị hạ thấp hơn và sẽ tìm kiếm cơ hội đầu tư ở nơi khác: "Các đối tác có cơ hội đầu tư thay thế hấp dẫn có thể quyết định một cách hợp lý rằng vốn của họ có thể được sử dụng tốt hơn ở nơi khác và bạn có thể chắc chắn tôi sẽ hoàn toàn đồng cảm với quyết định này."<sup>50</sup>

Khi nghe điều này, một số đối tác đã quyết định rút tiền khỏi Quỹ đối tác và đặt nó vào tay các nhà quản lý quỹ hứa hẹn một tương lai thú vị hơn (1.6 triệu trong khoảng giữa tháng 10 và tháng 12 năm 1967). Buffett vui mừng vì những người này đã rời đi, bởi ông được giảm bớt "gánh nặng áp lực kết quả mà tôi có thể không thể đạt được trong điều kiện hiện tại."<sup>51</sup>

### **Ông lại xuất sắc hơn - một lần nữa**

Trớ trêu thay, ngay khi Buffett trở nên mệt mỏi với thị trường chứng khoán, giai đoạn này lại tạo ra một vài lợi nhuận tuyệt vời. Quỹ đối tác đã tăng trưởng lên 35,9% vào năm 1967, so với 19,0% của chỉ số Dow. Sau phí quản lý của Buffett, lợi nhuận của đối tác là 28,4%, hoặc 19.384.250 đô trên tài sản ròng là 68.108.088 đô. Buffett đã mỉa mai rằng ông có thể "mua rất nhiều Pepsi". Buffett chuyên uống Pepsi vào thời điểm đó, nhưng chuyển sang Coca-Cola sau khi mua cổ phần của công ty này.

Mặc dù vậy, Buffett có thể nhìn xuyên thấu sự giả tạo về mặt lợi ích. Ông giải thích sự gia tăng này bắt nguồn từ các thương nhân buôn bán vỗ béo lừa đảo "ăn cắp đầu cơ". Ông biết rằng tất cả có thể kết thúc trong "sự khó tiêu" và "khó chịu", mặc dù ông đã cư xử tốt và thanh lọc bản thân bằng cách chỉ ăn "bột yến mạch" – ý ở đây là ông vẫn đi theo phương pháp của Graham.<sup>52</sup>

Buffett lưu ý rằng phần lớn lợi nhuận đạt được nhờ một cổ phiếu, sau khi tăng trưởng tuyệt vời trong giai đoạn 1964 đến 1967, rất

cuộc đã chiếm đến 40% danh mục đầu tư. Mặc dù ông không nói rõ tên, nhưng chúng tôi biết rằng tất nhiên đó là American Express, với mức giá cổ phiếu tăng từ khoảng 38 đến 180 đô la vào thời điểm này, mang lại cho Quỹ đối tác trên 20 triệu đô la với khoản đầu tư 13 triệu đô la.

Mặc dù đây là một sự tăng trưởng tuyệt vời, nếu bạn biết về lịch sử thị trường chứng khoán, bạn sẽ biết rằng bỏ hết trứng vào một giỏ không phải là một cơ sở vững chắc để chuyển tiếp lợi nhuận trong tương lai của bạn. Điều quan trọng là có rất nhiều cơ hội đầu tư, nhưng vào thời gian này không có một sự dư thừa nào – mọi thứ đều khô cạn.

### **Kết thúc hợp tác?**

Buffett đã buộc phải đối mặt với câu hỏi liệu ông có muốn từ bỏ hợp tác – thật dễ hiểu là nhiều đối tác đã đọc lá thư tháng Mười năm 1967 của ông và nghĩ rằng đó là dấu hiệu khởi đầu cho sự suy thoái. Tuy nhiên, vào tháng Một năm 1968, Buffett tuyên bố rằng câu trả lời cho câu hỏi này là "Chắc chắn không". Ông nói, "Chứng nào các đối tác còn muốn đặt vốn của họ bên cạnh vốn của tôi và hoạt động kinh doanh vẫn dễ chịu (và không thể tốt hơn), thì tôi vẫn có ý định tiếp tục làm ăn với những người ủng hộ tôi từ khi tôi còn bán giày quần vớ."<sup>53</sup>

### **Giải pháp**

Và rồi, vào tháng Một năm 1968, Buffett nghĩ ông đã tìm ra một thỏa hiệp cho phép ông tiếp tục làm việc với ít căng thẳng, ít ám ảnh, với mối quan hệ mạnh mẽ hơn với các nhà quản lý hoạt động và với gia đình. Ông thậm chí đồng ý giúp đỡ các nỗ lực từ thiện, đặc biệt là phong trào dân quyền.

Tuy nhiên, cũng không lâu trước khi ông nhận ra rằng danh mục lợi ích mới chỉ đơn giản là không phù hợp với ông, như chúng ta sắp thấy trong các chương sắp tới về các thương vụ đầu tư sau này.

### **Bài học đúc kết**

1. Thị trường sẽ trải qua những giai đoạn bất hợp lý.
2. Giữ vững nguyên tắc đầu tư đúng vào cả thời điểm tốt và thời điểm xấu.
3. Cuộc sống về cơ bản, không phải chỉ để kiếm tiền. Mọi quan hệ con người rất có ý nghĩa.
4. Hầu hết các nhà quản lý quỹ cố gắng chọn cổ phiếu vượt trội hơn thị trường sẽ không làm như vậy nếu bạn suy nghĩ đến khoản lệ phí cao mà họ đang tính, trong đó các khoản phí này không liên quan đến hiệu suất.

# Thương vụ số 15 Ngân hàng Quốc gia và Quỹ tín thác Illinois

Tóm tắt thỏa thuận



W

arren Buffett hẳn đã cảnh giác với việc mua cổ phần thiểu số trong thị trường chứng khoán đầy lác quan năm 1968-1969, nhưng ông đã bị kích thích bởi triển vọng nắm giữ đa số cổ phần trong các doanh nghiệp được điều hành một cách xuất sắc. Rốt cuộc, ông đã trải qua những kết quả rất đáng hài lòng từ việc mua National Indemnity và Associated Cotton Shops. Bây giờ hai doanh nghiệp này đã mang lại tiền của cho công ty mẹ của mình, Berkshire Hathaway, tại sao lại không sử dụng chính khoản tiền mặt đó để mở rộng danh mục đầu tư của Berkshire?

## Một ngân hàng nhỏ có lợi nhuận

Năm 1931, Eugene Abegg, một thanh niên chỉ có trong tay 250.000 đô tiền vốn, đã thành lập một ngân hàng tại Rockford, Illinois. Ông đặt tên cho nó là Ngân hàng Quốc gia và Quỹ tín thác Illinois, nhưng nhiều người chỉ gọi nó là Ngân hàng Rockford theo tên thành phố. Nó chỉ có 400.000 đô tiền gửi. Kể từ đó, không có một nguồn vốn mới nào được bổ sung vào ngân hàng bởi chủ sở hữu của nó. Tuy nhiên, đến năm 1969, Abegg đã từng bước xây dựng được một ngân hàng với giá trị ròng 17 triệu đô và 100 triệu đô la tiền gửi. Nó mang lại thu nhập khoảng 2 triệu đô mỗi năm – một lợi nhuận đáng hài lòng từ vốn đầu tư. Ken Chace, Chủ tịch của Berkshire Hathaway, mô tả khoản thu nhập trên là "gần như đỉnh cao trong số các ngân hàng thương mại lớn trong nước" khi tính trên phần trăm tiền gửi hoặc tổng tài sản.<sup>54</sup>

Bên cạnh lợi nhuận cao trên cả tài sản/nợ phải thu - thu nhập 2% trên số tiền gửi 100 triệu đô la, hoặc 2 triệu đô la thu nhập từ quỹ 17 triệu của các cổ đông (2 triệu đô la/17 triệu đô la = 11,8%) - ngân hàng này đã hoạt động rất thận trọng. Nó đạt được lợi nhuận mặc dù nó có chút ít rủi ro trong cấu trúc vốn, tính thanh khoản và chính sách cho vay.

Trong lĩnh vực ngân hàng, rất dễ để làm cho số liệu có vẻ tốt đẹp trong một thời gian ngắn bằng cách vay quá nhiều từ các thị trường tài chính để cho vay với triển vọng rủi ro cao. Mọi thứ dường như tốt đẹp - cho đến khi may mắn cạn kiệt. Ngược lại, Ngân hàng Rockford chỉ thỉnh thoảng mượn tiền từ thị trường vốn hoặc tiền tệ, và nó có chính sách duy trì mức thanh khoản tương đối cao. Điều này có nghĩa là nó có trữ lượng tài sản có thể biến thành tiền mặt trong thời gian ngắn - chứ không phải một khoản tiền quá mức bị gắn chặt với những khoản cho vay dài hạn - và nó có khả năng tiếp cận tới các quỹ ngắn hạn.

Nó cũng bảo thủ trong quá trình cho vay, với khoản thiệt hại vay vốn thấp hơn nhiều so với mức trung bình. Hơn nữa, hơn 50% tiền gửi của họ là tiền gửi có kỳ hạn, nên đã tạo ra sự gắn kết trong tiền gửi của khách hàng. Điều này làm giảm rủi ro, nhưng cũng làm giảm lợi nhuận do lãi suất trả cao hơn. Với tất cả các chính sách đặt an toàn lên đầu tiên đó, điều đáng ngạc nhiên là ngân hàng này có thể thu lại lợi nhuận trên vốn cao đến vậy. Buffett cho rằng đây là nhờ sự xuất sắc của quản lý.

## **Thỏa thuận**

Abegg, người sở hữu một phần tư số cổ phần, đã đàm phán để bán doanh nghiệp của mình cho người khác trước khi Buffett bước vào bức tranh. Người mua tiềm năng này bắt đầu chỉ trích thỏa thuận này và muốn kiểm toán. Điều này khiến Abegg bực mình và ông ta quyết định không tiến hành thỏa thuận đó. Trong khi đó, Buffett đã tính ra khoản tiền mà ông sẵn sàng trả, và số tiền này ít hơn 1 triệu đô so với người mua kia.

Abegg đã quá chán nản với các nhà thầu khác. Bởi vậy, ông đã ép các cổ đông đồng ý chấp nhận lời đề nghị của Buffett, đe dọa sẽ từ chức nếu họ không làm vậy. Berkshire Hathaway đã mua lại 97,7% số cổ phần của ngân hàng này vào năm 1969. Một nhà quan sát tài giỏi có tên Robert P. Miles đã trích dẫn giá mua ở mức 15.5 triệu đô. Giả sử rằng con số này là chính xác, Buffett chỉ phải trả 7 lần thu nhập cho ngân hàng lớn nhất trong thị trấn đó, điều này cho thấy tỷ lệ lợi nhuận trên vốn đầu tư cao ra sao. Đáng kể hơn nữa, Eugene Abegg đã bán nó với giá thấp hơn giá trị sổ sách (giá trị tài sản ròng).

Rất hiếm thấy, Buffett đã quyết định hùn thêm 1 triệu đô vay mượn cho việc mua bán này. Sau đó, ông nói, "Trong ba thập kỷ tới, chúng tôi sẽ gần như không vay mượn gì từ ngân hàng. (Nợ chỉ là một từ có hai chữ cái ở Berkshire)." <sup>55</sup>

### **Trải nghiệm dễ chịu của Ngân hàng Quốc gia Illinois**

Như chúng ta đã biết, Buffett thích giữ những người quản lý tuyệt vời để điều hành công ty của mình. Ông đã phát hiện ra năng lực xuất sắc của Abegg từ rất sớm - ông đã thể hiện nhiều lần trong 39 năm điều hành ngân hàng rằng ông thực sự biết làm thế nào để bù đắp lại lợi nhuận và làm thế nào để làm điều đó với rủi ro thấp cho các cổ đông.

Mặc dù Abegg đã 71 tuổi, Buffett vẫn quyết tâm giúp ông sống lại - điều không khó lắm khi Abegg vẫn muốn tiếp tục làm việc.

Một khi ông đạt được điều mình muốn, Buffett lại áp dụng phong cách nhẹ nhàng thông thường của mình, để Abegg toàn quyền quản lý các hoạt động kinh doanh. Những lời sau cho ta thấy niềm tin của Buffett đã được chứng minh đầy đủ:

"Kinh nghiệm của chúng tôi là người quản lý của một hoạt động có chi phí cao thường không tháo vát trong việc tìm kiếm các cách mới để điều chỉnh chi phí, trong khi người quản lý hoạt động chặt chẽ thường tiếp tục tìm kiếm các phương pháp bổ sung để cắt giảm chi

phí, kể cả khi chi phí đã thấp hơn nhiều so với các đối thủ cạnh tranh. Không ai chứng minh khả năng này tốt hơn Gene Abegg."<sup>56</sup>

Đáng lưu ý là, trong 5 năm rưỡi sau vụ mua lại này, ngân hàng này đã trả cổ tức trị giá 20 triệu đô la Mỹ cho Berkshire - nhiều hơn khoản chi trả cho các cổ phiếu của Ngân hàng Rockford. Hơn nữa, số tiền được giữ trong ngân hàng này còn tăng lên theo thời gian.

Bạn muốn sở hữu nó như thế nào?

Năm 1971, Ngân hàng Quốc gia Illinois thu được trên 2% bình quân sau thuế. Abegg không chậm lại, ông tăng tốc hiệu quả để tỷ lệ này tăng lên 2,2% vào năm 1972. Và ngân hàng đã được mở rộng nhanh chóng - năm 1972 nó tăng khoản nợ cho vay lên 38%.

Năm sau lại là một kỉ lục khác, với tiền gửi trung bình tăng lên 130 triệu đô. Thu nhập từ hoạt động kinh doanh sau thuế lại ở mức cao trong ngành này, ở mức 2,1% của khoản tiền gửi trung bình.

Trong bức thư BH năm 1975 gửi tới các cổ đông, Buffett đã nhấn mạnh mức nợ xấu ở mức rất thấp tại ngân hàng: "Thật khó tìm ra tính từ nào để mô tả hiệu suất của Giám đốc điều hành Eugene Abegg. Đối với khoản vay trung bình khoảng 65 triệu đô, khoản lỗ từ cho vay ròng là 24.000 đô, tương đương với 0,04%."<sup>57</sup>

Thậm chí số liệu đó còn trở nên tốt hơn trong năm sau, khi khoản cho vay lỗ giảm xuống chỉ còn 0,02% tổng dư nợ cho vay, một tỷ lệ rất nhỏ trong tỷ lệ hiện hành trong ngành ngân hàng năm 1976. Phải lưu ý rằng trong giai đoạn này, tỷ lệ gia tăng lợi nhuận, tiền gửi (tăng lên tới 60 triệu đô từ năm 1969), cùng lượng tiền cho vay cũng như số lượng nhân viên vẫn ở mức tương đương với thời điểm mua vào năm 1969. Với đội ngũ đó, ngân hàng đã mở rộng ra rất nhiều vào các hoạt động khác như quỹ tín thác, du lịch và xử lý dữ liệu.

Đến năm 1977, thu nhập đã lên tới 3.6 triệu đô, đem lại tỷ suất lợi nhuận trên tài sản gấp ba lần so với hầu hết các ngân hàng lớn. Abegg đã 80 tuổi và hỏi Buffett liệu có thể cử ai phụ giúp ông không. Ông liền có thêm Peter Jeffrey, trước đây là chủ tịch và giám đốc

điều hành Ngân hàng Quốc gia Hoa Kỳ Omaha đến làm chủ tịch và giám đốc điều hành.

Và họ vẫn tiếp tục hoạt động mạnh mẽ, với lợi tức tương đương 2,1% giá trị tài sản vào năm 1978. Điều đó có nghĩa thu nhập sau thuế của các cổ đông BH là 4.26 triệu đô. Trong khoảng thời gian một thập kỷ, tiền gửi của khách hàng đã tăng gấp bốn lần, thu nhập ròng tăng gấp ba lần và thu nhập của bộ phận tín thác đã tăng hơn gấp đôi, trong khi chi phí được kiểm soát chặt chẽ.

### **Nhưng Ngân hàng Quốc gia Illinois đã phải ra đi**

Năm 1978, các nhà hành pháp ngân hàng đã nói với Buffett rằng ông sẽ phải tách riêng Ngân hàng Rockford khỏi phần còn lại các hoạt động kinh doanh của mình vào cuối năm 1980. Các nhà hành pháp đang thắt chặt việc cho phép các ngân hàng tham gia vào các tổ chức phi ngân hàng. Buffett đã thông báo rằng giải pháp có thể sẽ được đưa ra cho các cổ đông của Berkshire vào khoảng nửa sau của năm 1980. Trong khi đó, Eugene Abegg và Peter Jeffery đạt hiệu quả vượt trội hơn với tỷ suất lợi nhuận trên tài sản là 2,3% (5 triệu đô) vào năm 1979, gấp ba lần tỷ suất thông thường của các đối thủ cạnh tranh.

*Mức giá cao nhất không phải lúc nào cũng là lựa chọn tốt nhất*

Năm 1979, Buffett tìm hiểu khả năng bán 80% hoặc hơn thế nữa số cổ phần của ngân hàng cho các nhà đầu tư bên ngoài.

Ông nói, "Chúng tôi sẽ khá dè dặt với bất cứ người mua nào, và lựa chọn của chúng tôi sẽ không chỉ dựa trên giá cả. Ngân hàng và ban lãnh đạo công ty đã đối xử với chúng tôi một cách đặc biệt tử tế, và nếu chúng tôi phải bán, chúng tôi muốn chắc chắn rằng họ phải được đối xử bình đẳng."<sup>58</sup> Ông vẫn coi việc chia tách như là một khả năng nếu một "người mua thích hợp" cùng với một mức giá hợp lý không thể được tìm thấy vào đầu mùa thu.

Ông cay đắng chống lại việc mất Ngân hàng Illinois từ văn phòng Berkshire, tại đó ông viết rằng: "Bạn nên hiểu rằng chúng tôi không

mong đợi có thể hoàn toàn, hay thậm chí là thay thế phần lớn nguồn thu nhập từ ngân hàng này bằng số tiền thu được từ việc bán ngân hàng. Đơn giản là bạn không thể mua được một doanh nghiệp có chất lượng cao với tỷ suất giá trên thu nhập như thế này để bù lại cho việc bán ngân hàng này đi.”<sup>59</sup>

### *Sự chia cắt*

Vào ngày cuối cùng của năm 1980, 41.086 cổ phần của Công ty Rockford Bancorp (công ty sở hữu 97,7% cổ phần của Ngân hàng Quốc gia Illinois) đã được trao đổi với một số lượng tương tự cổ phần của Berkshire Hathaway - điều này có nghĩa ngân hàng này được đánh giá là có giá trị khoảng 4% giá trị của BH.

Cách thức này cho phép tất cả các cổ đông của Berkshire nếu muốn có thể duy trì tỷ suất lợi ích của họ trong ngân hàng cũng như trong Berkshire. (Có một ngoại lệ cho điều này: Buffett chỉ được phép giữ 80% cổ phần của mình theo yêu cầu của các nhà hành pháp trong lĩnh vực ngân hàng). Cổ phiếu của Berkshire được giao dịch ở mức giá 425 đô và do đó, ngân hàng này được định giá ở mức 425 đô x 41.086 cổ phiếu hay 17.5 triệu đô.

Ngoài ra, các cổ đông rất có thể không nắm giữ cổ phần trong ngân hàng hoặc BH bởi họ có thể trao đổi một số cổ phần ngân hàng được phân bổ cho BH hoặc ngược lại.

### **Những lời gửi gắm từ Buffett**

Thật không may, Eugene Abegg qua đời vào tháng Bảy năm 1980. Buffett đã viết về tình bạn của họ như sau:

"Với tư cách là một người bạn, một chuyên gia ngân hàng và công dân, ông đã luôn vượt trội.

Bạn học hỏi được rất nhiều về một người khi bạn mua lại doanh nghiệp và sau đó ông ấy vẫn tiếp tục điều hành nó với tư cách một nhân viên chứ không phải một ông chủ... Kể từ lần gặp mặt đầu tiên cho đến nay, Gene đã luôn thẳng thắn 100% - một tính cách luôn có

sẵn trong ông. Ngay khi bắt đầu đàm phán, ông đã nói hết tất cả các yếu tố tiêu cực; mặt khác, trong nhiều năm sau khi giao dịch đã được hoàn thành, ông vẫn thỉnh thoảng nói cho tôi biết một số giá trị trước đó chưa được thảo luận đi kèm với thương vụ mua bán của chúng tôi...

Gene chưa từng quên mình đang quản lý tiền của người khác. Mặc dù thái độ uỷ thác này luôn chiếm ưu thế, kỹ năng quản lý tuyệt vời của ông đã giúp ngân hàng thường xuyên đạt được vị trí hàng đầu trên toàn quốc về lợi nhuận...

Hàng tá cư dân của Rockford nhiều năm qua đã nói với tôi về những giúp đỡ Gene dành cho họ. Trong một số trường hợp, có thể là sự trợ giúp về tài chính và trong mọi trường hợp khác là những lời khuyên đầy trí tuệ, sự thấu cảm và tình bạn. Ông cũng đã làm điều đó với tôi. Bởi sự khác biệt về tuổi tác và vị trí của chúng tôi, đôi khi tôi sẽ là đối tác cấp thấp, đôi khi là cấp cao. Cho dù mối quan hệ của chúng tôi là gì, nó cũng vô cùng đặc biệt, và tôi nhớ điều đó."<sup>60</sup>

## **Bài học đúc kết**

1. Đầu tư vào các doanh nghiệp xuất sắc với giá cả hợp lý. Nếu một doanh nghiệp đã cho thấy năng lực thu nhập cao trong quá khứ và chúng ta có mọi lý do để nghĩ rằng thu nhập này khả năng sẽ phát triển, vậy việc trả một mức giá đầy đủ cho doanh nghiệp này là hoàn toàn xứng đáng.
2. Thậm chí tốt hơn nếu bạn có thể mua được một doanh nghiệp ở một mức giá thấp và rồi phát triển nó. Trong vòng một thập kỷ, Ngân hàng Quốc gia Illinois đã tăng thu nhập hằng năm lên 150%, đạt tới 5 triệu đô la và tăng gấp bốn lần giá trị.
3. Mua phần lớn các công ty lớn - khi Buffett tìm được những công ty lớn như thế này, ông đã mua càng nhiều càng tốt.
4. Người sáng lập công ty quan tâm nhiều đến việc ai là người mua doanh nghiệp của mình, thay vì chỉ chăm chăm bán được giá cao

nhất là một dấu hiệu rất tốt. Buffett biết rằng nếu nhà quản lý để tâm nhiều đến giá bán cao và ít hơn về triết lý quản lý của tổ chức thu mua thì khả năng cao việc sáp nhập sẽ không thành công. Buffett đã thuê các nhà quản lý như Eugene Abegg, hay Ben Rosner của Associated Retail Stores, những người "điều hành các hoạt động kinh doanh của họ cho Berkshire với sự cẩn thận và với một động lực như thể họ đang sở hữu 100% các doanh nghiệp này". Thái độ này nên được "thấm nhuần trong đặc tính" của các nhà quản lý giỏi.<sup>61</sup>

5. Các ngân hàng chú trọng dịch vụ ngân hàng đơn giản với chi phí thấp, đề cao sự tăng trưởng ổn định và có tính rủi ro thấp là một viễn cảnh hoàn toàn khác biệt so với các ngân hàng phức hợp, những ngân hàng tham gia vào các dẫn xuất phức tạp và vay mượn từ thị trường, nơi các chuyên gia khối ngân hàng đầu tư kiến tạo nên nền văn hoá.

6. Một nhà quản lý liên tục nỗ lực gia tăng hiệu quả và tiết kiệm chi phí là một người nên được ủng hộ. Những hành động này sẽ làm sâu rộng lợi thế cạnh tranh.

# Thương vụ số 16 Thời báo Omaha Sun

Tóm tắt thỏa thuận



B

uffett bắt đầu năm 1968 với tài sản ròng Quỹ đối tác là 68.108.088 đô, đạt được lợi tức 35,9% vào năm 1967. Nhưng ông chẳng vui vẻ chút nào. Thị trường ngày càng bị thúc đẩy bởi các cơn sốt đầu cơ và các thủ đoạn kế toán, khiến ông càng ngày càng lo lắng.

## Thái độ của Buffett

Điều quan trọng là chúng ta phải hiểu được suy nghĩ của Buffett. Việc kiếm tiền bằng cách theo dõi cổ phiếu của mình tăng lên trên thị trường không đủ để khiến ông hài lòng. Sự hài lòng đến từ việc chứng minh rằng các lập luận phân tích của ông là đúng đắn. Điều này được biểu hiện thông qua hiệu suất của các công ty ông lựa chọn với hệ quả là sự gia tăng giá cổ phiếu sau đó của chúng.

Phân tích logic đầu tiên, tiếp theo là thành công kinh doanh, tiếp theo là tăng giá cổ phiếu. Đó là những điều có lý, sự tuân tự chính xác trong vũ trụ đầu tư. Việc chứng kiến một khoản đầu tư mình lựa chọn tăng lên 100% chỉ trong vài tuần nhờ được đẩy giá cho các mục tiêu ngắn hạn khiến ông quan ngại, chứ không lấy gì làm vui vẻ. Các khoản lợi nhuận được thực hiện một cách phi lý được loại bỏ nhanh chóng cũng theo một cách phi lý như vậy.

## Các trò chơi

Buffett đã rất băn khoăn cho rằng các trò chơi này sẽ dẫn đến các tổn thất nghiêm trọng lâu dài đến cơ chế thị trường quan trọng

mang tính xã hội trong đầu tư vốn cổ phần. Sự thao túng đầy hoài nghi này sẽ dẫn đến thất bại, và thất bại sẽ dẫn đến nỗi sợ hãi và chán nản về ý tưởng đầu tư vào các công ty, điều tốt cuộc sẽ làm giảm dòng vốn cho các doanh nghiệp quan trọng.

Trong lá thư gửi các đối tác của mình vào tháng Bảy năm 1968, Buffett đã viết rằng:

"Một khoản tiền khổng lồ đang chịu ảnh hưởng bởi những người tham gia (dù bạn là nhà sáng lập, nhân viên hàng đầu, cổ vấn chuyên nghiệp, ngân hàng đầu tư hay nhà đầu cơ chứng khoán... ) trong một chuỗi mất xích các cổ phiếu được quảng bá đang thịnh hành. Thị trường này được chơi bởi những kẻ cả tin, những gã tự thôi miên, và những kẻ hoài nghi."<sup>62</sup>

Đối với những kẻ thao túng thị trường nhằm tạo ra ảo tưởng, cách phổ biến nhất để làm được điều này là thông qua các con số kế toán. Buffett nói rằng:

"Việc này thường đòi hỏi phải méo mó về mặt kế toán (một nhà khởi nghiệp tiên bộ đã nói với tôi rằng ông ta tin vào 'các con số kế toán ẩn tượng và giàu trí tưởng tượng'), bao gồm cả thủ thuật về tư bản hoá cùng việc ngụy trang bản chất thật sự của các doanh nghiệp đang hoạt động. Sản phẩm cuối cùng là sự phổ biến, sự kính trọng và lợi nhuận khổng lồ."<sup>63</sup>

Dù khước từ sự điên rồ của thế giới này, Buffett ít nhất vẫn có được sự thoải mái nhờ tạo ra lợi nhuận cho các đối tác của mình: "Thành thật mà nói, hiệu suất của chúng tôi được cải thiện đáng kể một cách gián tiếp nhờ sự ra đời của các hoạt động như thế này... nếu không chúng tôi có thể đã không gặt hái được nhiều phần thưởng từ thị trường."<sup>64</sup> Quỹ đối tác đã thu về khoản tiền lớn một cách khác thường trị giá 40 triệu đô hay 58,8% lợi tức vào năm 1968. Trong năm 1969, Buffett đã quản lý số tài sản trị giá 104 triệu đô.

Buffett lưu giữ mảnh báo về cuộc sụp đổ năm 1929 trên bức tường văn phòng của mình để nhắc nhở bản thân về hậu quả của tình

trạng cuồng loạn này. Nó có vẻ thú vị, nhưng việc chơi đùa với nó có thể dẫn đến nguy cơ phá huỷ hai quy tắc quan trọng nhất trong đầu tư của Buffett:

Quy tắc 1: Không để mất tiền.

Quy tắc 2: Đừng quên quy tắc số 1.

## **Thời báo Omaha Sun**

Buffett, kể từ những ngày giao báo cho tờ *Washington Post*, đã luôn quan tâm sâu sắc đến báo chí chất lượng. Thật vậy, ông dựa vào thông tin báo chí để giúp phát triển các ý tưởng của mình. Cả ông và Charlie Munger đều rất tôn trọng sự phân tích, phê bình và điều tra của giới báo chí. Thời gian vô cùng quý giá - những gì bạn chọn đọc có thể giúp hình thành con người bạn, cũng như giúp làm tăng kiến thức của bạn theo cả chiều rộng và chiều sâu của kiến thức.

### *Cơ hội*

Năm 1968, khi Buffett chuyển trọng tâm sang các công ty nhỏ mà ông có thể kiểm soát, ông khá thích ý tưởng trở thành chủ một tờ báo, đặc biệt nếu tờ báo đó được bán với giá hợp lý. Và rồi cơ hội đã phát sinh, dù rất nhỏ. Vợ ông, Susie, biết Stanford Lipsey, chủ sở hữu cũng như nhà xuất bản của thời báo Omaha Sun. Một ngày Lipsey đến văn phòng của Buffett ở Kiewit Plaza và nói rằng ông ta muốn bán nó.

Công ty này xuất bản được sáu tờ thời báo ra hằng tuần tập trung tại khu vực Omaha mở rộng, với tổng lượng phát hành là 50.000 bản và doanh thu hằng năm khoảng 1 triệu đô la. Các bài viết của các thời báo này chứa đựng những câu chuyện thông thường của địa phương về những gì đang xảy ra trong khu phố. Nhưng họ cũng điều tra những câu chuyện mà tờ báo nổi tiếng ở Omaha có tên Omaha World-Herald bỏ lỡ hoặc e ngại không in. Thông thường những việc này liên quan đến những sai lầm và tội lỗi của những người trong văn phòng địa phương và của những người Omaha nổi tiếng khác.

Ngay cả Lipseý cũng chỉ quan tâm đến triển vọng kinh doanh của các tờ báo, vì vậy có thể Buffett đã được thúc đẩy phần lớn bởi tầm quan trọng của việc điều tra và làm báo thực thụ chứ không phải bởi đây là một cơ hội đầu tư tốt. Dù thế nào đi nữa, họ đã đạt được thỏa thuận chỉ trong 20 phút. Buffett sau đó tuyên bố rằng ông đã trả 1.25 triệu đô cho một công ty ông hy vọng sẽ mang lại cho ông 100.000 đô la (tương đương với tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư 8%). Lipseý tiếp tục là tổng biên tập. Lợi tức 8% thấp hơn so với mong đợi thông thường của Buffett, nhưng hãy nhớ rằng ông không thể tìm thấy nhiều cơ hội đầu tư khác vào thời điểm đó, do đó có rất nhiều tiền nhàn rỗi của đối tác.

Cũng có một sự cân nhắc khác ở đây: Buffett nhận thấy ở một số thị trấn chỉ có một tờ báo. Điều này mang lại đòn bẩy về giá. Buffett có thể đạt được một chỗ đứng vững chắc và có một số kinh nghiệm trong lĩnh vực xuất bản, điều ông hy vọng sẽ giúp ông đứng vững trước những cuộc phiêu lưu trong tương lai (và thực sự nó đã giúp được ông). Việc chuyển đổi quyền sở hữu đã diễn ra vào ngày 1 tháng 1 năm 1969. Tất cả cổ phần được Berkshire Hathaway mua lại.

### **Buffett, người đoạt giải Pulitzer**

Buffett, giám đốc điều hành tự hào của tờ Omaha Sun, với một lượng xuất bản nhỏ đang phấn đấu để đạt được lợi nhuận mục tiêu 100.000 đô, có hiểu biết rất sâu sắc về quê hương của mình. Ông sở hữu một số thông tin mạnh mẽ cho thấy dấu hiệu một vụ xì-căng-đan tại một trong những tổ chức từ thiện được yêu thích của quốc gia, có trụ sở tại Omaha.

Boys Town được Cha Flanagan, một linh mục người Ai-len, thành lập vào năm 1917, là nơi nương tựa của những bé trai vô gia cư. Vào giữa những năm 1930, nó đã có 160 mẫu đất, một trường học và một số dụng cụ thể thao. Nó đã có một sức hút tuyệt vời và trở nên nổi tiếng vào năm 1938 khi được miêu tả trong bộ phim Boys Town giành giải Oscar, trong đó Spencer Tracy và Mickey Rooney đóng vai chính. Sau thành công của bộ phim, tổ chức này gây quỹ trên phạm vi toàn quốc, thường xuyên gửi đi hàng triệu lá thư mời

gọi. Các lá thư ngụ ý rằng các bé trai sẽ trở nên đói khát nếu không có tiền viện trợ và nhờ thế, tiền cứ vậy đổ vào. Boys Town mở rộng lên đến 1.300 mẫu Anh và vào năm 1971 nó là nơi trú ngụ của 665 bé trai và sử dụng 600 nhân viên.

*Nhưng mọi thứ đã bắt đầu trở nên chua chát*

Các bé trai bị giam lỏng ở mức độ cô lập cao - trong trường, không liên lạc với các bé gái, chỉ được một khách viếng thăm mỗi tháng (cần được chấp thuận trước) và các bức thư gửi ra gửi vào đều bị kiểm duyệt. Điều này đã đủ tồi tệ rồi, nhưng trọng tâm chính của Buffett và biên tập viên của ông tại thời báo Omaha Sun, Paul Williams, là cách những đồng tiền được gây quỹ và chi tiêu.

Khi tiếp thị tới các nhà tài trợ, Boys Town tuyên bố rằng nó không có nguồn tiền từ nhà thờ, nhà nước hay chính phủ liên bang. Nhưng, hóa ra chính phủ bang Nebraska thực sự có tài trợ tổ chức này. Nhiều cuộc điều tra tiếp theo được triển khai. Buffett thích đi vòng quanh Omaha trình thám cùng với các nhà báo chuyên nghiệp. Ông đã giúp đỡ tìm kiếm các con số về tổ chức từ thiện này. Người ta phát hiện ra rằng 50 triệu bức thư được gửi hằng năm đã mang lại một số tiền khổng lồ cho tổ chức này (khoảng 25 triệu đô la một năm), và rằng lượng tiền mặt đã tăng lên khoảng 18 triệu đô mỗi năm: gấp bốn lần số tiền mà tổ chức từ thiện này chi tiêu. Tổng số đã đạt lên tới 209 triệu đô (khoảng 300.000 đô cho một cậu bé), vậy mà họ vẫn tiếp tục nài nỉ dân Mỹ quyên góp. Nó thậm chí còn có hai tài khoản tại ngân hàng Thụy Sĩ. Ngoài ra, Boys Town thiếu hệ thống kiểm soát tài chính để quản lý số tiền nhận được - không có kế hoạch chi tiêu cần thiết, hay thậm chí là ngân sách. Boys Town đã quản lý tiền của người khác một cách sai trái – tất cả chúng ta đều biết rằng Buffett coi đó như một trọng tội.

*Phản thưởng*

Bài báo được xuất bản vào tháng Ba năm 1972. Nó đã trở thành một vụ bê bối quốc gia và tất cả các hoạt động gây quỹ đã bị đình chỉ. Năm sau đó, trong khi tờ Washington Post giành được Pulitzer về báo cáo điều tra vụ bê bối Watergate, thời báo Omaha Sun nhỏ

nhấn giành được giải thưởng cho các báo cáo điều tra chuyên ngành tại địa phương.

*Với ánh sáng mặt trời thanh tẩy, Boys Town được cải tổ*

Kể từ thời điểm đó, Boys Town đã tăng chi tiêu cho các dự án và cải mở hơn trong vấn đề tài chính của mình. Hội đồng quản trị cũng như bộ máy làm việc của nó đều được thay đổi. Nó mở rộng cửa đón nhận các nhà tư vấn và chuyển sang một mô hình gia đình cho phép các bé trai sống tại các gia đình và được chăm sóc bởi các cặp vợ chồng. Ngày nay, Boys Town là một nhà tiên phong tầm cỡ quốc gia về kỹ năng làm cha mẹ cũng như trong việc nghiên cứu và điều trị suy giảm khả năng nghe ở trẻ, được đánh giá cao về tính minh bạch.

Nhưng trong khi Boys Town biến đổi ngoạn mục, Omaha Sun lại là một thất bại về mặt tài chính. Nó chỉ là tờ báo hạng hai kém cỏi trong thành phố. Khi nó cuối cùng được bán lại vào năm 1980, chủ sở hữu mới người Chicago cũng không thể làm cho nó hoạt động hiệu quả và đóng cửa nó vĩnh viễn vào năm 1983. Đối thủ cạnh tranh của nó, tờ Omaha World-Herald, vẫn phát triển cho đến ngày nay, phủ rộng các vấn đề mang tầm địa phương, quốc gia và cả quốc tế.

## **Bài học đúc kết**

1. Có nhiều điều trong cuộc sống ngoài lợi ích tài chính ngắn hạn. Buffett đã sử dụng một tỷ lệ rất nhỏ trong quỹ của mình để đầu tư vào một tờ báo giỏi nhất cũng chỉ tạo ra một lợi nhuận khiêm tốn. Nhưng đôi khi cũng đáng để đầu tư vào giá trị trong tương lai. Buffett luôn nói rằng ông là một người đàn ông rất may mắn. Ông kiếm được rất nhiều tiền vì đã may mắn được sinh ra trong một xã hội với những thể chế tốt: pháp quyền, quyền sở hữu, xã hội dân sự mạnh mẽ, việc kiểm tra và cân bằng được chú trọng, bao gồm cả tự do báo chí.

Những điều này là vô cùng quý giá, chúng cho phép chúng ta tự do phát triển. Buffett có thể đã xem việc sử dụng 1,5% quỹ để giúp bảo

về các tổ chức này như một cách đóng góp cho điều đó. Lợi nhuận kì vọng 8% có thể phát sinh như một khoản tiền thưởng, nhưng đáng tiếc đã không được như vậy.

2. Lệ phí cho việc được giáo dục. Buffett tin rằng có một số thương hiệu xuất sắc trong giới báo chí tại Mỹ. Vào thời kì đó, nếu bạn muốn quảng cáo doanh nghiệp của mình, cho dù là bán xe ô tô, nhà cửa hay cửa hàng tạp hóa, bạn chỉ có cách sử dụng các tờ báo địa phương. Hầu hết người Mỹ đều sống ở các thị trấn chỉ có một tờ báo. 1.25 triệu đô cùng với việc thu được lợi nhuận thấp để tìm hiểu thêm về việc kinh doanh này là một cái giá nhỏ cho Buffett. Vào thời điểm đó, Buffett đã phát triển mối quan tâm trong việc tìm hiểu cách các tờ báo hoạt động về mặt kinh tế, cũng như các chi tiết về công việc của họ, tương tự như sự tập trung trước đó ông dành cho việc tìm hiểu tường tận về kinh doanh bảo hiểm. Bước đi khởi đầu vào thế giới báo này về sau đã dẫn đến lợi nhuận cao tại Buffalo Evening News, và cũng thu được lợi tức gấp 20 lần trong thương vụ đầu tư vào Washington Post. Gần đây, vào năm 2012, BH cũng đã mua 63 tờ báo địa phương.

3. Giữ lại những người tốt. Stan Lipsey đã trở thành một người bạn tốt của Buffett. Ông có những phẩm chất tuyệt vời của một người đàn ông và của một nhà báo. Một vài năm sau đó, tờ Buffalo Evening News gặp rắc rối nghiêm trọng. Stan Lipsey là người Buffett thuyết phục để đến giải quyết nó. Ông đã lãnh đạo Buffalo Evening News như một nhân vật quan trọng đáng tin cậy của Buffett trong 32 năm cho đến năm 2012. Vào ngày ông nghỉ hưu, Buffett được hỏi về bí quyết thành công của Lipsey. "Ông ấy rất đam mê báo chí", ông trả lời. "Ông ấy đã 85 tuổi, và ông ấy vẫn luôn chuyển động - một cách tích cực. Và ông ấy yêu các tờ báo. Bạn đặt động lực và niềm đam mê đó bên nhau, và bạn sẽ mang lại những kết quả đáng kinh ngạc."<sup>65</sup>

4. Đừng quên yếu tố định tính. Nếu ai đó nói với bạn rằng thành công của Buffett nằm hoàn toàn ở hiểu biết về các con số tài chính và thị trường tài chính, bạn sẽ biết rằng mình đang nói chuyện với một người chưa thực sự hiểu ông. Con người và các mối quan hệ

thực sự rất quan trọng với Buffett. Thêm vào đó, các phân tích định tính, với tất cả sự trơn tuột và thiếu chính xác của nó, lại là trọng tâm để đạt được một góc nhìn sắc cạnh.

# Thương vụ số 17 Thêm các công ty bảo hiểm

Tóm tắt thỏa thuận



N

ăm 1969, Quỹ đối tác của Buffett đã trở nên khá phức tạp. Phần lớn tiền của nó được đầu tư vào cổ phần thiểu số của các công ty niêm yết, nhưng một khoản tiền đáng kể đã được đầu tư vào hai cổ phần lớn. Đầu tiên là Diversified Retailing (nắm giữ Associated Retail Stores) mà công ty này chiếm 80% vốn, với 10% vốn từ quỹ đầu tư của Charlie Munger và 10% từ quỹ Sandy Gottesman (Công ty First Manhattan).

Quỹ đối tác này cũng sở hữu 70,3% cổ phần của Berkshire Hathaway (691.441 trong số 983.582 cổ phiếu). Công ty này, dưới sự lãnh đạo của Chủ tịch Ken Chace đã có nhiều biến đổi. Chace đã viết cho các cổ đông của BH vào đầu năm 1970 để giải thích những gì đã xảy ra: "Cách đây 4 năm, lãnh đạo của bạn đã cam kết phát triển nguồn thu nhập đáng kể và ổn định hơn những gì có vẻ khả thi, nếu vốn tiếp tục được đổ vào ngành dệt."<sup>66</sup> Ông nói rằng ban đầu Buffett bỏ tiền thu được từ hàng dệt may vào các chứng khoán có tính thanh khoản, "trong lúc chờ đợi việc mua lại các doanh nghiệp hoạt động đáp ứng đầy đủ các tiêu chí đầu tư và quản lý của chúng tôi."<sup>67</sup> Chace đã không thể làm được điều này một mình. Ông cần Buffett thúc đẩy, mang lại các lợi thế về mặt phân tích, con mắt sắc sảo dò tìm qua hàng loạt các ngành công nghiệp, để có thể chuyển dịch vốn từ hàng dệt may sang các ngành hàng hoá và dịch vụ khác.

Chace đã rất ngạc nhiên khi khám phá ra chiến lược này đã thành công đến thế nào. Bức thư ông viết cho các cổ đông của BH vào tháng Tư năm 1970 đã chỉ ra rằng các đối thủ cạnh tranh đã mắc phải sai lầm lớn trong việc thu hẹp phạm vi chiến lược chỉ tập trung vào hàng dệt may. Ông viết, "các công ty đó tiếp tục cam kết một khoản tiền lớn để mở rộng ngành dệt", và việc này đã mang lại "lợi nhuận hoàn toàn không tương xứng". Ngược lại, BH đã thực hiện hai vụ mua lại doanh nghiệp lớn. Cú thúc đẩy mà hai giao dịch mang lại cho BH tương đồng với việc công ty có thể đạt được "tổng lợi nhuận ở mức hơn 10% trên vốn cổ phần trung bình của năm ngoái, bù đắp lại cho mức lợi nhuận chỉ đạt ít hơn 5% từ phần vốn đầu tư trong lĩnh vực kinh doanh dệt may."

Như vậy, có thể suy luận rằng hai doanh nghiệp được mua mang lại tỷ suất lợi nhuận cao hơn 10% rất nhiều. Đến nay doanh nghiệp này cũng chỉ sử dụng khoảng 16 triệu đô cho lĩnh vực dệt may.

### **Berkshire Hathaway biến thành một công ty chuyên đầu tư**

Trong hai năm 1968 và 1969, Berkshire Hathaway đã bán toàn bộ chứng khoán, phần lớn là cổ phiếu, nắm giữ nhiều tiền mặt hơn để đảm bảo nguồn lực mua lại và kiểm soát các công ty trong tương lai. Vô cùng hạnh phúc, Chace thông báo rằng công ty thu được lợi nhuận sau thuế hơn 5 triệu đô la từ chứng khoán. Phải nhớ rằng vào năm 1965, BH có vốn hóa thị trường dưới 20 triệu, giá trị tài sản ròng là 22 triệu đô, và chỉ thu được lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh duy nhất của nó, do đó khoản tăng trưởng 5 triệu đô này thực sự có ý nghĩa.

Khoản lợi nhuận này đã mang lại khoản vốn quan trọng tạo thuận lợi cho việc mua lại 97,7% cổ phần của Ngân hàng quốc gia Illinois vào năm 1969, tạo ra lợi nhuận khổng lồ cho công ty mẹ (xem Thương vụ số 15). Ngân hàng này đã hình thành nên một trụ cột vững chắc giúp xây dựng đế chế kinh doanh, cùng với việc National Indemnity được mua lại vào năm 1967 với giá 6.8 triệu đô (khoản tiền này được lấy từ hoạt động dệt may của BH). Việc kinh doanh bảo hiểm có được một năm lợi nhuận vào năm 1969, nhờ thế mà Buffett có được khoản tiền mặt từ National Indemnity và công ty anh

em của nó – công ty bảo hiểm National Fire and Marine (được mua vào năm 1967) để đầu tư vào chứng khoán mà không mất thêm chi phí. Mạng bảo hiểm của Berkshire Hathaway cũng được mở rộng thêm như những gì Ken Chace mô tả ở dưới đây:

"Bộ phận bảo lãnh mới của chúng tôi, mặc dù còn nhỏ, nhưng có tiến triển tốt trong cả năm. Chúng tôi đang bước vào thị trường bồi thường cho người lao động tại California thông qua việc thành lập văn phòng chi nhánh tại Los Angeles. Bộ phận tái bảo hiểm mới của chúng tôi có thể nói đã có một khởi đầu mạnh mẽ... Chúng tôi cũng có các kế hoạch thú vị cho hoạt động kinh doanh bảo hiểm tại tiểu bang mới."<sup>68</sup>

Một công ty nhỏ như vậy mà đã suy nghĩ về tái bảo hiểm, việc này cho thấy rằng Buffett và Chace đã nghĩ đến nó từ rất sớm.

### **Một số công ty được bổ sung vào bộ sưu tập**

BH cũng nắm giữ thời báo *Omaha Sun*, nhưng việc đó không có ý nghĩa về mặt tài chính. Sau đó nó cũng thu tóm hai công ty nhỏ khác vào năm 1969. Đó là công ty Blacker Printing (100% vốn của BH), được liên kết với tờ Sun và đại lý bảo hiểm Gateway (70% thuộc sở hữu của BH). Đây là một sự bổ sung vô cùng hữu ích cho bộ phận bảo hiểm. Gateway đã (và vẫn) hoạt động với tư cách một cơ quan bảo hiểm bán buôn kết nối các đại lý bảo hiểm có năng lực thanh toán.

Đến thời điểm này, Buffett tuyên bố rằng ưu tiên của ông là tập trung vào các công ty thuộc sở hữu đa số. Bởi vậy, Chace tuyên bố rằng ông không lường trước được "bất cứ kế hoạch mua lại chứng khoán nào trong tương lai" cho Berkshire Hathaway. Đây quả là một tuyên bố thú vị bởi Berkshire Hathaway sau này trở nên nổi tiếng khi mua các cổ phiếu như Washington Post và Coca-Cola, và kiếm được bội tiền từ chúng. Đây là một chỉ số khác thể hiện việc lên chiến lược kinh doanh đã không theo kế hoạch tổng quan của Buffett cũng như không tuân thủ nhiều nguyên tắc tổng quát của ông, thực tế họ có nhiều chiến thuật khác nhau ở những thời điểm khác nhau.

Các nguyên tắc bao gồm:

- Tìm kiếm mức lợi tức cao từ vốn.
- Giữ rủi ro ở mức thấp, chẳng hạn như rủi ro khi vay một khoản tiền lớn.
- Là nhà đầu tư chứ không phải là người đầu cơ, điều đó có nghĩa là phân tích kinh doanh, tìm kiếm lợi nhuận hợp lý và xây dựng một biên độ an toàn.

### **Sử dụng vốn đầu tư**

Mặc dù có khoảng 16 triệu đô sử dụng cho lĩnh vực dệt may, Ngân hàng Illinois có 17 triệu đô tài sản hữu hình ròng của BH và công ty bảo hiểm chiếm xấp xỉ 15 triệu đô vốn của BH.

Đặt lợi nhuận từ lĩnh vực ngân hàng và bảo hiểm cùng nhau, Buffett ước tính "lợi nhuận thu được từ hoạt động kinh doanh bình thường của họ khoảng 4 đô/cổ phiếu".<sup>69</sup> Đây là một con số khá tốt vì các đối tác này trung bình phải trả 14.86 đô cho mỗi cổ phiếu của BH.

Hơn nữa, Buffett đã đánh giá rằng Diversified Retailing và Berkshire Hathaway đều có triển vọng phát triển tốt trong tương lai: "Ý kiến cá nhân của tôi là giá trị nội tại của DRC và BH sẽ tăng đáng kể sau nhiều năm. Tuy không ai biết trước được tương lai, nhưng tôi sẽ rất thất vọng nếu sự tăng trưởng đó không ở mức xấp xỉ 10% mỗi năm. Giá cổ phiếu trên thị trường dao động ở biên độ lớn xung quanh giá trị nội tại nhưng, về lâu dài, giá trị nội tại hầu như luôn luôn được phản ánh tại một số thời điểm trên giá thị trường.

Bởi vậy, tôi nghĩ rằng cả hai chứng khoán này cần được nắm giữ lâu dài và tôi vui khi có một phần đáng kể giá trị ròng của mình được đầu tư vào chúng."<sup>70</sup>

Cả Chace và Buffett đều thể hiện rõ quan điểm rằng họ vẫn tiếp tục tìm kiếm các công ty phù hợp để mua lại.

## Bài học đúc kết

1. Các nguyên tắc tổng quát quan trọng hơn kế hoạch tổng quan. Lợi nhuận trên vốn đầu tư tốt từ các doanh nghiệp có rủi ro thấp mà họ có thể mua với giá hợp lý - đây là những nguyên tắc quan trọng có thể được áp dụng theo nhiều cách khác nhau. Khi áp dụng chúng, Buffet và BH đã được chúng dẫn dắt theo các hướng đi mà họ không thể dự kiến từ ban đầu.

2. Giá trị nội tại là trọng tâm của sự chú ý. Thị trường có thể làm cho giá cổ phiếu cách xa giá trị nội tại trong một thời gian, nhưng cuối cùng rồi sẽ vẫn phản ánh đúng nó.

3. Việc phân bổ vốn là trọng tâm hiệu quả đầu tư của Buffett. Việc đánh giá các công ty trong một số lĩnh vực công nghiệp đã giúp Buffett và các nhà quản lý của ông thoát khỏi việc bị tập trung vào chỉ một loại công ty.

Vốn đầu tư phân bổ cho một công ty có chi phí cơ hội được tính toán theo lợi tức từ đầu tư của phương án tốt thứ hai. Điều đó có nghĩa là, nếu tiền được phân bổ cho một công ty trong ngành công nghiệp A thì chúng ta cần lưu ý rằng cùng một khoản tiền đó không thể được phân bổ cho một công ty trong ngành công nghiệp B nữa. Vì vậy, khi đánh giá, cứ cho là chúng ta đạt được tỷ suất lợi nhuận 10% từ công ty đầu tiên, chúng ta cần phải so sánh nó với phương án sử dụng vốn đầu tư tốt nhất tiếp theo, trong trường hợp này là ngành công nghiệp B (giả sử rủi ro trong ngành A và B là như nhau). Nếu công ty trong ngành công nghiệp B dự kiến sẽ tạo ra lợi nhuận 9% mỗi năm thì khi đầu tư vào A chứ không phải B, chúng ta đã tạo ra giá trị. Nếu lựa chọn thay thế được ước tính trong nhiều công ty và nhiều ngành thì lợi tức trên vốn có thể tăng lên do có nhiều lựa chọn hơn.

# Thương vụ số 18 Sự đầu tư đúng mực của Buffet

T

rong lúc Warren Buffett bận rộn bổ sung các công ty con vào Berkshire Hathaway vào năm 1969, ông ngày càng lo lắng về thái độ của những người mua khác. Điều này được minh họa bằng tuyên bố của một nhà quản lý đầu tư tại một trong những quỹ tương hỗ hàng đầu khi đưa ra một dịch vụ tư vấn mới:

"Sự phức tạp của kinh tế quốc gia và quốc tế làm cho việc quản lý tiền bạc trở thành một công việc toàn thời gian. Một nhà quản lý tiền tệ tốt không thể duy trì một nghiên cứu chứng khoán trên cơ sở hàng tuần hay thậm chí hàng ngày. Chứng khoán phải được nghiên cứu từng phút một."<sup>71</sup>

Phản ứng của Buffett, với một vẻ bông đùa nhưng lại toát lên một khía cạnh trí tuệ cứng rắn là:

"Ồ! Những việc kiểu này khiến tôi cảm thấy có lỗi khi phải đi ra ngoài mua lon Pepsi quá. Khi được thực hiện bởi số lượng ngày càng lớn những người tham vọng với số tiền khổng lồ trên một số lượng hạn chế các chứng khoán phù hợp, kết quả trở nên rất khó lường trước. Một cách nào đó, thật hấp dẫn và cũng thật kinh khủng khi chứng kiến việc này."<sup>72</sup>

Buffett đã học được từ Graham, và đã tự nhắc nhở mình những điều sau:

- Đầu tư là phải hiểu về việc kinh doanh, bởi thế mà bạn cần tiến hành phân tích kỹ lưỡng.

- Những thay đổi giá cổ phiếu trên thị trường chứng khoán ngắn hạn hoặc thậm chí là trung hạn thường không liên quan đến những gì đang xảy ra trong cốt lõi doanh nghiệp của bạn. Về lâu dài, thị trường sẽ nhận ra giá trị nội tại, nhưng trong khoảng nhiều tháng (hoặc nhiều năm) ở giữa đó, bạn có thể chắc chắn rằng thị trường sẽ làm một số điều rất kỳ quặc.

Thông điệp này đến ngày hôm nay vẫn giữ nguyên giá trị như thời điểm năm 1969.

## **Không có gì để mua**

Buffett tiếp tục nói rằng khi giữ vững các nguyên tắc đầu tư của mình, ông cảm thấy rất khó tìm ra các công ty xứng đáng để đầu tư:

"Tôi không thể nhấn mạnh hơn rằng chất lượng và số lượng các ý tưởng hiện nay đang ở mức thấp nhất... Đôi khi tôi cảm thấy chúng ta nên có một tấm bảng trong văn phòng mình tương tự như một trong những trụ sở của Texas Instruments ở Dallas, trên đó viết rằng: 'Chúng tôi không tin vào phép lạ, chúng tôi dựa cả vào chúng.' Một cầu thủ bóng chày già nua, mập mạp với đôi chân và đôi mắt đã mất dần sự tinh anh có thể vẫn đánh được một cú home-run, nhưng bạn không thay đổi đội hình chỉ vì điều đó. Chúng ta có một số hoạt động tiêu cực quan trọng trong tương lai, và mặc dù chúng ta không nên làm điều vô ích, chắc chắn điều đó cũng chẳng giúp ta tăng thêm mức lợi nhuận trung bình."<sup>73</sup>

Cũng là một thông điệp tích cực từ tuyên bố này: đó là nếu bạn chấp nhận nguyên tắc đầu tư đúng đắn, bạn sẽ ngăn chặn được bản thân đầu tư tiền vào thời điểm không tìm thấy các món hời - quỹ đầu tư của bạn có thể tích lũy bằng tiền mặt. Để rồi khi các lựa chọn giá rẻ dồi dào, bạn có thể cho phép bản thân đầu tư lại. Phương pháp này giúp chúng ta miễn nhiễm khỏi sự tác động về mặt cảm xúc của thị trường.

## **Chi phí thấp**

Cũng trong khoảng thời gian này, Buffett đã đưa ra vài nhận xét về tính tiết kiệm, hoặc liệu có cần có một đội ngũ nghiên cứu lớn để trở thành một nhà quản lý quỹ thành công hay không: "Vào ngày 1 tháng 1 năm 1962, chúng tôi hợp nhất các quan hệ đối tác trước, bước ra khỏi phòng ngủ của mình và thuê đội ngũ nhân viên toàn thời gian đầu tiên của riêng mình. Tài sản ròng vào thời điểm đó là 7.178.500 đô. Từ thời điểm đó đến nay, tài sản ròng hiện tại của chúng tôi là 104.429.431 đô, và chúng tôi đã tuyển thêm một người vào biên chế."<sup>74</sup>

## **Buffett quyết định nghỉ hưu**

Buffett cuối cùng đã quá bức bối với môi trường đầu tư đến nỗi ông tuyên bố nghỉ hưu vào tuổi 38. Vào cuối tháng Năm năm 1969, ông đã gửi một bức thư làm các đối tác choáng váng.

Buffett chiêm nghiệm cả tâm trạng lo lắng mà thị trường cổ phiếu đã tự đẩy nó vào, cũng như các tổn thất cá nhân trong việc tiếp tục dồn toàn bộ sự nghiệp của mình vào việc phân tích cổ phiếu dẫn đến bỏ quên cuộc sống gia đình.

Khi ông lần đầu đề cập đến nhu cầu thay đổi định hướng của mình 18 tháng trước, ông đã phủ nhận việc mình muốn từ bỏ, ông nói rằng mình muốn thoải mái trở lại để có nhiều thời gian hơn cho gia đình và các mối quan tâm khác, để cố gắng xây dựng các công ty mình kiểm soát trong dài hạn, và để làm việc với những người mà ông yêu thích, tin cậy và ngưỡng mộ. Buffett muốn có được niềm vui trong việc xây dựng những mối quan hệ này, thậm chí kể cả khi điều đó có nghĩa là phải hạ thấp kì vọng về lợi nhuận hàng năm trên vốn đầu tư.

Trong suốt 18 tháng đó, đa số các đối tác cho rằng Buffett nên tiếp tục - thậm chí kể cả với những kỳ vọng lợi nhuận thấp hơn, ông vẫn sẽ vẫn là một nhà quản lý tiền tệ tuyệt vời. Nhưng đến tháng Năm năm 1969, Buffett đã quyết định ông muốn sớm chấm dứt quan hệ đối tác này.

*Thị trường không còn thuận lợi*

Đầu tiên, Buffett giải thích sự thất vọng của mình với thị trường:

"(1) Cơ hội đầu tư mở ra cho nhà phân tích chú trọng đến các yếu tố định lượng hầu như đã biến mất, sau những thay đổi trong suốt 20 năm qua;

(2) Tài sản trị giá 100 triệu đô của chúng tôi sẽ loại bỏ phần lớn thế giới đầu tư có vẻ cần cỗi này, vì cam kết dưới 3 triệu đô sẽ không thể có tác động thực sự lên hiệu suất chung của chúng tôi và điều này hầu như loại trừ các công ty có ít hơn 100 triệu đô cổ phần phổ thông theo giá thị trường; cũng như

(3) Sự sụt sùi trong đầu tư đã tạo ra một định hướng ngày càng ngắn hạn và (theo tôi) đây là một thị trường mang tính chất đầu cơ nhiều hơn."<sup>75</sup>

Ngay cả khi Buffett tìm thấy công ty giá rẻ (cụ thể ở đây là theo giá trị tài sản ròng hiện tại), họ thường là những công ty rất nhỏ mà ông không thể đầu tư, bởi vì ông sẽ phải mua một tỷ lệ lớn bất hợp lý cổ phiếu đã phát hành để có một tác động có ý nghĩa trên danh mục đầu tư.

Buffett đã phát chán với kiểu đo lường hiệu suất ngắn hạn của thị trường. Ông không muốn gặp rắc rối khi cố gắng cạnh tranh với những kẻ đầu tư ngắn hạn khi mong muốn của ông là gây dựng các công ty.

### *Những lý do cá nhân*

Với một tiếng thở dài, Buffett lưu ý rằng mình đã sớm thừa nhận nhu cầu giảm thiểu sự tập trung 100% vào Quỹ đối tác. Tuy nhiên, khi cố gắng làm vậy, rất rõ ràng là tư duy tâm lý của ông khiến ông không có khả năng giảm tốc - ông không thể chịu đựng được việc làm mọi người thất vọng, và ông luôn muốn trở thành người giỏi nhất trong mọi việc ông làm:

"Tôi đã hoàn toàn thất bại trong thử nghiệm này suốt 18 tháng qua... Miễn là tôi vẫn đang trên sân khấu, vẫn đang phải xuất những báo

cáo định kỳ và đảm nhận trách nhiệm quản lý 100% giá trị thực của nhiều đối tác, tôi sẽ không bao giờ có thể đặt một nỗ lực bền vững vào bất kỳ hoạt động nào không liên quan đến BPL... Tôi biết mình không muốn cả cuộc đời hoàn toàn cứ chạy mãi như con thỏ đầu tư. Cách duy nhất để sống chậm là dừng lại."<sup>76</sup>

Ông ta tiết lộ về tin gây chấn động này: "Bởi thế, trước khi năm nay kết thúc, tôi muốn gửi tới tất cả các đối tác thông báo chính thức về ý định nghỉ hưu của mình."<sup>77</sup>

### **Các đối tác đã được cung cấp ngôi nhà thay thế cho tiền của mình**

Buffett không muốn chỉ đơn giản từ bỏ các đối tác của mình vào năm 1969. Ông có một ý thức mạnh mẽ về trách nhiệm. Ông đã xem xét các khuyến nghị về nơi họ nên gửi khoản tiền họ nhận được từ ông, nếu họ không muốn tự đầu tư. Tư tưởng của ông được định hướng bởi những mục tiêu sau:

- Đề nghị một người quản lý quỹ thay thế. Người này phải có cả sự liêm khiết và năng lực. Anh ta/cô ta "sẽ làm việc tốt, thậm chí tốt hơn tôi trong tương lai (mặc dù không thể đạt được những gì ông ta/cô ta từng làm trong quá khứ)."<sup>(78)</sup> Việc này không có ý khiếm nhã gì hết, chỉ là Buffett nghĩ rằng ông sẽ không bao giờ đạt được những gì ông từng làm trong quá khứ. Một tiêu chí nữa là người quản lý này sẽ chào đón ngay cả những khoản tiền nhỏ và do đó sẽ chấp nhận ngay cả các đối tác với số tiền hạn chế.
- Các đối tác sẽ có quyền nhận tiền mặt và/hoặc các chứng khoán có tính thanh khoản của các công ty này, họ có thể cảm thấy "thích cả triển vọng và giá cả nhưng đối tác sẽ có thể tự do chuyển đổi thành tiền mặt nếu muốn".<sup>79</sup>
- Khả năng duy trì tỷ lệ cổ phần trong Berkshire Hathaway và Diversified Retailing. Các đối tác được cảnh báo rằng hai cổ phần này "không được bán tự do (bởi các điều khoản khác nhau của Ủy ban Chứng khoán áp dụng đối với cổ phiếu "kiểm soát" và cổ phiếu

không đăng ký) và có lẽ cả hai sẽ không thể chuyển nhượng cũng như không mang lại lợi nhuận trong một khoảng thời gian đáng kể."<sup>80</sup>

### *Một quyết định lớn*

Về cơ bản, Buffett muốn các đối tác của ông được tự do nhận tiền mặt hoặc cổ phần của một hoặc nhiều công ty nhỏ, những công ty có nhược điểm là có tính thanh khoản kém, hoặc không có tính thanh khoản và không có cổ tức. Nếu là bạn, bạn sẽ làm gì?

Tất nhiên, khi nhìn lại tất cả chúng ta đều sẽ đầu tư vào Berkshire Hathaway và trở thành triệu phú nhờ vài ngàn đô la ban đầu. Tuy nhiên, vào thời điểm đó, BH bao gồm một doanh nghiệp dệt may không mấy thành công, một công ty bảo hiểm nhỏ của Omaha thu được lợi nhuận khoảng 20% mỗi năm, một ngân hàng nhỏ có lợi nhuận cao, một tờ báo nhỏ và một vài doanh nghiệp thậm chí còn nhỏ hơn. Diversified Retailing thực ra chẳng đa dạng hóa chút nào - nó là một chuỗi các cửa hàng bán lẻ đồ rẻ tiền, chủ yếu là ở các khu vực xập xệ ở các thị trấn. Bởi vậy, đó không hẳn là một quyết định rõ ràng\*.

*\* Ở đây ý tác giả là tên công ty không phù hợp với tầm vóc thực sự của công ty giai đoạn đó. (ND)*

Tuy nhiên, đối với nhiều đối tác, yếu tố khiến họ lưỡng lự là việc Buffett tiếp tục hợp tác với cả BH và DR. Họ ủng hộ con người này, mặc dù thời đó chứng cứ về sự thành công của BH và DR còn rất ít ỏi. Buffett đã làm rõ những gì ông nghĩ về các công ty này (đặc biệt nhấn mạnh vào con người và các mối quan hệ) như sau:

"Tôi rất thích tất cả những người điều hành các công ty chúng tôi đang kiểm soát (giờ hiện có thêm Ngân hàng Quốc gia Illinois và Quỹ tín thác Rockford, Illinois, một ngân hàng trị giá 100 triệu đô hoạt động cực kỳ hiệu quả, được Berkshire Hathaway mua vào đầu năm nay) và muốn mối quan hệ kéo dài suốt cả cuộc đời. Tôi chắc chắn không muốn bán đi một doanh nghiệp được kiểm soát tốt bởi những người tôi yêu mến và ngưỡng mộ chỉ nhằm đạt được một

mức giá ngất ngưỡng. Tuy nhiên, một số điều kiện cụ thể cũng có thể khiến tôi phải bán một doanh nghiệp nào đó vào một số thời điểm."<sup>81</sup>

### *Buffett muốn ra đi với một tiếng vang lớn*

Buffett nói rằng ông có một mục tiêu cuối cùng cho Quỹ đối tác, đó là "ra đi với một tiếng vang lớn". Tuy nhiên, ông hoàn toàn hiểu điều này sẽ khó xảy ra và năm 1969 sẽ là một năm đầy khó khăn. Suy đoán khả quan nhất của ông là "chúng tôi sẽ mang lại kết quả hòa vốn vào năm 1969 trước khi phải thanh toán hàng tháng cho các đối tác."<sup>82</sup>

Buffett thừa nhận rằng ông sẽ hoãn lại việc chấm dứt Quỹ đối tác trong 1 hoặc 2 năm nếu thị trường chứng khoán có nhiều thuận lợi hơn trong việc tìm kiếm những viên đá quý: "Thẳng thắn mà nói, bất chấp tất cả các yếu tố đưa ra ở trên, tôi sẽ tiếp tục vận hành Quỹ đối tác vào năm 1970, hoặc thậm chí năm 1971, nếu tôi có một số ý tưởng hàng đầu. Không phải vì tôi muốn, mà đơn giản bởi vì tôi muốn kết thúc với một năm kinh doanh tốt, hơn là một năm với kết quả nghèo nàn. Tuy nhiên, tôi đơn giản là chẳng nhìn thấy bất cứ dấu hiệu sẵn có nào cho thấy hy vọng hợp lý vào một năm tăng trưởng tốt như vậy và tôi không có mong muốn rà soát xung quanh, hy vọng tìm kiếm được may mắn với tiền của người khác. Tôi không thích hợp với môi trường thị trường này và tôi không muốn làm hỏng một kỉ lục tuyệt vời bằng cách cố chơi một trò chơi mà tôi không hiểu, chỉ để ra đi như một gã anh hùng. Bởi vậy, chúng tôi sẽ thanh lý tài sản mình nắm giữ trong suốt cả năm."<sup>83</sup>

### **Bill Ruane được khuyến nghị làm nhà quản lý quỹ**

Buffett đã khá nhất quán trong việc mang lại lợi nhuận cho các đối tác của mình. Tuy nhiên, người mà ông đề xuất như một nhà quản lý quỹ hạng nhất mang tên Bill Ruane thì lại làm thất thoát 50% ngân quỹ của khách hàng vào năm 1962. Năm 1963, ông chỉ đủ hoà vốn. Và trong chín tháng đến tháng Mười năm 1969, khi Buffett khuyến nghị Ruane trong một lá thư gửi các đối tác, ông đã thua lỗ

khoảng 15%. Tôi cảm thấy một chút lịch sử đầu tư này rất mang tính khuyến khích. Buffett vẫn nhìn nhận Ruane là nhà quản lý hạng nhất, bất chấp những thể hiện yếu kém ngắn hạn. Câu hỏi chủ chốt ở đây là: Tại sao? Buffett đã nhìn thấy điều gì khi ông đánh giá Ruane là rất xuất sắc? Thứ nhất, đó là hiệu suất tổng thể. Từ năm 1956 đến năm 1961 và từ năm 1964 đến năm 1968, lợi nhuận trên tổng số tài khoản khách hàng cá nhân của Ruane trung bình lên tới trên 40% mỗi năm. Con số này còn tốt hơn so với những gì Buffett đạt được. Và quan trọng hơn là tính hợp lý của các nguyên tắc Ruane tuân thủ.

### *Bill Ruane - nhà đầu tư thứ thiệt*

Ruane tốt nghiệp Trường Kinh doanh Harvard năm 1949. Từ đó ông đã theo con đường của các học sinh sáng giá đến với Phố Wall. Nhưng sau đó, như những gì Buffett kể lại trong bài nói tuyệt vời của mình, "Các nhà siêu đầu tư tại Graham và Doddsville" (tại Đại học Columbia năm 1984)<sup>84</sup>, "ông nhận ra rằng ông cần phải có một nền tảng giáo dục kinh doanh thực sự, điều này đã đưa ông đến lớp học của Ben [Graham] tại Columbia." Đây chính là nơi chàng trai Buffett 21 tuổi đã gặp Ruane vào năm 1951. Buffett biết rõ nguồn gốc trí tuệ của Ruane.

Buffett coi Ruane là một nhà đầu tư thực sự và nói rằng ông "xếp thứ hạng cao nhất khi tổng hoà các yếu tố về tính liêm khiết, năng lực và khả năng tiếp tục sẵn sàng phục vụ tất cả các đối tác"<sup>85</sup>. Trong bức thư của mình, ông tiếp tục đánh giá nhân cách của Ruane: "Tôi có cơ hội tuyệt vời được chứng kiến những phẩm chất về tính cách, tính khí và trí tuệ của anh kể từ thời điểm đó. Nếu Susie và tôi phải chết trong khi con cái của chúng tôi còn là trẻ vị thành niên, anh ấy sẽ là một trong ba người được uỷ thác, trong đó chỉ có anh là được uỷ thác các vấn đề về đầu tư - hai người còn lại không có quyền quản lý đầu tư liên tục cho tất cả các đối tác, dù là lớn hay nhỏ."<sup>86</sup>

### *Một sự báo trước đầy logic*

Buffett quá lý trí và trung thực đến nỗi ông sẽ không bao giờ giới thiệu một nhân vật mà không hạn chế bớt khả năng, dù chỉ là bé nhất, rằng ông có thể nhầm:

"Không có cách nào để loại bỏ khả năng sai sót khi đánh giá một con người, đặc biệt trong những hành vi tương lai ở một môi trường ta chưa rõ. Tuy nhiên, quyết định phải được thực hiện - dù là tích cực hay thụ động - và tôi coi Bill là một quyết định có tỷ lệ xác suất đặc biệt cao về mặt con người và hiệu suất đầu tư. Tôi cũng cho rằng Bill có thể tiếp tục quản lý tiền bạc trong nhiều năm tới."<sup>87</sup>

*Các nhà đầu tư từ Graham và Doddsville có khuynh hướng nắm giữ cùng một cổ phần?*

Buffett lưu ý rằng phong cách đầu tư của Ruane, bất chấp nguồn gốc chung từ Graham và Dodd, vẫn rất khác với ông. Có rất ít chứng khoán cả hai người nắm giữ cùng một lúc.

Quả thật, trong buổi nói chuyện tại Columbia, Buffett nhấn mạnh đến hiệu suất của tám nhà đầu tư giá trị được lấy cảm hứng từ việc trực tiếp học hỏi từ Graham, nhưng lại có xu hướng nắm giữ những danh mục đầu tư hoàn toàn khác biệt. Walter Schloss (một trong bốn "nông dân" tại Graham-Newman năm 1954, tức một nhà phân tích chứ không phải một đối tác) tập trung vào dữ liệu định lượng và đầu tư một danh mục đầu tư rất đa dạng hóa (với trên 100 chứng khoán), trong khi Charlie Munger ở California thì nắm giữ một danh mục đầu tư tập trung các cổ phiếu nhượng quyền kinh tế xuất sắc, không chú trọng đến bảng cân đối kế toán.

Tuy nhiên cũng có một gốc rễ chung của các nhà đầu tư kiểu Graham và Dodd, ví dụ: Phân tích kinh doanh chứ không phải các trào lưu của thị trường chứng khoán.

1. Xây dựng một biên độ an toàn.
2. Chỉ tìm kiếm lợi nhuận hợp lý.

3. Hiểu và khai thác tâm trạng của Quý ông Thị trường hơn là hòa theo ông ta.

*Bill Ruane đã từng làm việc với các khoản tiền nhỏ*

Cho đến thời điểm khuyến nghị của Buffett, Ruane đã làm việc với khoảng từ 5 triệu đến 10 triệu đô. Nhưng đến năm 1969, số tiền này đã tăng lên từ 20 triệu đến 30 triệu đô. Việc này khiến Buffett lo lắng rằng Ruane có thể gặp phải vấn đề nếu ông ta cần đầu tư một khoản tiền lớn hơn nhiều:

- Quy mô lớn "sẽ có xu hướng làm giảm hiệu suất".<sup>88</sup> Sẽ có ít lựa chọn giá rẻ hơn bởi yêu cầu tối thiểu về vốn hóa thị trường.
- Ông ta có thể bị sa lầy trong những chi tiết của việc điều hành các hoạt động kinh doanh trong quản lý quỹ thay vì dành tất cả thời gian của mình để nghĩ về các khoản đầu tư.
- Nếu ông ta giỏi thì vẫn có khả năng "ngay cả những nhà quản lý đầu tư tuyệt vời trong suốt thập kỷ tiếp theo cũng sẽ chỉ tạo ra những lợi thế hạn chế thông qua việc quản lý thụ động" <sup>89</sup> do giai đoạn thị trường kỳ lạ mà ông ta phải vận hành.

Bất chấp những yếu tố tiêu cực này, Buffett nói rằng họ "không phải những kẻ yếu kém mang lại hiệu suất kinh khủng, mà có thể là những người mang đến hiệu suất trung bình. Tôi nghĩ đây là rủi ro chính mà bạn phải gánh chịu với Bill - và hiệu suất trung bình không phải là một nguy cơ khủng khiếp."<sup>90</sup> Ruane thành lập Quỹ Sequoia để quản lý số tiền thu được từ các đối tác của Buffett.

### **Sự chia tay đối tác của Buffett**

Vào cuối tháng Mười Một năm 1969, Buffett chính thức gửi thông báo trước 30 ngày về ý định nghỉ hưu của ông. Trong một lá thư trước đó, ông đã bày tỏ mong muốn của mình rằng mỗi đối tác sẽ nhận được một khoản thanh toán tiền mặt trị giá 56% khoản tiền đầu năm họ góp trong Quỹ đối tác. Tuy nhiên, bởi ông bán chứng

khoán nhiều hơn dự kiến, con số này đã tăng lên 64% vào tháng Một năm 1970.

Ngoài ra, họ sẽ có tỷ lệ sở hữu cổ phần trong Diversified Retailing và Berkshire Hathaway. Tuy nhiên, nếu họ chọn loại bỏ những cổ phiếu này, thì họ sẽ nhận được nhiều hơn từ 30% đến 35% trong số vốn đầu tư vào tháng 1 năm 1969. Việc này vẫn để lại một số vốn gắn liền với chứng khoán. Buffett dự kiến sẽ bán những chứng khoán này trong nửa đầu năm 1970. Các khoản thanh toán bằng tiền mặt vì vậy được kỳ vọng sẽ vẫn đến. Một cách lý trí, Buffett không muốn vội vã thúc đẩy quá trình này và nhờ vậy cho phép khả năng rằng ngay cả sau tháng Sáu năm 1970, chứng khoán vẫn có thể được duy trì để thanh lý và lần chia trả cuối cùng sẽ được thực hiện.

### *Hai công ty*

Vào cuối năm 1969, Quỹ đối tác Buffett sở hữu:

- 800.000 trong số 1.000.000 cổ phần của Công ty Diversified Retailing. Công ty này sở hữu 100% Associated Retail Stores.
- 691.441 trong tổng số 983.582 cổ phiếu (70%) tại Berkshire Hathaway.

Buffett không muốn quảng cáo thái quá về sự hấp dẫn của cổ phiếu hai công ty này, nhưng đã để cho đối tác của mình biết rằng ông sẽ bỏ phần lớn tài sản của mình vào chúng và ông tin rằng triển vọng của chúng là rất tốt.

### *Cái kết cho nghĩa vụ uỷ thác từ đối tác?*

Buffett thẳng thắn tuyên bố rằng mối quan hệ kỹ thuật giữa ông và các đối tác sắp sửa thay đổi. Đối với những người nắm giữ cổ phần của DRC và BH, Buffett sẽ chỉ đơn thuần là cổ đông và giám đốc. Ông sẽ không có những trách nhiệm về mặt đạo đức hay pháp luật của một đối tác quản lý nữa. Buffett nói rất rõ điều này theo cách

của mình, nhưng như chúng ta đã thấy, nó không phải là cách để ông lơ đi ý thức quản lý hay chủ nghĩa gia trưởng của mình.

Nếu bạn biết Warren Buffett, và chắc chắn nếu bạn từng gặp ông ta, bạn sẽ biết rằng ông ấy đối xử với các cổ đông như thể họ là đối tác của mình. Ông chào đón tất cả cổ đông của BH đến Omaha và cố gắng cung cấp cho họ nhiều thông tin về công ty nhất có thể. Và ông cung cấp các dịch vụ quản lý và đầu tư mà hầu như không đòi hỏi gì.

Nhưng vào thời điểm đó, ông đã cố gắng trút bỏ gánh nặng trách nhiệm khỏi đôi vai của mình. Ông nói trong lá thư ngày 5 tháng 12 năm 1969 rằng, ông không muốn có nghĩa vụ phải luôn nắm giữ những cổ phần này, và cũng không phải lúc nào cũng cam kết dành thời gian của mình cho chúng:

"Tôi muốn nhấn mạnh rằng tôi sẽ không quản lý hay luôn là đối tác với bạn trong những cổ phiếu này. Bạn được tự do làm những gì bạn muốn với cổ phiếu của bạn trong tương lai và tất nhiên tôi cũng vậy. Tôi nghĩ rằng khả năng cao là tôi sẽ duy trì vốn đầu tư vào DRC và BH trong một khoảng thời gian rất dài, nhưng tôi không muốn có bất cứ cam kết đạo đức ngầm nào, cũng như tôi không muốn tư vấn cho những người khác về tương lai các cổ phiếu này. Các công ty tất nhiên sẽ cung cấp thông tin cho tất cả các cổ đông về các hoạt động của họ, và bạn sẽ nhận được các báo cáo phát hành có thể là trên cơ sở nửa năm một lần. Nếu tôi còn tiếp tục nắm giữ các cổ phiếu này, như tôi kì vọng, mức độ tham gia của tôi trong hoạt động của họ có thể khác nhau tùy thuộc vào các mối bận tâm khác của tôi. Khả năng là tôi sẽ có một vị trí quan trọng trong các vấn đề về chính sách, nhưng tôi không muốn có nghĩa vụ đạo đức nào khác hơn một cổ đông thụ động, nếu tôi phát triển các mối bận tâm khác."<sup>91</sup>

## **Bài học đúc kết**

1. Tâm trạng thị trường có thể khiến các nhà đầu tư giá trị khó hiểu. Cần thận trọng vào những thời điểm đó.

2. Mức độ cân bằng với lượng tiền mặt cao là một chính sách phù hợp trong một danh mục đầu tư khi có rất ít giao dịch đầu tư có sẵn mang lại biên độ an toàn tốt.

3. Hãy cư xử với sự liêm khiết và chuyên cần với những người bạn hợp tác kinh doanh.

4. Các thống kê hiệu quả ngắn hạn (trong khoảng một năm đổ lại) không có ý nghĩa trong việc đánh giá khả năng đầu tư. Nếu các nguyên tắc đúng đắn được tuân thủ, hiệu quả sẽ đến.

5. Nhà đầu tư nhỏ có lợi thế của riêng mình. Họ có thể đầu tư vào các công ty có vốn hóa thị trường nhỏ, do đó mở rộng phạm vi các công ty có thể đầu tư.

# Thương vụ số 19 Công ty tem Blue Chip

Tóm tắt thỏa thuận



V

ào cuối năm 1969, Quỹ đối tác của Buffett đã nắm giữ một cổ phần đáng kể trong Công ty tem Blue Chip (viết tắt là BCS – Blue Chip Stamps) có giá trị khoảng 6% giá trị quỹ. Cổ phần này được tích lũy bắt đầu từ năm 1968, khi vốn hóa thị trường của BCS mới khoảng 40 triệu đô.

Charlie Munger, cùng người bạn và đồng nghiệp của Benjamin Graham có tên Rick Guerin, cũng đã phát hiện ra cơ hội tại Công ty tem Blue Chip và cũng mua cổ phần.

Cùng với các cổ phần khác, Buffett đã cố gắng bán 371.400 cổ phiếu BCS thuộc sở hữu của Quỹ đối tác này (chiếm 7,5% tổng số cổ phần của BCS) để ông có thể giao tiền mặt cho các đối tác. Ông nghĩ mình đã có được hợp đồng với mức giá 24 đô/cổ phiếu. Và rồi thị trường chứng khoán bị suy giảm, người mua muốn một mức giá thấp hơn nhiều, và rồi lại một mức giá thấp hơn nữa.

Cuối cùng, một lượng nhỏ cổ phiếu được bán ở nơi khác, nhưng số lượng lớn được giữ lại cho đến khi Buffett có thể tìm thấy một "người mua hợp lý hơn hoặc một lần phân phối cuối cùng cho các đối tác của chúng tôi... ngay cả khi phải mất 1 đến 2 năm."<sup>92</sup> Nhưng hóa ra, việc giữ lại cổ phiếu này đã sinh lợi sau này.

Chúng ta hãy quay lại thời gian một chút để tìm hiểu xem lúc đầu Quỹ đối tác của Buffett đã đầu tư vào BCS như thế nào.

## **Việc kinh doanh tem**

Vào cuối những năm 1960 và đầu những năm 1970, đã có một trào lưu sưu tập tem từ các nhà bán lẻ. Khi bạn mua thứ gì đó, cùng với tiền thừa, bạn sẽ nhận lại hàng chục con tem - trạm xăng phát ra rất nhiều. Bạn lấy số tem này về nhà và dán chúng vào một quyển sổ dài rất nhiều trang. Những cuốn sổ tem có thể đổi lấy máy nướng bánh mì, ấm đun nước, bàn học... Điều kì diệu của mặt hàng này là BCS nhận được khoản tiền mặt trả trước - từ các nhà bán lẻ tem. Khoản tiền mặt này sau được sử dụng để mua máy nướng bánh mì...

Quan trọng hơn, giữa thời điểm các nhà bán lẻ trả tiền cho tem và thời điểm khách hàng đổi tem lấy đồ, có một khoản tiền lớn nằm ở BCS. Việc này có gợi cho bạn nhớ tới việc kinh doanh nào của Buffett không? Tất nhiên là bảo hiểm, nơi mọi người phải đóng khoản phí của mình rất lâu trước khi yêu cầu bồi thường được thanh toán. Trên hết, BCS còn được lợi thế nếu người ta không đổi tem do bị mất, do có quá ít để đổi hoặc khi chỗ tem đó bị quên lãng.

Khoảng 120 triệu đô tiền tem của BCS đã được bán cho các nhà bán lẻ mỗi năm và khoản tiền mặt nằm rồi có giá trị khoảng 60 - 100 triệu đô.

## **Tại sao cổ phiếu của Công ty tem Blue Chip lại rẻ vào cuối những năm 1960?**

BCS được thành lập bởi chín tập đoàn bán lẻ quy mô lớn vào năm 1956. Các công ty này bao gồm các trạm xăng thường xuyên phát tem. Các cửa hàng bán lẻ khác cũng có thể phát tem, nhưng họ không có quyền hạn gì trong cách thức kinh doanh, cũng như không được phân chia lợi nhuận. Các nhà bán lẻ nhỏ biết rằng BCS có thể đang lợi dụng họ. Bởi thế, họ đã đến các cơ quan chống độc quyền, và năm 1967 đã có được một cuộc tái cơ cấu toàn bộ công ty.

Kết quả là có thêm nhiều cổ phiếu phải được tạo ra, chiếm 55% giá trị của công ty, và được cung cấp cho các nhà bán lẻ nhỏ hơn. Chỗ

cổ phiếu không bán cho các nhà bán lẻ có thể được trôi nổi trên thị trường.

Rốt cuộc hàng ngàn nhà bán lẻ nhỏ phải nắm giữ thứ cổ phiếu họ không thực sự muốn và bởi thế giá giảm. Buffett, Munger và Guerin đã mua rất nhiều vào thời điểm đó.

Buffett phản ánh về tình hình kinh doanh của Blue Chip trong lá thư của BH năm 2006:

"Đôi khi Charlie và tôi cùng đón đầu làn sóng mới, một thứ đầy hứa hẹn về mặt thương mại... hai chúng tôi đã bước vào con đường kinh doanh đầy triển vọng năm 1970 bằng cách mua quyền kiểm soát hoạt động của Công ty tem Blue Chip. Trong năm đó, Blue Chip có doanh thu 126 triệu đô la và tem của nó được sản xuất ở California. Năm 1970, trên thực tế, đã có khoảng 60 tỷ con tem được mọi người liếm, dán vào sách và mang đến các cửa hàng đổi quà của Blue Chip. Danh mục phần thưởng của chúng tôi dày 116 trang và đầy đủ các mặt hàng trên người... Tôi được cho biết rằng ngay cả một số nhà thổ và nhà xác cũng mang tem cho khách quen của họ."<sup>93</sup>

Buffett và Munger cuối cùng đã tiến vào được Ban giám đốc BCS và tiếp quản ủy ban đầu tư. Khi đạt được điều này, Buffett đã tiếp cận được một khoản tiền lớn để đầu tư.

### **Một ví dụ về việc Buffett sử dụng tiền của công ty tem Blue Chip**

Một trong những doanh nghiệp mà BCS đầu tư là See's Candies, vào năm 1973. Hiện tại nó vẫn thuộc sở hữu của BH. Nó được mua với giá 25 triệu đô vào năm 1973 và đã tạo ra hơn 1.9 tỷ đô la tiền thu nhập trước thuế, trong khi chỉ sử dụng thêm 40 triệu đô vốn đầu tư. Câu chuyện thú vị này sẽ được kể lại trong chương tiếp theo (Thương vụ số 20).

### **Bài học đúc kết**

1. Khoản tiền mặt nhàn rỗi là một cách rất hữu ích để thúc đẩy nguồn lực của một nhà đầu tư có kỹ năng nhằm thu được lợi nhuận bổ sung, chu cấp các quỹ đầu tư mà không mất lãi suất. Khoản tiền nỏ này (tiền dự trữ có sẵn để đầu tư trong một khoảng thời gian) đã có sẵn trong nhiều loại hình kinh doanh, không chỉ trong lĩnh vực bảo hiểm. Ví dụ: kinh doanh tem, câu lạc bộ giỏ quà Giáng sinh và một số công ty làm về du lịch.
2. Một cơ hội mua hàng có thể nảy sinh khi có nhiều cổ đông miễn cưỡng. Giá bán có thể bị đẩy xuống nếu nhiều cổ đông không thực sự cam kết với công ty.
3. Một doanh nghiệp hoạt động không thành công không nhất thiết là một khoản đầu tư tồi nếu nguồn lực có thể được chuyển hướng để tạo ra mức lợi nhuận cao hơn.
4. Làm việc với các nhà đầu tư có chung tư duy có thể mang lại ảnh hưởng lớn hơn và nhờ đó, mang lại kết quả tốt hơn cho tất cả các cổ đông. Sự hợp tác giữa Buffett, Munger và Guerin đã giúp kiểm soát BCS và từ đó thay đổi nguồn thu nhập của nó theo hướng tốt hơn.

# Thương vụ số 20 Công ty bánh kẹo See's Candies

Tóm tắt thỏa thuận



B

uffett lúc này 39 tuổi, đã tiến hành các khoản đầu tư cho các đối tác được hơn 13 năm với tỷ suất lợi nhuận vào khoảng 23,8% mỗi năm. Con số này được tính sau khi Buffett lấy lệ phí quản lý quỹ. Trước mức phí, lợi nhuận ở mức đáng kinh ngạc là 29,5%/năm, so với lợi tức cùng kỳ của Dow Jones vào khoảng 8% một năm. Một nhà đầu tư bỏ 10.000 đô la vào Quỹ đối tác của Buffett vào năm 1957 có thể có khoảng 160.000 đô la vào năm 1970.

Năm 1969, tại thời điểm quan hệ đối tác sắp giải thể, có tất cả 99 đối tác. Một số muốn lấy tất cả tiền mặt từ quỹ đối tác này và bán toàn bộ cổ phiếu của Berkshire Hathaway và Diversified Retailing. Họ đã nhận được 64% giá trị từ quan hệ đối tác bằng tiền mặt và hầu hết phần còn lại là cổ phần của hai công ty này. Quỹ hợp tác còn nắm giữ 371.400 cổ phần Blue Chip (chiếm 7,5% giá trị công ty), mà Buffett dự kiến sẽ bán sớm và sau đó chuyển tiền cho các đối tác.

Nhiều đối tác biết rằng người bạn Buffet của họ sẽ nắm cổ phần lớn tại Berkshire Hathaway và Diversified Retailing, quyết định đi cùng và nắm giữ ít nhất một số cổ phần trong hai công ty đó. Điều này bất chấp thực tế là Buffett đã nói rằng cổ phiếu này sẽ không có hoặc có ít tính thanh khoản và không có cổ tức. Nhưng thái độ phổ biến là: nếu chúng đủ tốt với Buffett, thì chúng đủ tốt cho họ. Nếu Buffett mua, thì đó là tất cả những gì bạn cần biết.

Buffett nắm giữ một phần tư giá trị Quỹ đối tác. Điều này cho thấy ông thực sự giàu có; ông đã đi được một chặng đường dài từ một cậu bé ngớ ngĩnh xung quanh kiếm vài xu lẻ. Một lựa chọn là nghỉ hưu và sống một cuộc sống vô lo và sang trọng. Nhưng việc này chẳng hấp dẫn ông. Ông yêu thích sự vui vẻ của kinh doanh, thách thức trí tuệ của trò chơi - một bức tranh đang vẽ dở trên tấm canvas tuyệt vời.

Dù chuyển hướng sang những thứ khác, chẳng hạn như giám sát Tổ chức Buffett trao 50 suất học bổng mỗi năm cho sinh viên da đen, ông vẫn trung thành với công việc kinh doanh. Sự tập trung bây giờ nằm ở những doanh nghiệp ông kiểm soát với tỷ lệ phần lớn cổ phần.

### **Các thói quen hằng ngày**

Để chế Buffett được kiểm soát từ một văn phòng nhỏ tại Kiewit Plaza, cách nhà ông ở Omaha chỉ vài dặm. Thông thường, từ 8 giờ 30 phút sáng đến 5 giờ chiều, một ngày làm việc của ông chủ yếu dành cho việc thực hiện các cuộc gọi điện thoại (bao gồm cả những cuộc gọi thường xuyên với Charlie Munger ) hoặc đơn giản là ngồi đọc. Ông chỉ có bốn hoặc năm trợ lý tại trụ sở chính này, những người sẽ phụ trách các công việc cụ thể như làm việc với các nhà môi giới, trao đổi công việc giấy tờ với các bên liên quan.

### **Cam kết với công ty của mình**

Buffett đã quyết định bỏ phần lớn gia tài của mình vào Berkshire Hathaway. Ông nhanh chóng bổ sung thêm cổ phiếu của Berkshire Hathaway mà ông nhận được từ Quỹ đối tác để gây dựng cổ phần do ông và vợ ông – bà Susie kiểm soát lên tới khoảng 29% vào cuối mùa xuân năm 1970. Cổ phiếu này sau đó được giao dịch ở mức 43 đô một cổ phiếu. Bởi vậy, chỗ cổ phiếu ông nắm giữ có giá trị thị trường vào khoảng 12 triệu đô.

Ông cũng đã tăng số cổ phần tại Diversified Retailing của mình lên khoảng 40% trong số 1 triệu cổ phiếu. Những cổ phiếu này có thể trị

giá 12 đô mỗi cổ phiếu (dựa trên tài sản ròng hữu hình), nên vào thời điểm đó ông có khoảng 5 triệu đô đầu tư.

Cũng trên bàn làm việc của ông là vấn đề với công ty tem Blue Chip. Sau khi thất bại trong việc bán cổ phần vào năm 1969, chúng đang lờ đờ chờ đợi một ngôi nhà mới. Ông quyết định giữ lại một số cổ phần cho riêng mình. Lúc đầu, tỷ lệ này chỉ có một chữ số, nhưng đến cuối năm ông đã chuyển đổi nó thành hai chữ số.

Nếu muốn, Buffett có thể đặt tay lên gáy, ngả lưng vào ghế và nghĩ rằng mình đang có những cỗ máy kỳ diệu sản sinh lợi nhuận cho mình:

Ken Chace đang điều hành việc kinh doanh hàng dệt, Eugene Abegg đang điều hành Ngân hàng quốc gia Illinois, Jack Ringwalt đang điều hành National Indemnity, Ben Rosner đang điều hành Associated Retail Stores, và ông có những người chủ chốt mà ông tin tưởng điều hành một số doanh nghiệp nhỏ hơn. Buffett có thể đọc dữ liệu tài chính hàng tháng được gửi bởi những nhà quản lý xuất sắc này và xem dòng tiền lũ lượt chảy vào.

Nhưng không, các doanh nghiệp này tạo ra những khoản tiền dư thừa có thể được đầu tư ở nơi khác. Điều này thật hấp dẫn – một dòng tiền để đầu tư! Và mỗi công ty đều có dòng tiền nhàn rỗi. Buffett phải phân bổ tất cả số tiền này và ông thích niềm vui của việc tìm kiếm những viên đá quý mới.

## **Ba cổ phần tiềm năng của Buffett vào năm 1970**

### *1. Berkshire Hathaway*

Với 29% phiếu bầu tại Berkshire Hathaway, cộng với lòng trung thành của các cổ đông khác, nhiều người trong số họ là các cựu đối tác, Buffett có thể chi phối quyết định của ban giám đốc và có quyền quyết định việc phân bổ vốn. BH đã chuyển từ một công ty dệt may vào giữa những năm 1960 với 22 triệu đô tài sản ròng hữu hình thành một tập đoàn nhỏ với khoảng 50 triệu đô tài sản hữu hình.

Khoản tiền này được phân bổ tương đối bằng nhau giữa ba doanh nghiệp riêng biệt:

1. Một hoạt động dặt may kiếm được rất ít, nếu có kiếm được gì đó - năm 1969 là một trong những năm tốt đẹp với tỷ suất lợi nhuận 5% trên vốn đầu tư.
2. Ngân hàng Quốc gia Illinois (Ngân hàng Rockford) được mua gần đây.
3. Ngành kinh doanh bảo hiểm. Lĩnh vực này được phát triển từ bảo hiểm ô tô tới bồi thường cho người lao động và tái bảo hiểm. Điều quan trọng nhất đối với Buffett là sự kết hợp của các nhà quản lý có khả năng tạo ra lợi nhuận tích cực từ bảo hiểm và khoản tiền nhàn rỗi trị giá 39 triệu đô mà ông có thể đầu tư.

Còn 2 triệu đô tiền của Berkshire được đầu tư vào tài sản linh tinh khác. Một khoản 7 triệu nợ vay để mua Ngân hàng Rockford phải được khấu trừ để có được khối tài sản hữu hình ròng trị giá 43 triệu đô, tương đương với mức vốn hóa thị trường của BH. Để cho đầy đủ, tôi cũng phải nhắc đến việc BH nắm giữ thời báo Omaha Sun và Công ty Blacker Printing, nhưng chúng rất nhỏ và không có giá trị nhiều trong tương lai của công ty mẹ.

Nhìn chung, BH đã thu được trung bình hơn 10% trên vốn chủ sở hữu cho các cổ đông vào năm 1969, với hoạt động của ngân hàng kết hợp với bảo hiểm mang lại tỷ suất lợi nhuận tốt. Buffett đã từng nói vào năm 1969 rằng National Indemnity có thu nhập khoảng 20% vốn đầu tư.

Buffett cho rằng năng lực thu nhập (nhìn vào tương lai, nhưng dựa trên chứng cứ từ quá khứ) của cả ngân hàng và bảo hiểm cộng lại vào khoảng 4 triệu đô la. Trong số 32 triệu đô la đầu tư vào những tài sản hữu hình này, dòng tiền mặt vào khoảng 4 triệu đô cho thấy lợi nhuận trên vốn đầu tư vào khoảng 12,5%.

**Liệu bạn có đầu tư vào Berkshire Hathaway vào năm 1970?**

Tôi nghĩ bạn sẽ đồng ý rằng những con số này khá ổn, nhưng chúng không quá đáng kinh ngạc; chúng hầu như không chỉ ra rằng Berkshire Hathaway sẽ một ngày trở thành một trong bốn công ty hàng đầu ở Mỹ. Trên thực tế, nếu tôi được đưa trở lại khoảng thời gian năm 1970 và được yêu cầu phân tích Berkshire Hathaway, tôi có thể đã kết luận rằng tuy các công ty này có một vị thuyền trưởng vĩ đại, các hoạt động kinh doanh khá là bình thường và về tổng thể đã thất bại trong việc chứng minh khả năng tạo ra tỷ suất lợi nhuận trên vốn đầu tư. Không có gì đáng ngạc nhiên khi giá cổ phiếu lại không tăng cao hơn giá trị sổ sách trên mỗi cổ phiếu.

Sẽ rất khó để có bất kỳ ấn tượng nào khác ngoài việc công cuộc kinh doanh này không dẫn tới một sự tăng trưởng thú vị trong tương lai.

Có lẽ, nếu tôi có một ngày thực sự đặc biệt, tôi có thể sẽ lưu ý rằng Berkshire có một khoản lợi nhuận từ ngân hàng mà có thể sử dụng để đầu tư vào nơi khác, một khoản tiền bảo hiểm trị giá 39 triệu đô, và cũng có thể có những khoản nhàn rỗi chảy ra từ việc cắt giảm các hoạt động dệt may cũng như lợi nhuận từ bảo hiểm. Bởi vậy, tháng này qua tháng khác, Buffett sẽ có một khoản tiền mặt để tái đầu tư. Và thậm chí có thể tốt hơn nếu ông nắm giữ thêm nhiều công ty bảo hiểm với nhiều khoản tiền nhàn rỗi hơn.

Phải thừa nhận rằng đại đa số các khoản tiền nhàn rỗi của các công ty bảo hiểm phải được giữ trong các khoản đầu tư rất an toàn, tức là các hóa đơn và trái phiếu kho bạc, chứ không phải cổ phiếu, như một phương án phòng trừ cho các khoản bồi thường bảo hiểm khi có yêu cầu, nhưng vẫn để lại một phần được đặt trong cổ phiếu, nơi Buffett có thể làm nên những điều kì diệu như mọi khi. Nhưng điều này trên thực tế không tuyệt vời như vẻ bên ngoài của nó, ít nhất là trong tương lai gần ở thời điểm đó, bởi Buffett đã không hoạt động trong thị trường chứng khoán từ năm 1970, bởi ông không thể tìm được món hời nào.

Đánh giá một cách thận trọng, có lẽ tôi đã xem xét đến việc kinh doanh của Buffett và chỉ thấy một hoạt động dệt may thảm hại, một ngân hàng mới mua với một vị thuyền trưởng già muốn nghỉ hưu,

một hoạt động bảo hiểm nhỏ, và đã kết luận rằng dù Buffett có giỏi giang cỡ nào, chiếc thuyền này cũng sẽ không thể đi xa. Chính Buffett cũng tự nói rằng ông chỉ mong đợi con số thu nhập trên vốn chủ sở hữu vào khoảng 4 triệu đô la để tăng trưởng với tỷ suất 10% mỗi năm. Nếu không chia cổ tức đã được thanh toán, tài sản ròng hữu hình sẽ tăng với tốc độ tương tự.

Nhận thức về nền tảng kinh doanh bình thường của Berkshire Hathaway năm 1970 đã nhấn mạnh rằng câu chuyện của Buffett không phải là một tiến trình đương nhiên, hay là một số phận không thể tránh khỏi. Nhiều lần trong sự nghiệp của mình, Buffett đã tự thấy bản thân mình đang cầm trong tay những công cụ, những vật liệu mẽ cùn chẳng triển vọng. Và tất cả tùy thuộc vào ông để tạo nên một thứ gì đó tuyệt vời.

## *2. Công ty Diversified Retailing*

Công ty thứ hai với tiềm năng phát triển là Diversified Retailing (DRC). Buffett đã nắm giữ 40% cổ phần trong chuỗi 80 cửa hàng trang phục vào đầu năm 1970 – Associated Cotton Shops được đổi tên thành Associated Retail Stores - tạo ra lợi nhuận sau thuế vào khoảng 1 triệu đô. Đây là một khoản lợi nhuận ở mức 20% trên vốn đầu tư.

DRC gần đây đã bán lại Hochschild-Kohn, bởi thế nó nhận được 5.045 triệu tiền mặt từ Supermarkets General. Hơn nữa, như một khoản thanh toán bổ sung, Supermarkets General nợ DRC 2 triệu đô sẽ được hoàn trả vào đầu năm 1970 và 4.54 triệu đô được trả vào đầu năm 1971. Bởi vậy Buffett có thể mong đợi một khoản hơn 11 triệu đô tiền mặt để tích lũy trong vài tháng tới. Vì vậy, đây lại là một khoản tiền cho Buffett đầu tư; khi các công ty và cổ phiếu lại được bán với giá hợp lý, ông đã trong tư thế sẵn sàng để tấn công.

## *3. Công ty tem Blue Chip*

Doanh nghiệp thứ ba có tiềm năng là công ty tem Blue Chip, vốn chỉ là một thứ phiền toái. Việc kinh doanh tem đang chết dần chết mòn nên chẳng có giá trị về mặt kinh doanh của ngành này cả. Buffett đã

tuyên bố ý định của mình trong lá thư ngày 31 tháng 12 năm 1969 gửi tới đối tác: "Xử lý một cách thuận lợi hoặc phân phối lần cuối cho các đối tác của chúng tôi". Nhưng có vẻ ông đã nghĩ lại. Đây lại là một khoản tiền khác để ông đầu tư. Khoản tiền nhàn rỗi của Blue Chip thậm chí còn lớn hơn của Berkshire, ở vào khoảng 60 đến 100 triệu đô, và Buffett cùng Munger lại đang phụ trách Ủy ban đầu tư.

### *Một tương lai thú vị nằm ở phía trước*

Vì vậy, từ quan điểm kinh doanh, chúng ta thấy một sự khởi đầu không mong muốn trong sự nghiệp mới của Buffett với tư cách người điều khiển một nhóm các công ty nhỏ. Cái cách ông giải quyết việc này là một câu chuyện hấp dẫn, chứa đựng nhiều bài học trong việc phân bổ vốn, tạo động lực cho con người và lựa chọn cổ phần.

### *Buffett sẽ làm gì trong hai năm tới?*

Có hai thế lực, có thể là tương phản lên Buffett trong giai đoạn mới của cuộc đời này. Thứ nhất là các công ty (thường) ném tiền mặt đi. Vào năm 1970, ông có khoảng 5 triệu đô la sau thuế, chia ra vào khoảng 4 triệu đô la từ BH và 1 triệu đô la từ DRC. Nhưng nhìn vào sự tăng trưởng này: vào năm 1972 chỉ riêng thu nhập từ hoạt động của BH đã là 11.1 triệu đô. Thứ hai là Buffett không thể đầu tư nhiều tiền vào cổ phiếu vì ông không thể tìm thấy nhiều món hời.

Buffett có những người quản lý giỏi chăm sóc công cuộc kinh doanh của mình, những người hiểu rõ yêu cầu phải tạo ra mức lãi suất thỏa đáng cho mỗi đô la đầu tư bổ sung và nếu đồng đô la tiếp theo không mang lại đủ lợi nhuận cho việc kinh doanh đó, thì nó phải được trao cho Buffett để mang đi đầu tư ở nơi khác. Để nhắc lại, dưới đây là những nhà quản lý xuất sắc trong các doanh nghiệp:

Jack Ringwalt, 66 tuổi, đang làm việc xuất sắc tại National Indemnity, tạo ra tỷ suất lợi nhuận hai con số và phát triển việc kinh doanh bảo hiểm mang lại lợi nhuận cho BH. Tái bảo hiểm đã trở thành một ngành kinh doanh đáng kể vào năm 1972. Các công ty bảo hiểm nhỏ hơn cũng được mua lại.

Eugene Abegg, 73 tuổi, tại Ngân hàng Quốc gia Illinois thực sự biết cách làm thế nào để tạo ra lợi nhuận trên vốn đầu tư cho BH.

Ken Chace, 55 tuổi, giám sát sự tồn tại của ngành kinh doanh dệt may ở Berkshire Hathaway và cắt giảm vốn sử dụng, để nó giảm xuống dưới một phần năm tài sản ròng của BH.

Ben Rosner, 70 tuổi, tại Associated Retail Stores của Diversified Retailing, đã kiếm được trên 20% lợi nhuận trên tài sản hữu hình ròng.

Tương tự như khoản thặng dư tiền mặt từ hoạt động kinh doanh, Buffett cũng có thể nhìn vào khoản tiền mặt nhàn rỗi mà ông kiểm soát: tiền nhàn rỗi từ bảo hiểm tăng lên 69.5 triệu đô vào năm 1972, Diversified Retailing có khoảng 11 triệu đô tiền mặt vào đầu năm 1971 và Công ty tem Blue Chip có từ 60 đến 100 triệu đô.

Vì vậy có ít nhất ba khoản tiền khác nhau mà ông có thể rút ra cho các cuộc phiêu lưu đầu tư trong tương lai. Mỗi khoản có một nhóm cổ đông thiểu số khác nhau với tư duy giá trị khác nhau. Buffett nghĩ rằng các cổ đông này là những đối tác trung thành và đáng tin cậy, cùng chia sẻ giá trị của mình, và được đối xử một cách tuyệt đối và công bằng.

Bây giờ chúng ta hãy nhìn vào một trong những cách Buffet sử dụng tiền mặt – thương vụ đầu tư vào See's Candies.

### **See's Candies - trước thỏa thuận**

#### *Bà See*

Bà See là một nhân vật được sử dụng bởi See's Candies trong chiến lược tiếp thị của họ - một bức ảnh thực sự cũ kĩ đặt trên những chiếc hộp - nhưng thực sự có một bà See. Mary là bà mẹ góa của Charles A. See. Cả mẹ, con trai và con dâu Florence, cùng nhau bắt đầu sản xuất kẹo để bán từ nhà nghỉ Pasadena của họ vào năm 1921. Họ nhanh chóng giành được danh tiếng với chất lượng cao và phong cách kẹo cổ. Trong vài năm tiếp theo, họ mở

cửa hàng khắp California và trở thành một thương hiệu được yêu thích; tất cả trẻ em đã lớn lên qua những viên kẹo của See's. Năm 1949, Laurence, con trai của Charles, đã tiếp quản hoạt động với 78 cửa hàng. Anh trai của Laurence, Charles B. "Harry" See cũng làm việc cho công ty này.

### *Chuck Huggins*

Chuck Huggins trở thành nhân vật chủ chốt của Buffett tại See's, tạo ra khoảng 2 tỉ đô tiền mặt để Buffett đầu tư vào các công ty khác, vì vậy sẽ rất hữu ích khi có một vài thông tin cơ bản về câu chuyện của ông. Sinh năm 1925, ông là một lính nhảy dù trong Chiến tranh Thế giới Thứ hai và sau đó học Ngôn ngữ Anh. Sau khi từ bỏ công việc bán hàng nhằm chán, ông đã được Laurence See phỏng vấn và thuê vào năm 1951. Ban đầu, Huggins làm việc cho tổng giám đốc và được yêu cầu thực hiện nhiều công việc khác nhau. Tài năng của ông giúp ông thăng tiến nhanh chóng. Năm 1969, Laurence See qua đời ở tuổi 57, và anh trai Harry không muốn tiếp tục điều hành công ty – mà thay vào đó ông muốn thưởng thức "rượu và gái". Chuck Huggins, hiện là phó chủ tịch của doanh nghiệp gồm 150 cửa hàng, được yêu cầu tìm kiếm một người mua.

### *Mối quan tâm của Công ty tem Blue Chip*

Một nhà tư vấn đầu tư cho Công ty tem Blue Chip có tên Robert Flaherty phát hiện ra See's được rao bán vào năm 1971. Anh ta và William Ramsey, giám đốc điều hành Blue Chip đã gọi điện thoại cho Buffett bày tỏ sự quan tâm của họ. Phản ứng đầu tiên của Buffett là ông không muốn tham gia vào hoạt động kinh doanh kẹo, và nghĩ rằng các công ty này quá đắt tiền. Rồi điện thoại bị ngắt kết nối. Khi Flaherty và Ramsey được kết nối lại, Buffett đã xem xét thông tin See's, và ông đã dụ lại: ông sẵn sàng mua nó - với một mức giá hợp lý. Đến cuối tháng Mười một năm 1971, Warren Buffet, Charlie Munger và Rick Guerin đã đến phòng khách sạn ở Los Angeles để gặp Harry See và Chuck Huggins, hai người này không biết những nhà đầu tư này là ai, ngoài việc họ điều hành một số tổ chức đầu tư nhỏ.

Munger là người California, đã rất quen thuộc với See's và danh tiếng về chất lượng của nó trong tiểu bang - đó thực sự là một công ty tốt. Thương hiệu này mạnh mẽ đến mức các đối thủ cạnh tranh sẽ cần phải bỏ ra một khoản tiền khổng lồ để có thể chiếm thị phần đáng kể từ họ, nếu họ cố gắng. Có một sự trung thành mạnh mẽ dành cho See's, cũng tương đối giống với chủ nghĩa cuồng tín.

Sau một thời gian, Buffett nói rằng ông quan tâm tới việc mua công ty nhưng trước tiên ông cần biết ai sẽ điều hành nó sau này. Buffett nói rõ ràng về phía ông không có ai phù hợp đảm nhiệm vai trò này cả. Harry See trả lời rằng Huggins sẽ là người điều hành. Ba đại diện từ phía Blue Chip hỏi xem liệu Huggins có thể gặp họ vào ngày hôm sau, và thực sự ông đã gặp họ. Trong suốt ba giờ thẩm vấn tại cuộc họp thứ hai, Huggins tỏ ra vô cùng trung thực về những khía cạnh tiêu cực của công việc cũng như những điểm tốt của nó.

Huggins hiểu rằng những người thông minh như vậy dù sớm hay muộn cũng sẽ khám phá ra các điểm tiêu cực, vậy thì tốt nhất nên thừa nhận chúng ngay từ đầu. Bên cạnh đó, sau này Huggins sẽ phải làm việc cho họ nếu thỏa thuận này được thông qua. Vì vậy tốt nhất là nên xây dựng mối quan hệ trên cơ sở chân thật. Tính liêm khiết, chân thật và thực tế của ông đã gây ấn tượng mạnh cho Buffett, Munger và Guerin.

Về phần mình, Huggins cũng rất ấn tượng với họ. Buffett đã đặt những câu hỏi sắc bén và tập trung vào các vấn đề kinh doanh cốt lõi. Ông cảm thấy được đảm bảo rằng mình sẽ làm việc với các ông chủ sáng suốt và đặc biệt quan tâm tới việc kinh doanh, đồng thời cũng vô cùng chú tâm tới sự đứng đắn và danh dự. Ví dụ, họ muốn Huggins duy trì nền tảng đạo đức mà gia đình See đã thấm nhuần trong văn hoá kinh doanh, tiếp tục nâng cao danh tiếng của thương hiệu và cung cấp các tiêu chuẩn dịch vụ cao nhất.

Họ muốn ông tiếp tục điều hành nó theo cái cách mà ông đã làm từ trước đến giờ - dù sao thì, ông biết nhiều về các hoạt động, nhân viên và khách hàng hơn họ. Vai trò của họ là đảm bảo việc kinh doanh về dài hạn, đảm bảo rằng nó có đủ nguồn vốn, khuyến khích

các giá trị của nó và giúp mở rộng tầm nhìn của các nhà quản lý cao cấp.

Huggins đã rất ấn tượng bởi Buffett, Munger và Guerin đến nỗi ông cảm thấy tràn đầy nhiệt thành để làm tất cả những gì có thể giúp hỗ trợ phát triển kinh doanh nếu Blue Chip thôn tóm nó. Nhưng, Blue Chip vẫn chưa chắc chắn sẽ làm như vậy.

## **Thỏa thuận**

Buffett và Munger do dự không mua vào tháng Mười một năm 1971. Bởi tài sản hữu hình ròng chỉ có 8 triệu đô la với lợi nhuận sau thuế khoảng 2 triệu đô. Bởi vậy mức giá 30 triệu mà họ đòi dường như quá cao khi xem xét từ cả khía cạnh bảng cân đối và thu nhập. Ira Marshall (đối tác của Munger tại quỹ đầu tư Wheeler, Munger and Company) đã giúp thuyết phục họ rằng đây là một công ty đặc biệt và xứng đáng cho số tiền đó, còn Munger thì cố thuyết phục Buffett. Có một yếu tố rất tích cực trong các con số trên: đó là lợi nhuận sau thuế lên tới 25% tài sản hữu hình ròng.

Ngoài ra, công ty See's tại thời điểm đó bán kẹo với mức giá tương đương đối thủ Russell Stover nhưng Blue Chip nghĩ rằng nó có lợi thế về giá chưa được khai thác và về lâu về dài có thể tăng giá so với Russell Stover. Họ nhận ra rằng nếu Blue Chip trả 25 triệu đô, với lợi nhuận sau thuế 2 triệu đô thì đó sẽ là một khoản lợi tức 8% ngay cả khi không tăng giá (tỷ lệ 10 năm của Kho bạc vào tháng Mười một năm 1971 là 5,8%).

Tuy nhiên, nếu lợi nhuận có thể tăng lên nhờ đòn bẩy mà Buffett ngày càng tin tưởng đến từ "lợi thế về giá chưa được khai thác", thì chẳng lâu nữa, lợi nhuận tăng lên khoảng 4 triệu trước thuế đến 6.5 - 7 triệu đô. Điều đó sẽ giúp giá cổ phiếu tăng thêm 15 cent trên 1 pound\* (giá lúc đó là 1.85 đô).

*\* 1 pound tương đương với khoảng 0.453kg. (ND)*

Với sự tuân thủ của Buffett với các nguyên tắc của Benjamin Graham, đây quả là một bước nhảy vọt khi ông sẵn sàng mua một

doanh nghiệp với giá gấp ba lần giá trị tài sản hữu hình ròng, chưa nói đến chuyện giá cao gấp nhiều lần giá trị tài sản ròng hiện tại. Ông đã cho phép ranh giới của mình được nới rộng bởi Munger và những người khác, hướng tới cả các công ty có thương hiệu kinh doanh xuất sắc mà ông cho là nằm trong phạm vi khả năng của mình.

Bất chấp sự thay đổi đó, Buffett và Munger đã đặt ra một giới hạn nghiêm ngặt là 25 triệu đô - họ sẵn sàng rút lui nếu bị đòi hỏi thêm. Số tiền này vượt khá xa với những gì Harry See đang tìm kiếm. Cuối cùng, Harry đồng ý với cái giá 25 triệu đô la để có thể tiếp tục với cuộc sống mới của mình, và thỏa thuận cuối cùng đã được hoàn thành vào ngày 3 tháng 1 năm 1972, với việc Blue Chip mua lại 99% cổ phần. Khoảng 1% còn lại được mua vào năm 1978.

### **Sau thương vụ mua bán**

Ngay khi việc mua bán được thỏa thuận, Huggins (người được bầu làm chủ tịch và giám đốc điều hành) và Buffett sắp xếp một gói thù lao rất đơn giản. Nó đã được thảo luận chỉ trong 5 phút, không bao giờ được viết trên giấy và kéo dài hàng thập kỷ.

Một cách rất Buffett, ông bắt đầu quan tâm đến một số khía cạnh chính của hoạt động kinh doanh, đặc biệt là các vấn đề liên quan đến tài chính, chẳng hạn như tương lai của đường và ca cao. Huggins không bắt buộc phải thường xuyên gặp Buffett hay bất cứ ai khác từ Blue Chip hoặc Berkshire. Tuy nhiên, dữ liệu là điều mà Buffett mong muốn nhận được, vì vậy ông có doanh số bán hàng và các thống kê khác rất thường xuyên. Nhưng cần phải chú ý rằng nhu cầu được cập nhật dữ liệu của ông không nhằm mục đích chỉ đạo Huggins trong việc làm thế nào để bán kẹo nhiều hơn hay cải thiện kinh doanh, ông chỉ quan tâm đến hiệu suất, đặc biệt là lợi nhuận trên vốn đầu tư.

Mặc dù Buffett không thường xuyên gọi điện cho Huggins hay chú tâm đến ông ta, ông luôn sẵn sàng tư vấn cho Huggins bất cứ khi nào ông ta cần. Ông ta có thể gọi Buffett bất cứ khi nào mình thích

và Buffett sẽ nghe điện, hoặc, nếu ông không thể làm vậy, thì ông cũng sẽ gọi lại trong vòng một giờ.

Cả hai bên đều cảm thấy mối quan hệ này là bạn bè và đồng sự, đối tác và bình đẳng hơn là ông chủ và nhân viên. Buffett không bao giờ yêu cầu Huggins làm bất cứ điều gì, nhưng đã giúp kiểm định các lựa chọn khi cần quyết định. Dựa vào kiến thức sâu rộng về thành công và thất bại của mình, Buffett có thể đưa một vài lựa chọn mà Huggins đã không nhìn thấy - nhưng ông sẽ không đòi hỏi, mà chỉ hỏi Huggins - người ra quyết định chính xem ông có muốn xem xét điều này hay không.

## **Thương hiệu**

See's không bao giờ tách rời khỏi con đường nó lựa chọn, đó là xây dựng một thương hiệu kinh doanh xung quanh chất lượng kẹo. Ý định thay đổi việc kinh doanh theo bất cứ cách nào hay đa dạng hoá đều không có lý. Làm và bán kẹo là tất cả những gì nó đã biết, và trong lĩnh vực đó, See's có một lợi thế cạnh tranh lâu dài. Tại sao lại làm suy yếu năng lực quản lý bằng cách làm những việc khác, hay mở rộng sang những lĩnh vực mà chất lượng danh tiếng quan trọng đó không nằm trong tâm trí của người mua kẹo?

Buffett cùng Huggins đồng ý về việc tiếp tục xây dựng thương hiệu, làm sâu thêm và mở rộng kinh doanh bằng cách không bao giờ thỏa mãn về chất lượng sản phẩm, chỉ sử dụng các nguyên liệu tốt nhất, không sử dụng chất bảo quản và không bao giờ thỏa hiệp trong dịch vụ khách hàng, ngay cả khi điều đó chỉ đạt được lợi nhuận ngắn hạn.

Buffett đã nói rằng các nhà đầu tư không bao giờ ngừng học tập và ông vẫn đang tự học, ngay cả sau khi được dạy bởi Benjamin Graham và trải qua nhiều thập kỷ kinh nghiệm. Hoạt động kinh doanh của See's giúp ông học được nhiều thứ; nó thể hiện tầm quan trọng của tình cảm mà nhờ đó một thương hiệu được lưu giữ trong tâm trí của mọi người (Buffett đề cập đến thị phần trong tâm trí, thay vì thị phần trên thị trường). Việc này là cơ sở cho việc tăng giá và lợi nhuận đặc biệt trên vốn đầu tư.

Việc này đã dẫn đến những quyết định có giá trị hơn sau này. Như Buffett đã nói, "Việc sở hữu cổ phiếu Coca-Cola hay cổ phiếu nào đó chỉ là một chuyện, nhưng khi bạn thực sự phải ra quyết định mở cửa hàng hay định giá, bạn sẽ học hỏi được từ đó. Chúng tôi đã kiếm được nhiều tiền từ See's không chỉ từ lợi tức của nó, mà còn bởi thực tế là nó đã giúp giáo dục tôi, và tôi chắc chắn rằng nó cũng đã đào tạo Charlie."<sup>94</sup>

## **Các nỗ lực mở rộng**

Năm 1972, có 167 cửa hàng See's. Từ đó đến giờ, nhóm quản lý cùng Buffett và Munger đều luôn tự hỏi liệu họ có bỏ lỡ lợi nhuận tiềm năng hay không (lợi nhuận tốt nghĩa là cao so với vốn chủ sở hữu) khi không mở rộng ra bên ngoài các bang phía Tây và cụ thể ở đây là California.

Họ dành rất ít vốn để kiểm tra mô hình của See's ở nơi khác. Chẳng hạn, cuối những năm 1980, họ mở cửa hàng ở Colorado, Missouri và Texas. Nhưng thử nghiệm này không hiệu quả do sự chuẩn bị kém về mặt quảng bá thương hiệu và bởi vậy, công ty đã rút lui. Người ở các tiểu bang khác không muốn trả nhiều hơn cho một nhãn hiệu kẹo không quen thuộc. Bởi vậy họ vẫn chỉ có khoảng hơn 200 cửa hàng vào những năm 1980, tương tự như con số ngày nay.

Tuy nhiên, đã có một nỗ lực mở rộng là một thành công lớn. Buffett giả vờ là một ông già không hiểu công nghệ mới và luôn tránh né máy tính và internet. Trong thực tế, ông nắm bắt rất tốt tiềm năng của công nghệ mới. Vì vậy, chính ông là người đã thúc đẩy chiến lược bán hàng qua mạng vào năm 1998 - đây là nguồn gốc tăng trưởng đáng kể của See's.

Trước đây, chúng ta đã biết rằng Buffett luôn thích giữ những nhà quản lý có kinh nghiệm. Ông đã thuyết phục được Huggins tiếp tục làm việc cho đến khi ông 81 tuổi. Khi nghỉ hưu, Huggins có thể nhìn lại 54 năm phát triển cùng công ty, trong đó 33 năm với tư cách là CEO.

Năm 2006, Brad Kinstler, người đã từng làm việc với Buffett nhiều thập kỷ trong ngành kinh doanh bảo hiểm, được yêu cầu tiếp nhận See's. Nguyên tắc kinh doanh cơ bản không thay đổi nhiều dưới thời Kinstler. Ngay cả năm 2012, tất cả 211 cửa hàng đều ở phía Tây Chicago, trong đó có 110 cửa hàng ở California. See's đánh vào các khách hàng có cảm tình đặc biệt với kẹo của họ và sẵn sàng trả giá cao hơn. See's cũng mở kiốt tại sân bay. Từ năm 2012, các cửa hàng mới đã được mở ở các bang phía Đông. Nhưng việc mở rộng đều được tính trước. Trước hết, họ bán theo mùa tại các trung tâm mua sắm. Tại một số thị trấn nơi có nhu cầu đáng kể, có thể họ sẽ mở một cửa hàng, nhưng ngay cả khi đó, rủi ro bị giới hạn bởi họ chỉ được phép tiêu tốn khoảng 300,000 đô cho mỗi cửa hàng.

## **Lợi thế về giá**

### *Thảo luận về định giá*

Buffett làm việc với Huggins để định giá kẹo hằng năm. Ông cảm thấy điều quan trọng ở đây là nên để một người với quan điểm rộng, cùng sự quan tâm hơn đến yếu tố tài chính tham gia vào quá trình định giá. Ông cảm thấy rằng một người quản lý có thể sẽ không thích việc tăng giá bởi:

"Nhà quản lý chỉ có một doanh nghiệp. Phương trình của anh ta nói với anh ta rằng nếu để giá quá thấp, thì việc đó không quá nghiêm trọng. Nhưng nếu để giá quá cao, anh ta sẽ thấy mình đang vắt kiệt điều duy nhất mình có trong đời. Và không ai biết việc tăng giá sẽ mang lại hậu quả gì. Đối với người quản lý, việc này rủi ro như chơi cò quay Nga vậy. Đối với giám đốc điều hành, người phải quản lý nhiều thứ một lúc, thì thực sự nó không phải vậy. Vì vậy, tôi cho rằng ai đó với kinh nghiệm và giữ khoảng cách từ xa nên đặt giá trong một số trường hợp nhất định."<sup>95</sup>

Buffett nói đùa về lợi thế giá của See's: "Nếu bạn sở hữu kẹo của See's, bạn nhìn vào gương và nói, 'Gương kia ngự ở trên tường, ta

nên tính phí cho kẹo mùa thu ra sao?’ Và nó nói, ‘Tính đắt thêm đi’, thì đó là một doanh nghiệp tốt.”<sup>96</sup>

### *Minh họa lợi thế về giá*

Một cách rất đơn giản để thấy rằng niềm tin trước đây của Buffett và Munger về lợi thế giá của See’s hoàn toàn chính xác đó là nhìn vào lượng kẹo được bán trong năm 1972 và 10 năm sau đó vào năm 1982, trong khi xem xét doanh số và lợi nhuận.

Bảng 20.1 cho thấy giá một cân kẹo đã tăng 176% trong suốt thời gian lạm phát chung ở mức 137%. Doanh thu tăng gấp bốn lần, chủ yếu là do giá kẹo tăng, nhưng cũng do số lượng cửa hàng tăng 21% và tăng 18% số lượng kẹo được bán trong một cửa hàng điển hình.

*Bảng 20.1: Giá cả, doanh thu và lợi nhuận của See’s, năm 1972 và 1982*



Nguồn: Charles T. Munger và Donald A. Koepfel, Báo cáo Thường niên của Blue Chip (1982), trang 34. Số liệu lạm phát: inflationdata.com.

Doanh thu bán hàng trên mỗi cửa hàng tăng gấp ba lần, nhưng lợi nhuận tăng hơn năm lần. Việc này một phần là do giá bán tăng nhưng cũng do áp lực giảm đáng kinh ngạc về chi phí hoạt động. Ngoài việc có quản lý xuất sắc ở mọi giai đoạn của quá trình sản xuất, phân phối và bán hàng, See’s được lợi từ quy mô nền kinh tế địa phương, đặc biệt là:

- **Quảng cáo** – một quảng cáo trên báo hay truyền hình đã giúp đạt được một tỷ lệ lớn khách hàng tại San Francisco, nơi có các cụm cửa hàng hoặc quanh Los Angeles, một cụm khu vực lớn khác của họ.
- **Phân phối** - kẹo được phân phối từ hai nhà máy ở Los Angeles và San Francisco và chủ yếu được giao trong vòng bán kính 100 dặm

hoặc xa hơn một chút.

Munger (Chủ tịch Hội đồng Quản trị) và Koeppel (Chủ tịch) đã viết một bài ngợi khen nhiệt liệt trong Báo cáo thường niên năm 1982 của Blue Chip:

"See's là doanh nghiệp tốt nhất mà chúng tôi từng mua, vượt quá mong đợi vốn tương đối bảo thủ của chúng tôi. Hồ sơ của chúng tôi, thứ giúp chúng tôi dự đoán tương lai hiện đang không mấy khả quan, thậm chí đối với cả các doanh nghiệp chúng tôi đã sở hữu trong nhiều năm, và chúng tôi rất hạnh phúc khi mình đánh giá thấp tương lai của See's, bởi thật may mắn khi sở hữu nó.

Chúng tôi tin rằng lợi nhuận khác thường của See's sẽ xuất hiện, bởi cả khách hàng mới và khách hàng cũ đều rất thích hương vị và kết cấu của kẹo See's, cũng như đẳng cấp dịch vụ bán lẻ cực kỳ đặc trưng cho việc phân phối. Sự nhiệt tình của khách hàng đến từ việc See's vô cùng kiên định mang lại các thành phần kẹo tự nhiên dù đắt đỏ, cùng với các phương pháp sản xuất, phân phối tốn kém nhằm đảm bảo kiểm soát chất lượng nghiêm ngặt và mang đến dịch vụ bán hàng vui vẻ. Chất lượng đó được đền đáp bởi doanh thu cao bất thường trên mỗi mét vuông trong các cửa hàng, thường cao gấp hai đến ba lần so với các đối thủ cạnh tranh và rất được ưu ái để mua làm quà, ngay cả khi bị đo lường cùng các thương hiệu đắt đỏ hơn nhiều."

Vào đầu những năm 1990, See's đã có 218 cửa hàng, nhưng thay vì tăng số lượng cửa hàng, họ đã làm ngược lại và đóng cửa cả tá cửa hàng – bởi mỗi cửa hàng phải kiếm được một mức lãi suất thỏa đáng trên vốn đầu tư. Sau 20 năm sở hữu, See's đã hoạt động rất hiệu quả với chỉ 25 triệu đô tài sản hữu hình ròng từ năm 1991. Tài sản ban đầu trị giá 8 triệu được bổ sung chỉ với 18 triệu đô la tái đầu tư từ thu nhập. Tuy nhiên, lợi nhuận đã tăng 10 lần từ năm 1971 đến năm 1991, đạt được 42.4 triệu đô trước thuế và hơn 20 triệu đô sau thuế. Trong suốt 20 năm đó, See's đã mang lại con số tuyệt vời 410 triệu đô cho các cổ đông.

Những con số này mang lại một cái nhìn sâu sắc về chất lượng quản lý tại See's: họ mang lại lợi nhuận tăng gấp 10 lần trong khi vốn đầu tư chỉ tăng gấp ba lần. Phần còn lại của lợi nhuận đó được Blue Chip/Berkshire Hathaway mang đi đầu tư vào các hoạt động kinh doanh khác với triển vọng tốt hơn về tỷ suất lợi nhuận khi so sánh với lợi nhuận đạt được nếu khoản tiền này được sử dụng để mở thêm cửa hàng See's khác, tại những nơi người ta không sẵn sàng bỏ thêm tiền để mua kẹo giá cao. Buffett nhấn mạnh sự khách quan nghiêm ngặt cần thiết để phân bổ nguồn vốn này một cách hiệu quả trong thư của ông năm 2014 gửi tới các cổ đông. Ông nói:

"Tất nhiên chúng tôi luôn muốn sử dụng một cách thông minh khoản tiền này để mở rộng hoạt động kinh doanh kẹo của chúng tôi. Nhưng nhiều nỗ lực của chúng tôi cho thấy việc đó là vô ích. Vì vậy, thay vì bị mất chi phí thuế hoặc chi phí hoạt động một cách thiếu hiệu quả, chúng tôi đã sử dụng khoản dư thừa See's mang lại để mua các doanh nghiệp khác."<sup>97</sup>

Đến năm 1999, See's Candies đã đạt mức lợi nhuận hoạt động là 24%. Đối với một nhà sản xuất thực phẩm, đây quả là một con số khổng lồ. Từ năm 1972 đến cuối năm 1999, nó kiếm được tổng cộng 857 triệu đô trước thuế. Buffett đề cập đến sự phát triển của doanh nghiệp này một cách hóm hỉnh và khôn ngoan như sau:

"Chuck ngày một giỏi hơn. Khi ông đảm trách See's ở tuổi 46, lợi nhuận trước thuế của công ty được tính bằng triệu và bằng khoảng 10% tuổi của ông. Đến nay ông ấy đã 74 tuổi, và tỷ lệ này đã tăng lên 100%. Khi khám phá ra mối quan hệ toán học này – gọi vui là Định luật Huggins - Charlie và tôi bây giờ cảm thấy choáng váng khi nghĩ về sinh nhật Chuck."<sup>98</sup>

Quả thực, Huggins tiếp tục đạt được những thành công rực rỡ hơn nữa. Tính đến hết năm 2014, tổng thu nhập trước thuế của See's là 1.9 tỷ đô. Như vậy, một khoản mua 25 triệu đô đã mang lại cho Buffett và Munger gần 1 tỷ đô sau thuế để đầu tư vào các doanh nghiệp khác. Sau này, các doanh nghiệp khác đó cũng tạo ra lợi

nhuận lớn của riêng mình. Buffett đã đề cập đến việc này giống như việc "nhân giống thỏ" vậy.<sup>99</sup>

## **Ý tưởng của Buffett về điều gì làm nên một doanh nghiệp tốt**

Đây là một bài kiểm tra dành cho bạn: doanh nghiệp nào tốt hơn?

Công ty A mang lại lợi nhuận 2 triệu đô sau thuế vào năm ngoái.  
Công ty B cũng vậy.

Công ty A chỉ có 8 triệu đô tài sản hữu hình ròng, trong khi đó Công ty B có gấp năm lần, 40 triệu đô tài sản hữu hình ròng.

Tăng trưởng lợi nhuận được kỳ vọng là như nhau đối với cả hai công ty - trong 20 năm tới cả hai sẽ đều mang lại 20 triệu đô la lợi nhuận sau thuế (tăng gấp mười lần so với lợi nhuận ngày nay). Họ cũng sẽ báo cáo mức lợi nhuận tương tự trong những năm ở giữa.

*Hãy lựa chọn ngay bây giờ, trước khi đọc tiếp.*

## **Đây là logic của Buffett**

Công ty A là nhà sản xuất kẹo và nhà bán lẻ, trong khi đó Công ty B là một nhà sản xuất thép - đó là một nhà sản xuất thép có lợi nhuận trong một phân khúc tốt và có thể theo kịp Công ty A về lợi nhuận được ghi trong báo cáo hằng năm.

Phải lưu ý rằng để tăng sản lượng và lợi nhuận sau thuế gấp 10 lần, Công ty A cần thêm vào tài sản hữu hình ban đầu  $9 \times 8 \text{ triệu} = 72 \text{ triệu}$  đô la (đây là giả định phục vụ mục đích minh họa). Như vậy, sau 20 năm nó sẽ sử dụng 80 triệu đô vốn đầu tư.

Để đạt được gấp 10 lần sản lượng và lợi nhuận của Công ty B, nó sẽ cần thêm  $9 \times 40 \text{ triệu} = 360 \text{ triệu}$  đô vào tài sản hữu hình ròng. Nói cách khác là chín nhà máy thép. Như vậy, sau 20 năm, nó cần sử dụng 400 triệu đô la.

Công ty A trong 20 năm có thể tiết kiệm cho các cổ đông 288 triệu đô la (360 triệu trừ 72 triệu) so với Công ty B để đạt được cùng mức lợi nhuận hằng năm vào năm cuối cùng.

Vì vậy, mặc dù bảng cân đối kế toán của Công ty A có giá trị thấp, nó lại là doanh nghiệp có giá trị hơn. Nó có thể mang lại nhiều hơn cho các nhà đầu tư: mang lại tiền mặt tạo ra bởi doanh nghiệp. Mặt khác, công ty nhà máy thép phải sử dụng một tỷ lệ lớn tiền mà nó mang lại trong lợi nhuận kế toán để duy trì việc kinh doanh và phát triển. Với Công ty B, thu nhập của chủ sở hữu (những khoản thu nhập có thể được thanh toán cho các cổ đông mà không làm giảm khối lượng đầu ra, gây ảnh hưởng tới thương mại hoặc bỏ lỡ các dự án đầu tư tạo ra giá trị trong công ty) ít hơn các khoản thu nhập kế toán được báo cáo (các khoản thu nhập được kế toán công bố trong báo cáo thường niên) do nhu cầu đầu tư nhiều tiền mặt.

### **Cách công ty See's Candies minh họa lợi thế kinh tế**

Khi nói đến việc phản ánh vị thế của một doanh nghiệp trên thực tế, các con số kế toán thường khiến chúng ta nhầm lẫn thay vì thông tỏ. Điều quan trọng là chúng ta cần tập trung vào thực tế kinh tế, chứ không phải thống kê phát sinh từ các quy tắc kế toán.

Các quy tắc kế toán thường tính toán "giá trị tài sản hợp lý" sau khi khấu trừ tất cả các khoản nợ của một doanh nghiệp được mua.

Trong hầu hết các trường hợp, số tiền này ít hơn nhiều so với số tiền phải trả để mua doanh nghiệp. Việc này mang lại cho kế toán một vấn đề: tiền mặt (hoặc cổ phần) đã được thanh toán từ bảng cân đối của công ty mẹ, nhưng giá trị hợp lý của tài sản ròng được nhận lại ít hơn. Có vẻ như giá trị đó đã biến mất.

Tất nhiên, nó không biến mất; có những lý do rất đúng đắn để trả giá cao hơn giá trị hợp lý của bảng cân đối kế toán, chẳng hạn như bởi công ty có một thương hiệu tuyệt vời, có bằng sáng chế sinh lợi hay mối quan hệ tuyệt vời với khách hàng. Bởi vậy chúng tôi nói rằng số tiền trả thêm bên ngoài giá trị hợp lý đó là khoản chi trả cho lợi thế.

Nhưng kế toán viên cần phải xử lý tính kỹ thuật hình thức của lợi thế - sự khác biệt giữa số tiền thanh toán và giá trị hợp lý. Cái này cũng được đưa vào bảng cân đối tài sản. Thông thường quy tắc kế toán sẽ nhấn mạnh rằng lợi thế kế toán được coi là giảm dần theo từng năm. Trong trường hợp của Candies See's, quy tắc vào thời điểm đó là họ sẽ phân bổ trong thời gian 40 năm với số tiền hằng năm bằng nhau. Việc này sẽ làm giảm số liệu lợi nhuận hằng năm trong 40 năm, cũng như số liệu tài sản của bảng cân đối kế toán.

Nhưng điều này không phản ánh thực tế kinh tế. BCS đã chi 25 triệu đô la cho See's, trong đó chỉ có 8 triệu đô la tài sản hữu hình ròng. Nó kiếm được khoảng 2 triệu đô la. See's Candies, giống như nhiều doanh nghiệp khác, kiếm được tỷ suất lợi nhuận trên tài sản hữu hình ròng (giá trị hợp lý) cao hơn nhiều so với tỷ suất trên thị trường - trong trường hợp của See's Candies, lợi tức thu lại trên tài sản hữu hình ròng là 25% sau thuế (mang lại 2 triệu đô trên 8 triệu đô tài sản).

*Làm thế nào See's có thể làm được điều đó?*

Trả lời câu hỏi này đưa chúng ta đến một loại lợi thế khác: đó là lợi thế kinh tế. Sự kết hợp giữa tài sản trên bảng cân đối (hàng tồn kho, máy móc...) và các tài sản vô hình (như danh tiếng với người tiêu dùng) sẽ cùng nhau tạo ra lợi thế kinh tế, bởi nó cho phép tính giá cao hơn. Bởi vậy, danh tiếng có thể tạo ra một thương hiệu tiêu dùng và một thương hiệu tiêu dùng có thể tạo ra lợi thế kinh tế.

Theo quan điểm của kế toán, Blue Chip đã thanh toán 17 triệu đô bên ngoài tài sản hữu hình ròng. Số tiền này được tính ra tương đương với 425.000 đô/năm trong 40 năm. Lợi nhuận được báo cáo bởi vậy phải bị giảm xuống theo số tiền này.

Theo quan điểm của một người đặt nặng giá trị doanh nghiệp (từ góc nhìn của một nhà đầu tư chẳng hạn), chúng ta cần phải biết rằng đặc quyền kinh tế đang suy giảm. Trong trường hợp của See's, lợi nhuận tăng lên và phát triển. Ví dụ, năm 1983, họ đã đạt được 13 triệu đô la sau thuế. Và thật ngạc nhiên là họ đạt được điều đó chỉ với 20 triệu đô tài sản hữu hình ròng. Bởi vậy, chúng ta có thể

nói rằng lợi thế kinh tế của See's đã không giảm bớt, ngay cả khi kế toán đã làm suy giảm lợi thế của họ trên giấy tờ (vào khoảng 12.5 triệu đô vào năm 1983). Khách hàng vẫn thích mua kẹo của See's và lợi thế kinh tế vẫn đang phát triển, vì vậy bạn có thể thấy rõ những con số kế toán khác biệt với thực tế kinh doanh ra sao.

Cả nhà quản lý và nhà đầu tư đều có một số quy tắc cần tuân theo khi xem xét lợi thế từ quan điểm kế toán và từ quan điểm giá trị kinh tế:

- Khi xem xét lợi nhuận của một đơn vị kinh doanh, đồng thời bỏ qua khoản suy giảm lợi thế và chi phí khấu hao thương mại (khấu trừ hằng năm để phản ánh việc giảm giá trị tài sản cố định vô hình như bằng sáng chế hay cạn kiệt tài nguyên thiên nhiên), thì chúng ta sẽ tập trung vào lợi nhuận thu được từ tài sản hữu hình ròng không vay nợ (không có khoản vay). Việc này sẽ giúp đánh giá sức hấp dẫn kinh tế của doanh nghiệp này, cũng như giá trị hiện tại của lợi ích kinh tế mà không bóp méo các khoản khấu trừ kế toán cho lợi thế thương mại...
- Khi cố gắng đưa ra quyết định mua lại một doanh nghiệp, hãy bỏ qua các khoản khấu hao. Chúng không nên được khấu trừ từ thu nhập. Việc này là để nhằm nhìn nhận tất cả chi phí phải trả cho lợi thế.
- Chi phí mua lại doanh nghiệp nên được xem như toàn bộ giá trị kinh doanh nội tại của tất cả các khoản thanh toán được thực hiện, dù là dưới hình thức tiền mặt hay cổ phiếu cho bên đầu tư, không chỉ là giá trị kế toán ghi nhận. Bên đầu tư sẽ không tích lũy được giá trị nếu họ thanh toán một mức giá quá cao cho lợi thế kinh tế đó, trừ khi đó là một công ty rất tốt.

## **Bài học đúc kết**

1. Hãy mua một công ty có nhiều nhà cung cấp cạnh tranh nhau cho đầu vào nhưng bán ở nơi bạn có quyền định giá. Buffett nói rằng nếu bạn có thể mua trong một thị trường đã được hàng hóa (nhiều người bán các sản phẩm tương tự), và bán cho người mua yêu

thích thương hiệu và sẵn sàng trả phí cao hơn cho nó, thì "đó rõ ràng là một công thức để thành công trong kinh doanh... chúng tôi đã kiếm được cả một gia tài nhờ cách tiếp cận này tại See's Candies kể từ khi chúng tôi mua nó 40 năm về trước."<sup>100</sup>

2. Luôn luôn ca ngợi các nhà quản lý chủ chốt của bạn. Buffett thường nhấn mạnh đến hiệu suất của Chuck Higgins "và sự khẳng định cuồng tín của ông về chất lượng sản phẩm và dịch vụ thân thiện đã mang lại lợi ích cho khách hàng, nhân viên và chủ doanh nghiệp."<sup>101</sup>

3. Đánh giá tâm lý của khách hàng. See's được xem là một phần linh hồn của người dân bờ Tây nước Mỹ. Nó "có một tài sản khổng lồ không thể hiện trên bảng cân đối của nó: một lợi thế cạnh tranh rộng lớn và lâu dài mang lại sức mạnh định giá đáng kể".<sup>102</sup>

4. Tìm kiếm lợi nhuận cao với số vốn nhỏ. Mức đầu tư vốn thấp để tạo ra sự gia tăng thu nhập lớn ở See's có thể xem là một sự kết hợp phi thường.

5. Hãy trả tiền cho thương hiệu. Lúc đầu, Buffett và Munger lưỡng lự về việc trả giá cao hơn giá trị tài sản hữu hình thực của See's. Tỷ suất lợi nhuận cao từ vốn đầu tư về sau cho thấy See's ở mức giá 25 triệu đô đó còn là rẻ.

6. Tiếp tục học hỏi. Kinh nghiệm của Buffett về sự tăng trưởng phi thường của See's đã củng cố sự ngưỡng mộ ngày càng tăng của ông với các thương hiệu mạnh. Việc này dẫn đến nhiều khoản đầu tư có lợi nhuận khác.

# Thương vụ số 21 Thời báo Washington Post

Tóm tắt thỏa thuận



T

Ừ cuối những năm 1960, Buffett đã tìm kiếm trong vô vọng các công ty với giá cả hợp lý, ông tự so sánh mình như một người đàn ông bị bỏ đói trên sa mạc.

Ông đã cố gắng mua lại một vài công ty cho Berkshire Hathaway từ năm 1970 đến năm 1973, nhưng kết quả trước mắt không mấy khích lệ khi ông chứng kiến giá trị của danh mục đầu tư giảm dần: "Chúng tôi đã có một khoản sụt giảm đáng kể - trên 12 triệu đô trong số cổ phần chúng tôi nắm giữ vào cuối năm."<sup>103</sup>

Việc này có thể gây nản lòng với Buffett vào thời điểm đó, nhưng nó sẽ mãi mãi là một sự khích lệ cho chúng ta, những người phải trải qua những giai đoạn dài mà ở đó, Quý ông Thị trường không đánh giá lại những cổ phiếu đang bị định giá thấp. Bất kể thế nào đi chăng nữa, chúng ta vẫn nên giữ nguyên tắc của mình, giá trị rồi sẽ có ngày hiển lộ.

Dưới đây là những gì Buffett đã nói với các cổ đông BH của mình vào đầu năm 1974, sau khi giá trị danh mục đầu tư xuống dưới mức những gì ông đã chi trả: "Dù vậy, chúng tôi tin rằng danh mục đầu tư chứng khoán của chúng tôi có chi phí phản ánh giá trị nội tại của doanh nghiệp. Mặc dù sẽ phải chịu khoản hụt đáng kể vào cuối năm, chúng tôi vẫn kỳ vọng kết quả khả quan từ danh mục đầu tư trong dài hạn."<sup>104</sup> Rõ ràng ông không lấy mức giá của Quý ông Thị trường làm chuẩn mực cho giá trị.

Ông hẳn đã cảm thấy mọi việc đang diễn biến một cách chậm chạp. Báo chí thậm chí còn không đề cập đến giá cổ phiếu của Berkshire, mặc dù nó được trao đổi ở mức giá vào khoảng 80 đô vào giữa năm 1973, tăng 40 đô so với năm 1970. Ngay cả khi danh mục cổ phiếu này chưa nổi trội, Buffett vẫn an lòng bởi ông có thể báo cáo một số kết quả kinh doanh tốt. Trong cả hai năm 1972 và 1973, lợi nhuận hoạt động đã là hơn 11 triệu đô. Các doanh nghiệp bảo hiểm và tái bảo hiểm đã có những năm "đặc biệt tốt" về bảo lãnh phát hành, mang đến không chỉ khoản tiền nhàn rỗi mà còn cả lợi nhuận tốt. Ngân hàng Quốc gia Illinois đạt hết kỉ lục này đến kỉ lục khác. Ngay cả ngành hàng dệt may cũng đem lại lợi nhuận "tương xứng với vốn đầu tư của chúng tôi".<sup>105</sup>

Trên hết, danh mục đầu tư tổng thể, chủ yếu là trái phiếu đã thu được 6.8 triệu đô la thu nhập trong năm 1972. Giá trị sổ sách của BH trên mỗi cổ phiếu đã tăng từ 19.46 đô mỗi cổ phần vào cuối năm 1964 lên 70 đô la vào năm 1973.

Bất chấp thành công kinh doanh đó, hầu như chẳng mấy ai tham dự cuộc họp thường niên của công ty. Có hai người đã đến là anh em nhà Taff - Conrad và Edwin. Conrad trước học cùng lớp của Graham với Buffett. Họ có thể trò chuyện không ngừng; họ sẽ dành hàng giờ thảo luận về các vấn đề đầu tư, bắt đầu với một truyền thống của các câu hỏi và câu trả lời kéo dài cả ngày mà đến ngày này vẫn còn tiếp diễn – sự khác biệt bây giờ là có hơn 40.000 người khác cũng tham gia các cuộc họp thường niên này.

### **Đúng một nửa vời**

Buffett cảm thấy khó khăn khi đầu tư bởi làn sóng đầu tư theo xu hướng vào đầu những năm 1970, đẩy giá cổ phiếu lên mức bất thường. Điều nên làm là mua cổ phiếu trong nhóm 50 công ty có vốn hóa lớn phổ biến. Bạn sẽ có một loạt các khoản đầu tư tăng trưởng vững chắc và có thể thoải mái ngủ ngon. Chúng được cho là cổ phiếu người mua quyết rất nhanh bởi sự ổn định cũng như khả năng minh chứng sự tăng trưởng lợi nhuận nhanh của chúng. Trên thực tế, bạn không bao giờ nên bán.

Tuy nhiên, nhiều người đã bán ra với hệ số giá trên thu nhập từ 50 trở lên (trung bình là 42) – sao có thể mua khi lợi nhuận trên thu nhập chỉ chiếm 2%? Từ khoá “tăng trưởng” chính là nguyên nhân ở đây. Các công ty này được sinh ra để phát triển thu nhập bằng cách tăng giá cổ phiếu ở một mức tuyệt vời và bởi thế, giá cổ phiếu cao là hoàn toàn hợp lý. Chẳng có lý gì chúng khiến bạn thất vọng cả. Tư duy cảm tính này được lan rộng ra khắp thị trường, cho đến khi phần lớn các cổ phiếu niêm yết đều có vẻ quá đắt với Buffett.

Các cổ phiếu đúng một nửa vời này bao gồm Avon, Polaroid và Xerox. Đúng, đây đều là các doanh nghiệp tốt, nhưng liệu họ có phải là các thương vụ đầu tư tốt? Hệ suất giá trên thu nhập từ các công ty này vào cuối năm 1972 lần lượt là 61,95 và 46. Và rồi, vào đầu năm 1973, đã có vết nứt nhỏ trong lòng tin của thị trường, khi chỉ số Dow Jones giảm từ 1.000 xuống 900. Một số cổ phiếu còn giảm nhiều hơn, cỡ khoảng 50%.

Và rồi, năm 1974, suy thoái thực sự đặt chân đến cửa: thị trường chứng khoán sụp đổ gần 50% chỉ trong vòng hai năm. Vào thời điểm tồi tệ năm 1974 của Avon, cổ phiếu của nó đã giảm xuống 86%. Polaroid giảm 91% từ đỉnh cao và Xerox giảm 71%. Biểu đồ 21.1 minh họa giai đoạn này của Dow Jones.



*Biểu đồ 21.1: Chỉ số công nghiệp Dow Jones (1968-75)*

### **Buffett đã không nhàn rỗi trong những giai đoạn thịnh vượng bất hợp lý này**

Vào đầu năm 1973, Buffett đã thuê Salomon Brothers huy động thêm 20 triệu đô trái phiếu cao cấp cho BH, mặc dù ông không cần thêm tiền mặt cho hoạt động kinh doanh. Khoản tiền này giúp trả một phần khoản nợ cũ trị giá 9 triệu đô, phần còn lại giúp tăng cường sức mạnh cho danh mục cổ phiếu khi đến thời điểm thích hợp. Khoản tiền này đến từ 20 tổ chức đầu tư và đến hạn vào năm 1993.

Ông cũng bận rộn phân tích các công ty, mặc dù không thể quyết định mua nhiều vào cuối những năm 1960 và đầu những năm 1970. Khi cổ phiếu giảm trong năm 1973 và năm 1974, một số doanh nghiệp xuất sắc có thể mua được ở mức giá hấp dẫn. Buffett đã sẵn sàng, ông đã chuẩn bị trong những năm trước và biết rõ chất lượng những gì mình đang mua. Ông có thể mua nhiều cổ phiếu có hệ số giá trên thu nhập chỉ cỡ một hàng đơn vị.

Vào giữa năm 1974, chủ nghĩa bi quan sâu sắc đã lan rộng khắp cộng đồng chứng khoán, với những người sợ hãi trước cuộc suy thoái kinh tế và lạm phát 12% (lạm phát đình đốn). Nhưng Buffett thì hoàn toàn khác, ông đã có một thời gian tuyệt vời. Ông rất phấn khích bởi ông có thể đón nhận những gì người khác đang vứt đi. Như cách ông đã nói nhiều lần: "Hãy sợ hãi khi những người khác tham lam và hãy tham lam khi những người khác đang sợ hãi."

Trong một cuộc phỏng vấn do Anthony Simpson thực hiện có tựa đề "Hãy nhìn các cô gái xinh đẹp chừng diện ngoài kia kìa!", Buffett được hỏi "Ông nhìn nhận thị trường chứng khoán hiện tại như thế nào?"<sup>106</sup>

"Giống như một chàng trai quan hệ tình dục quá nhiều trong một hậu cung", ông đáp lời. "Đây là thời điểm để bắt đầu đầu tư."

Tình huống năm 1974 gợi nhớ Buffett về đầu những năm 1950 khi có rất nhiều cơ hội cho nhà đầu tư giá trị. Trong số những chuyên gia đầu tư của Mỹ, Buffett nhận được sự tôn trọng nhờ năng lực hiểu biết đặc biệt. Sự tôn trọng này càng lớn trước thực tế ông đã công khai tuyên bố từ lâu vào những năm cuối 1960, khi mọi người còn đang rất nhiệt tình, rằng thị trường đang xuất hiện những điều không hợp lý. Hơn thế nữa, ông đã thực sự hành động bằng cách thanh lý danh mục đầu tư của đối tác. Và, sự thông tuệ này đã được minh chứng sau nhiều năm đạt hiệu quả một cách ngoạn mục so với thị trường.

**Bạn không cần phải suy chuyên**

Theo tạp chí Forbes, "Buffett giống như một anh chàng huyền thoại đã bán cổ phiếu vào năm 1928 và đi câu cá cho đến tận năm 1933... Thực sự là ông đã "đi câu cá" từ năm 1969 đến năm 1974. "Tôi cho việc đầu tư là một trong những ngành kinh doanh tuyệt vời nhất trên thế giới, bởi vì bạn không bao giờ phải suy chuyển. Bạn đứng đó và tay ném bóng chày ném cho bạn General Motors ở tốc độ 47! Rồi U.S. Steel ở tốc độ 39! Chẳng ai loại bạn cả. Không có hình phạt nào trừ những cơ hội bị mất. Cả ngày bạn chờ cú đánh mà mình yêu thích và khi những người trên sân đang say ngủ, bạn bước lên và đánh nó."<sup>107</sup>

Buffett đã cố gắng giúp các nhà đầu tư khác bằng cách đưa ra quan điểm tâm lý quan trọng cần có để thực hiện các giao dịch mua bán tốt. Ông khuyên họ không nên quá nhiệt tình và nên kiên nhẫn – việc này được áp dụng khi chờ đợi cho một thị trường quá hưng khởi bình tĩnh lại và cũng như khi mua vào các công ty chất lượng. Tại một số thời điểm trong tương lai, giá thị trường sẽ phản ánh chất lượng cao, vì vậy bạn cần phải biết nắm giữ và đợi chờ.

### **Thời báo Washington Post**

Các tờ báo *Washington Post* đã mang lại phần lớn số tiền 9.800 đô la mà cậu bé Buffett 13 tuổi đã tích góp được vào những năm 1940 của thời niên thiếu. Ai có thể nghĩ rằng số vốn nhỏ này rồi sẽ dẫn đến việc Buffett là cổ đông lớn nhất của Washington Post bên ngoài gia đình nắm giữ quyền kiểm soát?

Vào mùa xuân và mùa hè năm 1973, Buffett đã sử dụng một phần số tiền ông kiếm được từ Berkshire Hathaway thông qua khoản vay 20 năm để mua cổ phần của công ty Washington Post. Số cổ phần đó tốn 10.6 triệu và chiếm 9,7% tổng vốn cổ phần của công ty. Ngoài tờ báo Post, công ty còn sở hữu Newsweek, bốn đài truyền hình, hai đài phát thanh, nhà máy in và các nhà máy giấy. Buffett biết doanh nghiệp này trị giá từ 400 triệu đến 500 triệu đô, trong khi Quý ông Thị trường định giá nó ở mức 100 triệu.

*Trước thỏa thuận*

Katherine Graham bị đẩy vào vai trò lãnh đạo Công ty Washington Post một cách bất ngờ ở tuổi 46 và bà chẳng chút hứng thú với nó. Nhút nhát, khiêm tốn và thiếu tự tin, mối bận tâm chính của bà trước đây là làm một bà mẹ nội trợ. Bà không biết gì về quản lý hay biên tập, nhưng coi đó là một nghĩa vụ của bản thân để duy trì di sản cho thế hệ kế tiếp của gia đình.

Cha bà đã mua tờ Washington Post từ vụ phá sản vào năm 1933 và điều hành nó như là một công ty gia đình tư nhân. Sau đó, chồng của Katherine là Philip Kay tiếp quản. Chỉ khi Kay tự sát vào năm 1963, Graham mới trở thành chủ tịch. Tờ báo này lúc đó chỉ đứng thứ ba ở Washington.

Công ty đã không xuất hiện trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) cho đến năm 1971. Ngay cả khi đó, gia đình vẫn duy trì quyền kiểm soát bằng cách nắm giữ cổ phiếu hạng A, đồng thời kiếm tiền bằng cách phát hành cổ phiếu hạng B có tỷ lệ biểu quyết thấp hơn nhiều (cổ đông hạng B có quyền bầu tối đa 30% số thành viên Hội đồng Quản trị).

Cách làm báo tuyệt vời và sự dũng cảm của lãnh đạo đã thúc đẩy tờ Washington Post. Ví dụ, chính quyền Nixon đã lừa dối công chúng Mỹ về nguồn gốc của Chiến tranh Việt Nam. Thật không may cho họ, những bằng chứng về việc đưa ra quyết định của chính phủ đã bị phanh phui trong chùm bài viết về Lầu Năm Góc mà tờ Post đăng lên bất chấp phải đối mặt với sự tức giận sâu sắc trong chính trường và một vụ kiện pháp lý.

Tiếp nối sau đó lại là một năm thành công về mặt báo chí khác, khi các phóng viên điều tra của họ viết một loạt bài về vụ bê bối Watergate, vượt qua những mối đe dọa bạo lực ngầm từ những người có kết nối với Nhà Trắng. Rõ ràng Washington Post đã được đánh giá rất cao, được khẳng định bởi các giải thưởng Pulitzer (cho đến giờ là tất cả 47 giải), và trở thành một toà báo tầm cỡ quốc gia và quốc tế.

Mặc dù toà báo đã trở nên nổi tiếng trên khắp thế giới về tính liêm khiết và xuất sắc của nó, triển vọng kinh doanh được nhìn nhận đã

mờ nhạt dần vào năm 1973. Cảm giác này của Phố Wall xuất phát từ sự oán hận dữ dội từ phía Nhà Trắng. Đã có những tin đồn về việc họ sẽ bị rút giấy phép truyền hình ở Florida, khu vực chiếm khoảng một phần ba thu nhập của công ty. Cổ phiếu của nó liền giảm giá.

### **Đánh giá của Buffett về giá trị của thời báo Washington Post**

Năm 1985, Buffett tuyên bố: "Hầu hết các nhà phân tích an ninh, các nhà môi giới truyền thông, và các nhà quản lý truyền thông đều ước tính giá trị kinh doanh nội tại của công ty là từ 400 đến 500 triệu đô giống chúng tôi. Và định giá thị trường trị giá 100 triệu đô của nó đã được xuất bản công khai hằng ngày cho tất cả mọi người xem."<sup>108</sup>

Tôi sẽ thách thức Buffett một chút về tuyên bố này, điều ông đã nói 12 năm sau khi mua - tôi tự hỏi liệu có một chút nhận thức muộn ở đây không. Thương vụ này rốt cuộc đã là một vụ đầu tư rất tốt. Do đó, khi Buffett nhìn lại năm 1973, có thể mọi thứ có vẻ thật hiển nhiên và nó đáng giá hơn rất nhiều so với những gì ông phải chi trả. Nhưng mọi thứ có vẻ đã không được rõ ràng như vậy vào thời điểm đó.

Hãy tưởng tượng rằng bạn sẽ định giá công ty này từ những dữ liệu trình bày trong Báo cáo thường niên năm 1972, như được trình bày trong Bảng 21.1.

*Bảng 21.1: Bảng cân đối kế toán của Washington Post (Tháng 12 năm 1972, tính theo triệu đô la)*



*Nguồn: Báo cáo thường niên của Công ty Washington Post (1972)*

Giá trị tài sản ròng bị âm, vì vậy rõ ràng quyết định đầu tư này không được thúc đẩy bởi thuyết giá trị tài sản ròng hiện tại của Benjamin Graham. Thế còn lịch sử bán hàng và lợi nhuận thì sao? Thông tin này được thể hiện trong Bảng 21.2.

*Bảng 21.2: Doanh thu và thu nhập ròng của Washington Post (1965-1972, tính theo triệu đô la)*



*Nguồn: Báo cáo thường niên của Công ty Washington Post năm 1972*

Bạn có thấy được mức định giá gần 400 triệu đô Mỹ mà Buffett tuyên bố vào năm 1985 không? Tôi cũng không.

Có một số sự tăng trưởng về lợi nhuận, nhưng không nhiều, và bên cạnh đó, chúng đều thấp hơn 10 triệu đô la, tức là chúng ta đang nói đến hệ số giá trên thu nhập vào khoảng 40 - 50. Tỷ lệ này sẽ khiến hầu hết các nhà đầu tư giá trị phát ốm.

Chúng ta hãy cùng xem xét năm 1972 để thấy được chi tiết hơn tại Bảng 21.3.

*Bảng 21.3: Thu nhập trước thuế từ các hoạt động của Washington Post (1971-1972, tính theo triệu đô la)*



Nhìn vào những con số tăng trưởng đó, tôi hiểu hơn một chút. Một điều bất thường gì đó có thể đã xảy ra ở công ty này. Làm cách nào mà nó tăng thu nhập lên nhiều đến thế? Liệu nó có mua công ty nào không? (Nó không).

Nếu không, làm thế nào nó phát triển một cách tự nhiên như vậy, và nền tảng kinh doanh đó liệu có bền vững trong nhiều thập kỷ? Nếu vậy, tôi có thể đã chấp nhận một hệ số giá trên thu nhập cao hơn nhiều so với 10.

Trước khi tôi xem xét các sự kiện trong năm và các yếu tố định tính, một bộ dữ liệu quan trọng khác sẽ được trình bày trong Bảng 21.4.

*Bảng 21.4: Doanh thu tại Washington Post theo loại khách hàng (1971-1972, tính theo triệu đô la)*



Hơn ba phần tư doanh thu đến từ quảng cáo. Giả sử đặt mình vào vị trí của nhà quảng cáo cửa hàng nội thất hoặc nhà quản lý thương hiệu, bạn muốn quảng cáo ở đâu nhất: trên tờ báo chiếm 60% tổng số lưu hành trong thị trấn, hay một tờ báo với lượng lưu hành nhỏ lẻ?

Tất nhiên, bạn sẽ sẵn sàng trả nhiều hơn để đặt quảng cáo của mình trên báo lớn. Trong những năm qua, các tờ báo lớn có thể tăng lợi nhuận lên rất nhiều mà không tốn quá nhiều chi phí cho việc biên tập hay quản lý. Logic tương tự được áp dụng cho quảng cáo truyền hình và tờ báo tuần đang dẫn đầu thị trường, và đó chính là *Newsweek*.

*Nhưng những thương hiệu này mạnh mẽ đến mức nào? Chúng ta hãy xem xét từng mảng.*

## **Washington Post**

Vào tháng Bảy năm 1972, thị trường báo chí ở Washington đã thay đổi đáng kể. Thời báo Washington Daily News đã ngừng xuất bản. Điều này có nghĩa thành phố quan trọng này – thành phố mà theo báo cáo hằng năm của Washington Post năm 1972, "thành phố giàu nhất, có trình độ học vấn cao nhất và đói khát tin tức nhất thế giới" - chỉ còn lại hai tờ nhật báo, tờ Washington Post (WP) và Washington Star-News.

Trong số đó, WP chiếm vị trí thống trị nhất, với 63% trong tổng số quảng cáo và ba trong số năm người trưởng thành đọc nó mỗi ngày. Khi nói đến ấn bản ngày Chủ nhật, hai phần ba dân số đọc Washington Post. Lượng phát hành hằng ngày của Washington Post đã tăng lên một phần ba trong vòng 15 năm qua, với lượng phát hành ấn bản Chủ nhật tăng lên con số khổng lồ - hai phần ba.

Vậy là chúng ta có một tờ báo chiếm ưu thế ở thành phố có ảnh hưởng nhất nước Mỹ với sự thèm khát báo chí chất lượng ngày càng gia tăng. Như trong báo cáo hằng năm đề cập, "lợi nhuận đến

từ quảng cáo và xuất bản hứa hẹn sẽ tiếp tục". Với mức độ cố thủ và triển vọng tăng trưởng đó, tôi sẽ sẵn sàng trả cao hơn nhiều so với mức thu nhập năm ngoái, hơn mức 10 mà Quý ông Thị trường đã đề nghị vào thời gian đó.

Hãy đặt câu hỏi này: Liệu bạn thích chơi đấu vật với gấu xám hơn hay là thử cạnh tranh với Washington Post trong thị trường sân nhà của nó vào năm 1973? Nếu bạn chọn gấu xám, tức là bạn đã thấy rằng tờ báo này có một lợi thế kinh tế mạnh mẽ thế nào. Các nhà quảng cáo còn có thể đi đâu khác chứ?

## **Newsweek**

Trong lĩnh vực tin tức hàng tuần, ấn phẩm tổng hợp thống trị là Newsweek, cùng với tạp chí Time. Newsweek đứng đầu về mặt quảng cáo. Doanh thu quảng cáo đạt mức cao mới vào năm 1972, leo dốc lên tới 72.5 triệu đô la. Tại thị trường Mỹ, thông thường một tuần bán được 2.725.000 tờ. Ngoài ra, 375.000 tờ được bán ở 150 nước khác. Nó đã được phân nhánh ra thêm Newsweek Books, và vào năm 1973 được xem là "một doanh nghiệp có quy mô và có lợi nhuận"<sup>109</sup>. Lợi nhuận của bộ phận Newsweek đã tăng hơn gấp đôi trong vòng một năm.

Lại một lần nữa, hãy tự đặt câu hỏi: Liệu bạn có muốn thiết lập một đối thủ cạnh tranh với mức độ nhận diện cùng sự tôn trọng của người đọc được xây dựng qua nhiều thế hệ của Newsweek?

## **Truyền hình**

Trở lại những năm 1970, các đài truyền hình được cấp giấy phép để in tiền bởi thể lực độc quyền địa phương hay độc quyền tập đoàn. Vào cuối năm 1972, công ty Washington Post đã có bốn đài, nhưng đang chuẩn bị mua đài thứ năm. Nó cũng có hai đài phát thanh. Báo cáo thường niên năm 1972 đã làm giảm tầm quan trọng của thương hiệu (có lẽ để tránh các nhà chức trách biết về lợi nhuận tiềm năng nhờ tỷ lệ quảng cáo cao): "ba đài truyền hình và hai đài phát thanh của chúng tôi đã đạt được những vị trí cạnh tranh lành mạnh trên thị trường. Khi chúng tôi bước qua quý I năm 1973, tôi vô cùng lạc

quan... chúng tôi đã đạt được một điểm khởi đầu, điều sẽ mang đến thành công mới trong đầu ra báo chí và chương trình phát thanh truyền hình, cũng như trong kết quả tài chính của chúng tôi."

Ngay cả khi bạn muốn thử cạnh tranh với các đài này, bạn cũng không thể, bởi bạn sẽ không nhận được giấy phép.

### **Sự biến chuyển nhận định đã hoàn tất**

Những nghiên cứu về trường hợp này cho thấy vào năm 1973, Buffett đã đặt một lượng lớn giá trị sức mạnh của thương hiệu kinh tế và chất lượng quản lý lên hàng đầu, dẫn đến kỳ vọng lớn về tăng trưởng lợi nhuận trong tương lai. Ở đây, hầu như không có sự đóng góp của bảng cân đối kế toán trong quyết định mua, ngoại trừ việc không có rủi ro thanh toán tài chính và rủi ro về tính thanh khoản.

Vì vậy, mặc dù Buffett có phần bị ảnh hưởng bởi bảng cân đối trong trường hợp của See's Candies, nhưng trong trường hợp của công ty Washington Post, khi nhận thấy triển vọng thương hiệu thương mại mạnh mẽ đến vậy, ông chỉ cần biết điều duy nhất là bảng cân đối kế toán đó không nguy hiểm. Những gì ông tập trung có đến 95% là định tính: những thứ như sự đánh giá cao của người đọc đối với Newsweek và Washington Post, và sự gắn bó tình cảm với các đài truyền hình và phát thanh địa phương. Mặt khác, cổ tức gần đây đã tăng gấp đôi và các giám đốc thì nói về triển vọng tăng trưởng lành mạnh.

Buffett đã lạc quan một cách ngớ ngẩn?

Khi nói đến thương vụ này, việc Buffett đã định giá nó ở mức 400 – 500 triệu là đúng hay sai cũng không quan trọng.

Khi mua ở mức vốn hóa thị trường là 100 triệu đô la, ông có được một biên độ an toàn rất lớn, cho dù giá trị thực sự hóa ra là 200 triệu đô la hay 500 triệu đô la đi nữa. Tôi nghĩ rằng tất cả chúng ta đều đồng ý rằng doanh nghiệp này có giá trị ít nhất là 200 triệu đô la (với giả định rằng Nhà Trắng sẽ không đóng cửa nó). Do đó, với mức

vốn hóa thị trường là 100 triệu đô la, ông đã có thể mua được nó với giá thấp hơn một nửa.

Chất lượng của thương hiệu và quản lý đã làm cho nó trở thành một khoản đầu tư an toàn đáng kể ở mức 10.6 triệu đô la cho 10% thu nhập và lợi tức trong tương lai.

## **Thỏa thuận**

Sau khi tích lũy được trên 5% cổ phần của Washington Post vào cuối mùa xuân năm 1973, Buffett đã viết thư cho Katherine Graham nói rằng ông muốn mua nhiều hơn. Bà đã rất sợ hãi cho rằng có kẻ muốn cướp công ty ra khỏi bàn tay của gia đình mình hoặc sử dụng nó vì mục đích chính trị và bởi thế, bà đã không đón nhận bức thư từ Omaha này với nhiều cảm tình.

Dù sự ám áp mà Buffett thể hiện trong bức thư, với trọng tâm là những lời ngợi ca chất lượng báo chí và sự ngưỡng mộ lâu năm của ông với tờ Washington Post từ thời thơ ấu đã giúp bà bình tĩnh lại đôi chút, nhưng bà vẫn rất sợ. Bạn bè và các nhà cố vấn đã nói với Graham rằng, về mặt logic, không có cách nào bà có thể mất quyền kiểm soát công ty, dù cho Berkshire Hathaway có mua bao nhiêu cổ phiếu đi nữa, bởi vì các cổ phiếu B được giao dịch công khai có rất ít quyền biểu quyết. Điều tốt nhất người mua có thể hy vọng, ngay cả khi họ mua một phần lớn lượng cổ phiếu hạng B, là có được một chỗ trong Hội đồng Quản trị. Bà vẫn kiểm soát tất cả các cổ phiếu hạng A.

### *Buffett thuyết phục thành công Katherine Graham*

Graham đồng ý gặp Buffett. Chẳng mất nhiều thời gian để bà bị chinh phục trước sự thông minh, tính lịch sự và hài hước của ông. Trong một cuộc họp thứ hai, vào mùa thu, Buffett đã nói rõ rằng ông không có ý định thôn tính công ty của bà. Ông thuyết phục được bà và họ trở thành những người bạn tốt suốt đời.

Berkshire Hathaway đã mua 467.150 cổ phiếu hạng B của Công ty Washington Post với giá 10,6 triệu đô. Chẳng bao lâu sau, số cổ

phiếu này được chia tách thành 934.300 cổ phiếu. Vào năm 1979, chúng lại được chia tách thành 1.868.000 cổ phiếu, sau đó giảm nhẹ do bị mua lại. Nhìn chung, có tất cả 4.8 triệu cổ phiếu được lưu hành (cả hạng A và hạng B) vào năm 1973.

Để trấn an Graham, Buffett đã đồng ý, bằng văn bản rằng mình sẽ không mua thêm nữa trừ khi bà cho phép. Hãy lưu ý sự sẵn lòng mua một công ty khi ông có rất ít quyền biểu quyết. Nếu ông tin tưởng những người chủ chốt, ông sẽ không còn phải lo lắng về quyền kiểm soát nữa.

Sau này Buffett đã sắp xếp cho con trai của Graham - Don bỏ phiếu với tư cách đại diện của BH trên cổ phần của ông trong WP - ông nghĩ Don rất thông minh cũng như đáng tin cậy.

### **Điều gì đã xảy ra sau thương vụ này?**

Ngay lập tức, công ty mà Buffett nghĩ là đáng giá 400 - 500 triệu đô la đã đối diện với Quý ông Thị trường trong một tâm trạng vô cùng xấu hổ. Một công ty với mức dư nợ thấp, lợi thế thương hiệu đã giảm giá trị thị trường từ 100 triệu xuống chỉ khoảng 80 triệu đô, đánh mất một phần năm giá trị nội tại ước tính của nó. Một cuộc đình công làm tê liệt hệ thống càng làm cho mọi thứ tồi tệ hơn, bên cạnh những mối đe dọa rút giấy phép truyền hình từ vụ Watergate. Trong thời gian cuộc đình công này diễn ra, Graham và Buffett thường xuyên phải tự tay ngồi sắp xếp và dán nhãn các tập báo đến tận 3 giờ sáng. Họ sẽ về nhà trong dờn bản và kiệt sức.

Cuối cùng mọi thứ cũng được giải quyết; cuộc đình công được hoà giải và chính quyền Nixon sụp đổ. Nhưng phải mất ba năm sau khi Berkshire Hathaway mua cổ phần của Công ty Washington Post, giá cổ phiếu mới quay trở lại mức mà Buffett đã mua.

Graham dựa dẫm rất nhiều vào người bạn mới đến từ Omaha của mình, người mà bà nhanh chóng nhận ra rằng sẽ sẵn sàng chia sẻ sự khôn ngoan trong kinh doanh và đầu tư. Buffett sẵn sàng cho bà tiếp cận núi kinh nghiệm và sự thông tuệ của mình. Ông cũng đã giúp bà tự tin hơn bằng cách nói cho bà biết bà thông minh đến thế

nào, điều ông thực sự tin tưởng. Mối quan hệ đó thân thiết đến mức bà thậm chí còn nhờ Buffett giúp bà viết bài diễn văn như bài diễn văn trước các chuyên gia Phố Wall. Buffett cũng dạy cho Graham một số bài học về kế toán.

Một lần nữa, chúng ta lại thấy Buffett xác định rất rõ người quan trọng cho một trong những hoạt động kinh doanh của mình, và rồi nuôi dưỡng mối quan hệ với cá nhân đó như một người bạn và một người lãnh đạo. Ông đã không nghi ngờ các quyết định trong hoạt động của Graham, mà chỉ hỗ trợ và đưa ra lời khuyên khi được yêu cầu, ca ngợi khi bà đạt được thành quả và lắng nghe khi bà cần thực hiện các quyết định khó khăn.

Trong trường hợp này, Buffett không có quyền lực thực sự như một cổ đông, nhưng ông đã có được ảnh hưởng bởi Graham tin tưởng ông như một doanh nhân trung thành và thông minh. Khi ảnh hưởng của ông tăng lên, vị thế của ông đã trở nên mạnh mẽ hơn sau khi ông được mời tham gia Hội đồng Quản trị vào mùa thu năm 1974, một vị trí mà ông rất thích. Những kí ức từ thời còn là một cậu bé giao báo để rồi bây giờ thấy mình đóng vai trò lãnh đạo khiến việc này càng trở nên ngọt ngào hơn. Ông đã bị cuốn hút bởi báo chí, thậm chí đến mức ông nói nếu ông không theo đuổi sự nghiệp của một nhà đầu tư, có lẽ gần như chắc chắn ông sẽ trở thành một nhà báo.

Là một trong những người bạn thân nhất, Buffett sẽ ở nhà Graham mỗi tháng một lần trước cuộc họp hội đồng quản trị, trở thành một sự hiện diện quen thuộc với bốn đứa con của bà, người coi ông như một người chú ruột.

Buffett đã từ bỏ hội đồng quản trị của WP vào năm 1986 vì ông muốn có vị trí giám đốc tại Capital Cities, một tập đoàn truyền thông rất thành công mà Berkshire đã mua. Cơ quan quản lý truyền thông không cho phép một người trở thành giám đốc của hai công ty nếu một công ty có mạng lưới truyền hình còn cái kia có hệ thống truyền hình cáp. Buffett hình dung ông có thể giữ được tầm ảnh hưởng của mình tại Công ty Washington Post mà không cần nằm trong Hội

đồng Quản trị. Khi Capital Cities được bán cho Disney vào năm 1996, Buffett liền quay trở lại ban quản trị WP.

### **Hãy giữ lấy những chiếc ví tơ tằm**

Năm 1987, gần như mọi cổ phần trong danh mục đầu tư của Berkshire được bán hết, ngoại trừ ba cổ phần. Một trong ba công ty được chọn là Washington Post. Trong bức thư năm 1987 của ông gửi tới các cổ đông, Buffett đã giải thích logic của ông về việc nắm giữ ba công ty này ngay cả khi thị trường đang ép giá cổ phiếu lên tới mức đắt đỏ là: "Chúng tôi xem các khoản đầu tư này giống như các doanh nghiệp thành công mà chúng tôi kiểm soát được – chúng là một phần thường trực của Berkshire chứ không phải một món hàng hoá được đẩy đi khi Quý ông Thị trường chịu trả một mức giá rất cao cho chúng tôi." Ông nói rằng cách tiếp cận này phù hợp với tính cách của Charlie Munger và bản thân mình, cũng như cách họ muốn sống cuộc sống của mình. Ông muốn làm việc với những người mình vô cùng yêu mến và kính phục, ngay cả khi điều đó có nghĩa là sẽ bị mất một phần lợi nhuận tài chính.

Ba công ty này là Capital Cities/ABC mà trong đó gần 0.5 tỷ đô đã được đầu tư (sau đó trị giá 1 tỷ đô la vào năm 1987), GEICO với chi phí 45.7 triệu đô nhưng có giá trị 757 triệu đô vào năm 1987 và Washington Post, trị giá 323 triệu đô vào năm 1987.

Cùng một logic được áp dụng dù ông mua một doanh nghiệp ông có thể kiểm soát hoàn toàn hay một cổ phần thiểu số trong một công ty được giao dịch trên thị trường chứng khoán: "Trong mỗi trường hợp chúng tôi đều cố gắng mua vào các doanh nghiệp có nền kinh tế thuận lợi lâu dài. Mục tiêu của chúng tôi là tìm một doanh nghiệp xuất sắc ở một mức giá hợp lý, không phải là một doanh nghiệp tầm thường ở mức giá hời. Charlie và tôi nhận thấy rằng điều tốt nhất chúng tôi có thể làm là tạo nên những chiếc ví tơ tằm từ sợi to tằm, đưa chúng tôi tai lợn, chúng tôi sẽ thất bại ngay."<sup>110</sup>

*\* Câu nói này bắt nguồn từ câu nói nổi tiếng “make a silk purse out of a sow’s ear”, có nghĩa là làm ra ví tơ tằm từ tai lợn, nhằm ám chỉ*

*năng lực làm ra những điều tuyệt vời từ những thứ tầm thường. Câu nói này xuất hiện lần đầu trong cuốn sách The Ephemerides of Phialo của Stephen Gosson năm 1579. (ND)*

## **Sự đóng góp của Washington Post vào Berkshire Hathaway**

Một khoản đầu tư trị giá 10.6 triệu đô la đã trở nên có giá trị thị trường ở mức hơn 1.300 triệu đô la vào năm 2005, đã khấu trừ khoản cổ tức nhận được. Nhưng hãy nhớ rằng Buffett đã phải rất kiên nhẫn với Quý ông Thị trường: đến năm 1981, thị trường mới định giá công ty ở mức 400 - 500 triệu đô mà Buffet đã tin tưởng vào năm 1973. Hình 21.2 cho thấy các phần thưởng mà Washington Post đã mang đến cho BH trong giai đoạn từ năm 1973 đến năm 2008.

Như chúng ta đều biết, trong thập kỷ qua, báo chí gặp khó khăn và bởi vậy cổ phiếu của WP đã trượt giá trong giai đoạn này. Ngay cả khi tính cả sự suy thoái gần đây, khoản đầu tư này vẫn mang lại gấp nhiều lần số tiền mà Buffett đã bỏ ra. Ví dụ, khi nhân loại bước sang một thiên niên kỷ mới, cổ tức hàng năm đã đạt đến con số tương đương với số tiền mà Berkshire phải trả cho mỗi cổ phiếu trước đây. Và ngày nay Berkshire Hathaway vẫn thu lợi từ thu nhập của đài truyền hình. Hình 21.3 cho thấy giá cổ phiếu của Công ty Washington Post (nay là Công ty Graham Holdings Company, GHC) từ năm 1990 đến năm 2016. Berkshire Hathaway đã trả khoảng 5 đô/cổ phiếu (tính cả những lần chia tách).

*Hình 21.2: Phần thưởng cho BH từ Công ty Washington Post*



*Nguồn: Các bức thư của Chủ tịch Berkshire Hathaway; báo cáo Thường niên của Công ty Washington Post.*

**Các đóng góp về mặt quản lý của Buffett tại Công ty Washington Post**

Với tư cách là giám đốc của Công ty Washington Post, Buffett đã chia sẻ những hiểu biết của mình về thực tiễn quản lý tốt. Ở đây chúng tôi xem xét một số đóng góp của ông trong việc giúp định hình công ty.

### *Mua lại cổ phần*

Một điều mà Buffett nhấn mạnh là mua lại cổ phần. Ông thuyết phục ban giám đốc rằng khi giá đủ thấp, việc công ty mua lại cổ phần của chính mình từ thị trường có ý nghĩa rất lớn. Theo cách này, thu nhập trên mỗi cổ phiếu có thể tăng lên, nâng giá trị của các cổ phiếu còn lại: thu nhập chủ sở hữu hàng năm được chiết khấu trong tương lai được chia ra sẽ ít hơn, giúp tăng giá trị hiện tại.

*Hình 21.3: Giá cổ phiếu của công ty Graham Company Holdings (Từ năm 1990 – 2016)*



*Nguồn: Yahoo Finance*

Việc này có thể được thực hiện khi cổ phiếu đang được bán dưới giá trị nội tại theo cách tính toán bảo thủ. Công ty phải có các quỹ sẵn có bằng tiền mặt hoặc thông qua các khoản vay mượn hợp lý, và các khoản này phải là những khoản không cần thiết để đầu tư kinh doanh trong các dự án tạo ra giá trị.

Trong nhiều năm qua, khoảng một nửa số cổ phiếu của Washington Post đã được mua lại. Kết quả là quyền sở hữu của Berkshire Hathaway đã tăng từ 10% năm 1973 lên trên 18% vào năm 1999, dù không mua thêm một cổ phiếu nào.

### *Các vụ tiếp quản và các công ty start-up*

Buffett cũng ngăn cản Hội đồng quản trị trả giá cao trong những cuộc đấu thầu cho các tài sản truyền thông nóng sốt - chỉ đơn giản là không cần phải theo kịp sự phấn khích khi các danh hiệu báo chí,

truyền hình hoặc nhượng quyền thương mại truyền hình cáp đang lên cơn sốt. Tốt hơn là nên giữ tiền mặt.

Sự tàn tiện cũng như ảnh hưởng của Buffett lên Katherine Graham làm nản lòng nhiều nhà quản lý và giám đốc cao cấp. Tuy nhiên, những ý tưởng mới và những thương vụ đầu tư mạo hiểm vào các công ty start-up không phải là điều mà Washington Post hướng tới trong mắt Buffett. Ông coi nó là nguồn chu cấp dòng chảy thu nhập có độ rủi ro thấp trên cơ sở kinh doanh vững chắc và lâu dài, chứ không phải là một phương tiện để suy đoán về một ý tưởng mới có thể hiệu quả... có thể không.

Ngay cả khi các chuyên gia truyền thông và công nghệ nghĩ một điều gì đó có vẻ rất triển vọng, ví dụ như kênh tin tức 24 giờ, Buffett cũng vẫn thận trọng nếu cảm thấy việc này nằm ngoài phạm vi khả năng của mình, và thậm chí còn thận trọng hơn nếu ông nghĩ rằng nó nằm ngoài phạm vi khả năng hiểu biết của đội ngũ quản lý.

Cơ hội chắc chắn đã bị bỏ lỡ, tuy nhiên lợi nhuận từ vốn trong các doanh nghiệp khác nhau của Washington Post vẫn cao, và điều này đồng nghĩa lợi nhuận trên cổ phiếu là rất tuyệt vời. Lợi nhuận này có thể đạt được khi họ không phải lo lắng mình đang ủng hộ một dự án sai lầm và mất tất cả trong trò chơi suy đoán về tương lai.

Buffett rất quan tâm đến các công ty gắn bó với những lĩnh vực kinh doanh mà họ có một lợi thế cạnh tranh khác biệt, có lợi thế về giá và mang lại lợi nhuận cao từ vốn đầu tư. Bất kỳ khoản tiền thặng dư do một công ty tạo ra chỉ nên được giữ lại để đầu tư vào các dự án mới nếu có sự chắc chắn nhất định rằng nó có thể tạo ra một mức lợi nhuận thỏa đáng cho mỗi đồng đô la đầu tư; phần còn lại sẽ đến tay các cổ đông qua các dòng chảy khác. Tăng trưởng về quy mô được đo lường bằng doanh thu; vốn hóa thị trường hoặc lợi nhuận không phải là mục tiêu; lợi nhuận trên vốn đầu tư cao mới là mục tiêu.

Cách tư duy này có nghĩa là trong vài thập niên tiếp theo, Washington Post đi chệch rất ít khỏi hình thức và cấu trúc mà Buffett nhìn thấy khi ông bắt đầu mua cổ phần. Nó đã thử một số ý tưởng, chẳng hạn như một tạp chí thể thao, nhưng đây chỉ là một

phần nhỏ so với các thương hiệu gốc của Washington Post, Newsweek và một bộ sưu tập các đài truyền hình, tiếp tục chiếm phần lớn lợi nhuận.

## **Điều không thể tránh khỏi**

Buffett đã miêu tả Washington Post như là một “điều không thể tránh khỏi”. Đây là loại hình doanh nghiệp tốt nhất để sở hữu (nhưng chỉ khi bạn có thể mua ở mức giá hợp lý), bởi chúng chiếm ưu thế trong các ngành công nghiệp hoặc các phân khúc của chúng. Quan trọng hơn, chúng được kì vọng sẽ thống trị trong nhiều thập kỷ nhờ sức cạnh tranh phi thường của mình.

Một cách để nhận biết được ngay trong tâm trí bạn xem công ty bạn đang quan tâm có phải là một thứ không thể tránh khỏi không chính là tưởng tượng nếu bạn phải sống trên đảo trong 10 năm; khi bạn trở lại, liệu công ty đó có còn chiếm lĩnh ngành công nghiệp của mình hay không? Kellogg's có lẽ sẽ vẫn chiếm ưu thế trong thị phần ngũ cốc trong 10 năm tới; Coca-Cola trong đồ uống; Gillette trong dao cạo; Cadbury trong sô cô la. Sức mạnh của chúng xuất phát từ tâm trí người tiêu dùng và tình cảm đó có thể kéo dài qua các thế hệ.

Nhưng liệu Apple có còn chiếm ưu thế trong dòng điện thoại thông minh, BMW trong ô tô và Walmart trong bán lẻ không? Có thể, nhưng không đủ cao để được coi là không thể tránh khỏi vì có quá nhiều khả năng người tiêu dùng sẽ chuyển sang các sản phẩm thay thế khác. Thị trường điện thoại thông minh quá mong manh dễ vỡ, thị trường ô tô cao cấp có quá nhiều tay chơi cho người mua lựa chọn và BMW phải giành giật vị trí hàng đầu hằng năm, và Walmart thì đang bị Amazon tấn công, chưa kể đến các nhà bán lẻ truyền thống khác.

## **Donald Graham: người quan trọng thứ hai**

Con trai của Katherine, Donald, một cựu sinh viên Harvard, cựu chiến binh trong Chiến tranh Việt Nam và cựu cảnh sát viên đã không gia nhập công ty gia đình cho đến khi ông 26 tuổi vào năm

1971 với tư cách một phóng viên nhỏ bé. Ông đã tự vươn lên trở thành phó chủ tịch điều hành, sau đó là chủ biên của tờ báo. Trong suốt thời gian đó, mẹ ông vẫn giữ vị trí chủ tịch hội đồng quản trị và giám đốc điều hành. Cho đến năm 1991 Donald được chỉ định làm giám đốc điều hành của công ty mẹ và trở thành chủ tịch vào năm 1993. Bất chấp bản chất khiêm nhường và phong cách lãnh đạo nhẹ nhàng của mình, Don Graham có một bộ óc kinh doanh tuyệt vời và một trí nhớ siêu phàm.

Don rất ngưỡng mộ người bạn Buffett của mình và bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi những ý tưởng của ông. Buffett luôn ở đó tư vấn mỗi khi Don cần đưa ra các quyết định kinh doanh quan trọng. Cách thức lãnh đạo của ông đã quen thuộc với chúng ta:

- Tập trung vào lợi nhuận lâu dài cho các cổ đông hơn là các mối quan tâm ngắn hạn.
- Luôn phải tìm cách cắt giảm chi phí (ví dụ: không có xe của công ty và thậm chí công nghiệp giá rẻ).
- Tìm các nhà quản lý bạn tin tưởng và ủy thác.
- Phát triển những cán bộ cao cấp của chính bạn bằng cách đào tạo họ trong một thời gian dài và cho họ cơ hội thăng tiến.
- Khi mua các doanh nghiệp, hãy trả giá cho chất lượng nhưng đừng bao giờ trả quá cao, và hãy xác định phải giữ lâu dài.
- Thuyết phục công ty mua lại cổ phiếu của chính mình khi có dư thừa tiền mặt và cổ phần có giá rẻ.

### **Mất mát giá trị thương hiệu**

Ngay cả những thứ "không thể tránh khỏi" cũng sẽ dần mất ưu thế. Tờ Washington Post là một ví dụ. Các phương tiện quảng cáo thay thế trên internet và các kênh tin tức 24 giờ đã tàn phá thế mạnh của thương hiệu.

Trong nhiều thập kỷ, mọi thứ đều ổn. Sau khi Berkshire Hathaway nắm cổ phần trong 14 năm, Công ty Washington Post báo cáo doanh thu thuần (sau thuế) là 269 triệu đô la vào năm 1988. Hãy nhớ rằng, đây là một công ty có vốn hóa thị trường chỉ 80 triệu đô 14 năm trước. Thu nhập ròng trong năm 1998 đạt 417 triệu đô.

Nhưng giống như hàng ngàn tờ báo khắp thế giới, ngay đến cả thương hiệu xuất sắc này cũng bị phá hủy bởi công nghệ mới. Bộ phận xuất bản thời báo và tạp chí của Công ty Washington Post dần không mang lại lợi nhuận. Sự suy giảm ban đầu diễn ra chậm chạp, nhưng sang thế kỷ 21, doanh thu của tờ báo giảm sút và bắt đầu xuất hiện thua lỗ, bất chấp những nỗ lực ngăn chặn chi phí.

Năm 2010, Newsweek đã được bán với giá 1 đô la, với người mua là Sidney Harman chấp nhận chi trả lương hưu và các khoản nợ khác. Năm 2013 Jeff Bezos, người sáng lập Amazon, đã mua tờ Washington Post. Gia đình Graham đã đi đến kết luận rằng tuy báo giấy sẽ vẫn tồn tại dưới sự kiểm soát của họ, nó sẽ hiệu quả hơn nhiều khi được Bezos bổ sung thêm lợi thế về kỹ thuật và tiếp thị của mình. Bezos đã trả 250 triệu cho nó và thề sẽ duy trì truyền thống báo chí độc lập này.

*Còn lại điều gì?*

Phần lớn giá trị của công ty vẫn được duy trì sau vụ bán Newsweek và thời báo Washington Post. Trong một thời gian dài, thời báo này và Newsweek đã là những nguồn thu nhập không đáng kể, mang lại rất ít giá trị cho cổ đông. Dưới sự lãnh đạo tiếp nối của Don Graham, Công ty Washington Post đã sở hữu các hệ thống truyền hình cáp, đài truyền hình, các doanh nghiệp trực tuyến, các tác phẩm in ấn và các mục tin tức truyền hình địa phương. Tuy nhiên, doanh nghiệp quan trọng nhất là công ty giáo dục và đào tạo Kaplan. Công ty này được mua lại vào năm 1984 với giá 40 triệu đô la, nhưng vào năm 2007 Kaplan đã chịu trách nhiệm khoảng 50% doanh thu của công ty mà hiện giá thị trường vào khoảng 3 tỷ đô la. Hẳn là hợp lý để thay đổi tên công ty sau khi bán đi thời báo Post, vì vậy, công ty này liền được đổi tên thành Graham Holdings.

## *Động thái của Buffett*

Vào tháng Ba năm 2014, Berkshire Hathaway đã đồng ý ký hợp đồng với Graham Holdings, theo đó Berkshire cuối cùng đã sở hữu WPLG, một đài truyền hình có trụ sở tại Miami (Buffett đã rời hội đồng quản trị của WPC vào năm 2011). Trong hợp đồng này, Berkshire cũng nhận được cổ phần trong chính mình (BH) mà Graham Holdings đã mua nhiều năm trước cùng tiền mặt.

Tất cả những điều này để đổi lấy khoảng 1.6 triệu cổ phiếu hạng B của Graham Holdings thuộc sở hữu của Berkshire Hathaway. Đến thời điểm này, 1.6 triệu cổ phiếu chiếm khoảng 28% cổ phần, Graham Holdings đã thực hiện việc mua lại cổ phần một cách có hiệu quả, nhưng thay vì trả hết bằng tiền mặt, nó đã trao cho BH một trong những thương hiệu có giá trị của nó. Berkshire cũng vậy, công ty thực hiện mua lại cổ phiếu một cách hiệu quả bằng cách nhận cổ phiếu từ Graham Holdings. Sau thỏa thuận này, Berkshire vẫn nắm giữ khoảng 127.000 cổ phần trong Graham Holdings.

Toàn bộ thỏa thuận mang lại giá trị khoảng 1.1 tỷ đô cho số cổ phiếu Buffett bán lại cho Graham Holdings. Berkshire đã nhận được hơn gấp nhiều lần khoản 10.6 triệu đô mà nó trả cho Công ty Washington Post bốn thập kỷ trước đó.

Hiện nay, nó sở hữu đài truyền hình lớn mạnh lớn thứ 16 tại Mỹ, với 1.66 triệu thuê bao. WPLG là một chi nhánh liên kết với đài ABC của công ty Walt Disney.

## **Phản ánh của Buffett về một trong những khoản đầu tư lớn nhất của ông - và một cái nhìn sâu về mặt học thuật**

Trong bức thư năm 1985 của Buffett gửi các cổ đông của Berkshire Hathaway, ông đã quan sát thấy Quý ông Thị trường ngó ngàng như thế nào, tầm quan trọng của các thương hiệu truyền thông mạnh mẽ và sự sẵn lòng giữ lại những công ty yêu thích của mình ngay cả khi lợi nhuận trong tương lai ít hơn những gì ông đạt được trong quá khứ.

Ông lặp lại khả năng quan sát của mình vào giữa năm 1973, khi Công ty Washington Post có giá trị 400 - 500 triệu đô nhưng lại chỉ được bán với giá 100 triệu đô.

"Lợi thế của chúng tôi... là thái độ: chúng tôi đã học được từ Ben Graham rằng chìa khóa để đầu tư thành công là việc mua cổ phần trong các doanh nghiệp tốt khi giá thị trường ở mức ưu đãi lớn so với các giá trị kinh doanh cơ bản."<sup>111</sup>

Các nhà phân tích khác không tập trung vào phân tích kinh doanh; họ đã "bị các nhà khoa học tại các trường kinh doanh danh tiếng yểm bùa về một lý thuyết thời đại mới: thị trường chứng khoán hoàn toàn có hiệu quả, và do đó tính toán giá trị kinh doanh - và thậm chí nghĩ rằng, chính giá trị kinh doanh cũng không quan trọng trong hoạt động đầu tư."<sup>112</sup>

Buffett đã khen ngợi Katherine Graham vì có cả trí thông minh và can đảm để xây dựng việc kinh doanh, cũng như mua lại số lượng lớn cổ phần với mức giá hợp lý vào năm 1974 - thấp hơn 25% so với giá mà Berkshire phải trả.

Dần dần, một cách rất từ từ, các nhà đầu tư khác nhận ra rằng doanh nghiệp này có tính chất kinh tế đặc biệt và giá cổ phiếu tăng lên: "Nhờ thế, chúng tôi được trải nghiệm tăng trưởng ở ba khía cạnh: giá trị kinh doanh của công ty tăng lên, giá trị doanh nghiệp trên mỗi cổ phiếu tăng nhanh hơn đáng kể nhờ việc mua lại cổ phiếu, và với sự thu hẹp chiết khấu, giá cổ phiếu tăng nhanh hơn mức tăng giá trị doanh nghiệp trên mỗi cổ phiếu."<sup>113</sup>

### **Tỷ lệ rời bỏ của một danh mục đầu tư**

Như chúng ta đã thấy, Buffett đã đầu tư vào Công ty Washington Post trong nhiều năm. Trong bức thư năm 1986 gửi tới các cổ đông của Berkshire, Buffett đã chỉ ra giá trị của một giai đoạn nắm giữ cổ phần kéo dài trong một số năm, hay thậm chí hàng thập kỷ. Ông lập luận rằng thái độ như vậy sẽ mang đến:

- Một lực lượng chống lại những xu thế nhất thời của Phố Wall - thời điểm chúng đẩy bạn đến ngưỡng phải ném bỏ cổ phiếu.
- Sức mạnh của tâm trí khi đối mặt với các vấn đề tạm thời khi hoạt động, ngăn ngừa sự sợ hãi vô lý, và duy trì năng lực quan sát về lâu dài.
- Được phòng ngừa để tránh trở nên quá say mê trước một khái niệm mới của công ty, chẳng hạn như máy tính và phần mềm vào năm 1986, các công ty dotcom hay truyền thông xã hội ngày hôm nay.
- Thời gian để trở thành một nhà đầu tư thực sự là thời gian dành cho việc phân tích kinh doanh cơ bản. Thương nhân điên cuồng không thể làm điều này.

Một môi trường tốt là một môi trường ổn định và đáng tin tưởng cho các nhà quản lý điều hành để lên kế hoạch kinh doanh của họ nhằm tạo ra giá trị lâu dài, để họ biết rằng cổ đông lớn vẫn quan tâm, hỗ trợ, sẽ không cắt giảm và chạy mất. Tác động tâm lý của điều này không nên xem nhẹ, nó tạo nên sự trung thành, sự tập trung dài hạn, cùng sự hợp tác trung thực và hai chiều.

Trong bức thư, Buffett đã viết:

"Chúng tôi nên lưu ý rằng chúng tôi hy vọng sẽ giữ vững ba cổ phần chính của chúng tôi, Capital Cities/ABC, Tập đoàn GEICO, và Washington Post. Thậm chí nếu các cổ phiếu này có vẻ bị vồng giá đáng kể, chúng tôi cũng không dự định bán chúng, cũng như chúng tôi sẽ không bán See's hay Buffalo Evening News nếu ai đó đề nghị chúng tôi một mức giá cao hơn mức giá chúng tôi tin là phù hợp với giá trị của chúng "... chúng tôi sẽ gắn bó với chính sách 'cho đến khi cái chết chia lìa đôi ta'. Đó là điều duy nhất mà Charlie và tôi cảm thấy thoải mái, nó tạo ra những kết quả tốt, và nó cho phép các nhà quản lý và các bên được chúng tôi đầu tư điều hành các hoạt động kinh doanh của họ mà không bị phân tâm."<sup>114</sup>

**Bài học đúc kết**

1. Hãy tìm các vấn đề tạm thời để thấy chất lượng của thương hiệu khi ước tính giá trị nội tại.
2. Đừng nản lòng nếu cổ phiếu giảm sau khi mua. Giá trị nội tại có thể sẽ vẫn như cũ - và thậm chí nó có thể sẽ tăng lên!
3. Giữ vững nếu có khả năng có được lợi nhuận cao từ vốn đầu tư. Đừng bán quá sớm chỉ vì bạn đã đóng khung một mức lợi nhuận.
4. Mua lại cổ phiếu là một việc tốt cho cổ đông nếu giá đủ thấp. Lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu có thể tăng, nâng giá trị của những cổ phần còn lại.
5. Đừng trả giá cao trong cuộc chiến đấu thầu cho các doanh nghiệp “nóng hổi”. Nếu mọi người khác đều hứng khởi, bạn không nhất thiết phải thế.
6. Các công ty “không thể tránh khỏi” là loại hình doanh nghiệp tốt nhất để sở hữu (khi mua ở mức giá hợp lý) bởi chúng chiếm ưu thế trong các ngành công nghiệp hoặc các phân khúc của chúng và có khả năng chiếm ưu thế trong nhiều năm tới nhờ thế mạnh cạnh tranh phi thường của mình.
7. Các đặc quyền kinh tế chất lượng cao có thể biến mất (ví dụ như báo), do đó hãy chuẩn bị để phân bổ vốn tới các khu vực mới với các thương hiệu mạnh mẽ đang phát triển (ví dụ như các đài truyền hình hoặc lĩnh vực giáo dục trong trường hợp của Washington Post).
8. Đừng rời bỏ danh mục đầu tư của bạn. Tỷ lệ thay đổi cao trong danh mục đầu tư sẽ làm hài lòng người môi giới và sở thuế, nhưng sẽ gây tổn hại đến sự giàu có của bạn.

# Thương vụ số 22 Công ty tài chính Wesco

Tóm tắt thỏa thuận



C

âu chuyện về công ty tài chính Wesco vô cùng thú vị không phải chỉ bởi thành công đến sau công việc kinh doanh ban đầu mà còn bởi những việc thông minh mà Buffett và Munger đã làm với các nguồn lực trong công ty trong suốt 30 năm kể từ khi họ mua doanh nghiệp này. Thay vì để lại một số tiền lớn để hỗ trợ một tổ chức tiết kiệm và cho vay thế chấp, họ đi theo con đường của Berkshire Hathaway bằng cách mua và xây dựng các doanh nghiệp quan trọng khác, chẳng hạn như trong lĩnh vực bảo hiểm, và họ đầu tư vào danh mục đầu tư cổ phiếu, trái phiếu và cổ phiếu ưu đãi, từ RJ Reynolds đến Wells Fargo.

Trên thực tế, rất nhiều người học hỏi Buffett đã gọi Wesco là một Berkshire thu nhỏ do sự kết hợp của các doanh nghiệp nó hoàn toàn kiểm soát, đặc biệt trong lĩnh vực bảo hiểm, và một tập hợp các chứng khoán có thể giao dịch, rất nhiều trong số đó phổ biến trong cả danh mục của Berkshire và Wesco. Một điều thu hút các nhà đầu tư nhỏ, những người muốn đi cùng chuyến xe với Buffett và Munger, là cổ phiếu của Wesco có thể mua được với giá hàng chục hoặc hàng trăm đô, trong khi cổ phiếu Berkshire đã tăng lên tới hàng chục ngàn. Đó là một cách nhập cuộc rẻ hơn.

Thêm một phần thưởng bổ sung là các cổ đông của Wesco được mời tham dự cuộc họp thường niên do Charlie Munger chủ trì. Những người tham dự được bảo đảm sẽ bước ra khỏi phòng họp,

được tổ chức trong phòng ăn của Wesco tại Pasadena, California, với những viên ngọc về sự thông thái.

## **Kinh doanh**

Wesco Financial là công ty đang nằm trong sự nắm giữ của Hiệp hội Tiết kiệm Cho vay Tương hỗ của Pasadena. Hiệp hội này được Rudolph W. Caspers thành lập vào những năm 1920. Nó đã làm tốt trong sự bùng nổ xây dựng sau Chiến tranh Thế giới Thứ hai và được giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hoa Kỳ năm 1959.

Nhưng từ đó cho đến năm 1972, dù được coi là quản lý tốt, với sự cảnh giác cao về chi phí và lợi nhuận tốt, nó vẫn bị xem là có vẻ mờ ám và không có khả năng tăng trưởng nhanh. Cổ phiếu của nó trôi dạt đến lớp thanh thiếu niên.

Lúc đó, các cổ đông chính là những hậu duệ của Rudolph W. Casper, nhưng ngay cả họ cũng không chiếm đa số. Nhóm này được dẫn dắt bởi Elizabeth "Betty" Caspers Peters. Bà làm việc trong Hội đồng quản trị nhưng ngoài lúc đó thì người phụ nữ 47 tuổi này chăm sóc nông trại và những đứa trẻ đang tuổi đến trường ở thung lũng Napa màu mỡ. Cho đến ngày hôm nay, bà vẫn còn trong Hội đồng quản trị, dù đã 90 tuổi. Một người chủ chốt trong câu chuyện này là Louis R. Vincenti, đã gia nhập Wesco từ năm 1955. Ông nhanh chóng nỗ lực bản thân để trở thành chủ tịch vào năm 1961.

## **Munger và Buffett bắt đầu quan tâm**

Trong một khoảng thời gian, Buffett quan tâm đến các công ty cho vay tiết kiệm. Ông đã đọc hàng trăm báo cáo và tài khoản của chúng. Mùa hè năm 1972, công ty tài chính Wesco có vốn hóa thị trường dưới 30 triệu đô la, chiếm khoảng một nửa giá trị tài sản ròng. Buffett và Munger đã chỉ thị cho Blue Chip mua 8% cổ phần với giá khoảng 2 triệu đô.

Trong nửa sau của năm 1972, Betty Caspers Peters khuyến khích Hội đồng quản trị năng động hơn và phát triển kinh doanh. Các giám

đốc khác đã từ chối lời khuyên của bà và để lại ấn tượng về một thái độ khinh thị. Với sự thất vọng, bà trở nên cởi mở với ý tưởng sáp nhập công ty mình với một tổ chức khác năng nổ hơn. Tập đoàn tài chính Santa Barbara có vẻ phù hợp bởi họ đang bận rộn mở rộng các chi nhánh và về cơ bản đang làm những gì Betty nghĩ nên được thực hiện ở Wesco, chính là từng bước phát triển lớn mạnh hơn.

### **Một lời đề nghị tồi**

Tháng Một năm 1973, Wesco thông báo kế hoạch hợp nhất với công ty cho vay tiết kiệm Santa Barbara. Elizabeth Caspers Peters biết rằng giao dịch này không thật sự tốt, nhưng cảm thấy mình cần phải làm gì đó.

Cổ đông chiếm giữ 8% tại trụ sở Blue Chip ở California và Omaha tức điên lên bởi các nhà điều hành Wesco đã cho đi quá nhiều khi đổi quá nhiều cổ phiếu Wesco để lấy cổ phiếu của Santa Barbara. Một kế hoạch đã được lập nên để ngăn chặn vụ sáp nhập.

### **Warren Buffett thâm tóm Wesco**

Buffett và Munger đã đưa ra chiến lược hai đầu. Thứ nhất, Blue Chip cần tăng quyền biểu quyết của mình. Nó mua thêm cổ phần, trả lên đến 17 đô la, cho đến khi nó có được 17% (các nhà hành pháp ngăn chặn việc cổ phần không được chấp thuận ở mức hơn 20% trong các công ty cho vay tiết kiệm).

Thứ hai, họ cần phải thuyết phục các thành viên hội đồng quản trị rằng việc sáp nhập này không có lợi cho các cổ đông. Munger đã đề nghị một cuộc họp với Giám đốc điều hành Wesco, Louis Vincenti, nhưng được lịch sự nói rằng thỏa thuận sẽ được tiến hành nếu cổ đông chấp thuận sau khi hội đồng quản trị khuyến nghị. Munger sau khi bị từ chối liền quay sang Betty Caspers Peters.

Lúc đầu Don Koeppel, Chủ tịch của Blue Chip đã nói chuyện với Peters, nhưng ông bị khước từ. Tiếp theo đến lượt Buffett gọi điện. May mắn thay, bà vừa đọc về Buffett và triết lý dựa trên Graham

trong cuốn sách Supermoney<sup>115</sup> của ông, trong đó, ông được mô tả là một nhà tư tưởng rõ ràng, đầy trí tuệ kinh doanh. Cực kỳ ấn tượng, Peters đã đồng ý gặp Buffett chỉ 24 giờ sau đó.

Họ gặp nhau tại sảnh khách tại sân bay San Francisco. Họ họp nhau ngay lập tức, Peters nói rõ ràng bà chỉ muốn một điều gì đó được thực hiện ở Wesco. Buffett đã hỏi liệu, thay vì sáp nhập, ông có thể thử làm điều gì khác không. Ông tin rằng ông có thể tạo ra nhiều giá trị hơn cho các cổ đông.

Nhưng điều gì sẽ xảy ra nếu Buffett bị mất năng lực, hay đâm phải xe buýt và chết? Cổ phần của bà và anh trai sẽ như thế nào sau đó? Vâng, Buffett nói, Charlie Munger sẽ là một người tiếp quản tuyệt vời. Rốt cuộc, Buffett tin tưởng vào sự thông minh và liêm khiết của Munger đến mức ông đã sắp xếp cho ông quản lý Berkshire Hathaway và các cổ phần của gia đình ông nếu Buffett không còn có thể. Sau ba giờ, họ đồng ý rằng Peters sẽ vận động hành lang với hội đồng quản trị để chấm dứt kế hoạch sáp nhập.

Sau cuộc họp thứ hai, lần này với Munger và Buffett, Peters đã sẵn sàng gây áp lực với hội đồng quản trị để đòi hỏi một cuộc họp với hai người. Khi bà cố thực hiện điều này, bà nhận thấy họ quyết tâm tiến hành sáp nhập hơn là thảo luận thêm về điều đó. Vô cùng phẫn nộ, bà đề nghị gia đình bỏ phiếu chống lại nó.

### *Buffett và Munger bắt đầu hành động*

Kế hoạch sáp nhập đã bị đánh bại bởi một cuộc bỏ phiếu cổ đông và các giám đốc vô cùng tức giận. Giá cổ phiếu đã giảm từ khoảng 17 đô xuống còn 11.

Buffett và Munger lao tới hành động. Trước tiên, họ nhảy qua những hàng rào pháp lý khác nhau để họ được phép thoải mái mua hơn 20% cổ phần của Wesco. Rồi họ đưa ra một số lời mời chào nhẹ nhàng tới các cổ đông khác và nâng cổ phần của Blue Chip lên một phần tư cổ phần.

Họ đề nghị mức giá cao hơn giá thị trường - ở mức 17 đô. Đặc biệt trong bối cảnh thị trường chứng khoán sụt giảm, đây là một điều vô cùng khác thường. Họ hào phóng về giá để không có vẻ là họ đã khiến cuộc sáp nhập thất bại đơn giản chỉ để họ có thể kiếm được cổ phiếu giảm giá sau đó.

Ngoài chuẩn mực về sự tử tế và đứng đắn mà họ quy định với nhau trong cách hành xử, Buffett và Munger cũng cần phải gây dựng được sự tôn trọng, niềm tin và mong muốn cống hiến từ Louis Vincenti, người mà họ xác định là người chủ chốt tại Wesco.

Họ đã vội vã trốn chạy khỏi vụ sáp nhập mà ông khuyến nghị, bởi vậy ít nhất họ cũng phải mang lại cho các cổ đông khác một lối thoát ở mức giá trước khi vụ này sụp đổ. Theo cách này, Vincenti sẽ thấy rằng các cổ đông mà ông đã phục vụ trong nhiều năm, nhiều người trong số họ là bạn bè, được đối xử công bằng. Buffett và Munger đã nhìn thấy sự thẳng thắn, khôn khéo, độc lập và đáng trọng, dù có vẻ cáu kỉnh của Vincenti, và họ muốn ông trở thành đối tác lâu dài. Ở đây lại xuất hiện khái niệm đó một lần nữa - quan hệ đối tác - kết hợp với các đặc tính như sự tin cậy, tôn trọng, liêm khiết và cùng nhau làm giàu.

Trong nửa đầu năm 1974, Blue Chip mua đủ cổ phần để tuyên bố rằng nó đã có đa số. Betty Caspers Peters tiếp tục là cổ đông thiểu số, một quyết định mà sau đó bà coi là một trong những quyết định may mắn nhất trong đời bởi Wesco đã lột xác một cách ngoạn mục.

### **Sự chật vật ban đầu với Wesco**

Buffett và Munger gia nhập hội đồng quản trị Wesco năm 1974, trong lúc này Blue Chip tiếp tục mua cổ phần – và vào cuối năm 1974, nó có 64% cổ phần của Wesco. Cho đến năm 1977, nó mới chiếm được 80%, một giới hạn được đồng ý bởi Betty Caspers Peters.

Wesco hoạt động tốt. Chẳng hạn, 80% lợi nhuận sau thuế dành cho Blue Chip là 5.715 triệu đô vào năm 1977. Đây là mức lợi nhuận khá tốt đối với số tiền bỏ ra vào khoảng 30 đến 40 triệu đô.<sup>116</sup>

Có một lưu ý thú vị rằng nó không chỉ cải thiện hoạt động trong kinh doanh tiết kiệm và cho vay giúp tăng thu nhập, mà "khoản vốn gia tăng" đáng kể trên bảng cân đối mạnh mẽ cho thấy "khối tài sản lớn bên ngoài khối cho vay tiết kiệm của nó và có sẵn để mang đi đầu tư nơi khác".<sup>117</sup>

Năm tiếp theo, năm 1978, 80% thu nhập thuần của Wesco mang lại cho Blue Chip con số lên đến 7.417.000 đô. Đây là một năm rất tốt cho các hiệp hội tiết kiệm và cho vay, nhưng đây chưa phải con số cuối cùng.

Phải lưu ý rằng Berkshire Hathaway chưa được hưởng lợi hoàn toàn từ lợi nhuận của Wesco ở mức 7.417 triệu đô này, bởi lúc đó BH mới chỉ nắm giữ 58% cổ phần của Blue Chip, và Blue Chip mới chỉ sở hữu 80% cổ phần của tập đoàn tài chính Wesco. Bởi vậy, vốn sở hữu của Berkshire được hưởng lợi từ thu nhập của Wesco chỉ vào khoảng 46%. Mãi cho đến năm 1983, Berkshire Hathaway mới sở hữu 100% Blue Chip.

### *Một bước đi chắc chắn*

Chúng ta đã thấy rằng một số quỹ trong công ty được sử dụng để đầu tư vào chứng khoán, nhưng cho đến tháng Hai năm 1979, Wesco chỉ có một hoạt động kinh doanh. Và rồi sau đó nó có được một trung tâm dịch vụ thép vùng Trung Tây với tên gọi Công ty Precision Steel Warehouse nằm ở ngoại ô Chicago. Công ty này được mua với giá khoảng 15 triệu đô. Vừa bán kim loại đa kích cỡ, Công ty Precision Steel Warehouse vừa sản xuất và phân phối các vật dụng cho phòng dụng cụ và các sản phẩm khác được bán dưới các thương hiệu riêng.

Precision Steel báo cáo thu nhập sau thuế là 1.918.000 đô cho năm 1978, vì vậy mức giá 15 triệu đô có vẻ là một mức giá khá tốt. Tuy nhiên, các nhà cung cấp thép hoạt động trong các thị trường có tính cạnh tranh cao thường bị phụ thuộc nhiều hơn vào thăng trầm của nền kinh tế. Trong vài năm tiếp theo, lợi nhuận giảm nhẹ. Đầu tiên sự suy giảm là rất ít, nhưng vào quý cuối cùng của năm 1981, một cuộc suy thoái trầm trọng trong ngành công nghiệp thép đã xuất

hiện và lợi nhuận sụt giảm. Năm 1982, thu nhập sau thuế chỉ vào khoảng 0.3 triệu đô.

Sự suy giảm do suy thoái kinh tế được nhấn mạnh trong những lời Munger và Koepfel mô tả trong lá thư từ Blue Chip năm 1982 là một "sai lầm kinh doanh". Họ nói rằng họ lẽ ra không bao giờ nên bước vào ngành kinh doanh phân phối dụng cụ đo lường nhỏ này. Chi nhánh của Precision Steel đã bị đóng cửa vào năm 1982 với một chi phí tốn kém. Thẳng thắn mà nói, đây là một khởi đầu không tốt cho một tập đoàn nhỏ.

Tuy nhiên, rồi họ cũng vượt qua các cơn bão, và ngày nay Precision Steel vẫn thuộc sở hữu của Wesco. Nhưng nó đã trải qua nhiều năm đói kém và chỉ vài năm thuận lợi. Ví dụ, vào cuối những năm 1990, nó đã có nhiều năm liên tiếp đạt lợi nhuận sau thuế ở mức đỉnh cao hơn 3 triệu đô. Đi theo đó là bốn năm gần như hòa vốn. Nhìn chung, chúng ta vẫn phải nhìn nhận việc đầu tư vào Precision Steel là một trong những khoản đầu tư thiếu hiệu quả nhất dưới sự chỉ huy của Buffett và Munger.

### *Thảm họa cho vay tiết kiệm*

Vậy là vào đầu những năm 1980, Wesco đã có một hoạt động kinh doanh thép gặp khó khăn và hoạt động kinh doanh tiết kiệm và cho vay ban đầu cùng với một danh mục chứng khoán. Nhưng hoạt động tiết kiệm và cho vay bắt đầu xuất hiện những thách thức về mặt quản lý cho Buffett và Munger. Ngay đầu mùa xuân năm 1980, Charlie Munger và Donald Koepfel - hai nhà điều hành Blue Chip và cả Wesco, đã cảnh báo về khả năng triển vọng kém của ngành công nghiệp tiết kiệm và cho vay.

Một vấn đề rất nghiêm trọng đã nảy sinh bởi các công ty tiết kiệm và cho vay thường cung cấp cho người vay các khoản thế chấp với lãi suất cố định kéo dài hàng thập kỷ. Số tiền này lại đến từ người gửi tiền với mức lãi suất thả nổi. Hơn nữa, người gửi tiền được phép rút tiền của họ bất cứ lúc nào.

Khi lạm phát và lãi suất chung tăng cao vào đầu những năm 1980, các công ty về tiết kiệm và cho vay phải đưa ra lãi suất ngày càng hấp dẫn để thu hút tiền gửi. Nhưng họ không được phép tăng lãi suất đối với khoản thế chấp để bù đắp cho khoản lãi suất cố định mà họ đã ký kết. Vậy là rốt cuộc họ tính phí cho người đi vay ít hơn số lãi họ trả cho người gửi tiền. Nhiều bên trở nên mất khả năng thanh toán.

Chính vào lúc này, quan điểm rộng hơn trong các vấn đề kinh tế cùng kiến thức sâu rộng về một loạt các lĩnh vực kinh doanh của Buffett, Munger và Koeppel đã phát huy tác dụng, dẫn đến một định vị thông minh của Wesco - không chỉ giúp nó tồn tại mà còn vươn lên phát triển trong cuộc khủng hoảng. Họ đã sớm nhận thấy lợi nhuận của Hiệp hội Tiết kiệm và Cho vay Tương hỗ có thể sụt giảm. Vì vậy, vào tháng ba năm 1980, họ bán tất cả văn phòng cho Hiệp hội Tiết kiệm và Cho vay Brentwood, ngoại trừ trụ sở chính và "một toà nhà để mở bên kia phố".

Trước khi bán, hiệp hội này có hơn 480 triệu tiền gửi. Khoảng 300 triệu đô trong số này đã được chuyển đến Brentwood, cùng với việc bù đắp các khoản vay thế chấp ở mức tương tự. Bước đi thông minh này đã giúp:

- Giảm thiểu hai phần ba sự phơi nhiễm với thị trường tiết kiệm và cho vay vào thời điểm cơn bão sắp ập đến.
- Kiếm thêm tiền bằng cách bán các văn phòng chi nhánh.
- Giảm thiểu chi phí phục vụ các khách hàng của khoản 150 triệu đô vay thế chấp còn lại và khoảng 170 triệu đô tiền gửi, bởi đã bỏ đi mạng lưới chi nhánh.
- Một khoản tiền an toàn (khoảng 104 triệu đô) được giữ bằng tiền mặt, chứng khoán và tiền gửi thu lãi cho Wesco. Đây đã là một khoản quỹ đáng kể cho Buffett và Munger phân bổ ngoài khoản tiền nhàn rỗi từ các công ty bảo hiểm của Berkshire và của Blue Chip.

Bằng cách bán phần lớn doanh nghiệp, nó đã không đưa ra một thông điệp rõ ràng rằng chắc chắn sẽ có một sự tàn phá về mặt lãi suất, nhưng sẽ là khôn ngoan khi tránh được các mặt tiêu cực nếu lãi suất tăng. Munger và Koepfel đã viết những điều sau đây cho các cổ đông của Blue Chip vào tháng Ba năm 1980:

"Nếu một vài năm tới, lạm phát và lãi suất tăng lên đáng kể thì không lâu nữa, việc bán văn phòng chi nhánh sẽ cải thiện tổng thu nhập trong tương lai. Bởi vậy Hiệp hội Tiết kiệm và Cho vay Tương hỗ đã hành động để bảo vệ bản thân khỏi những ảnh hưởng bất lợi của lạm phát cao, thay vì hành động để định vị bản thân cho lợi nhuận tối đa từ lạm phát thấp. Việc này được thực hiện không dựa trên niềm tin rằng lạm phát và lãi suất cao trong tương lai là không thể tránh khỏi, việc này thậm chí nhiều khả năng sẽ không xảy ra. Thay vào đó, hành động này phản ánh mong muốn, được thúc đẩy bởi các cân nhắc về tính an toàn nội tại về mặt kỹ thuật mà chúng tôi tin là hợp lý, trong các tổ chức tài chính, để cơ cấu lại Hiệp hội Tiết kiệm và Cho vay Tương hỗ giúp giảm thiểu "khủng hoảng".

Tôi nhận định sự thông thái của họ trong việc tìm hiểu cuộc khủng hoảng tiết kiệm và cho vay, cùng sự quyết đoán trong hành động nhằm hạn chế tác động của nó thật là tuyệt vời. Họ đã thiết lập một công ty hướng tới một tương lai thịnh vượng.

### **Sự chuyển đổi được bắt đầu**

Một phần số tiền đó được chuyển lên chuỗi chủ sở hữu. Thật vậy, vào đầu năm 1982, hầu như toàn bộ số tiền Blue Chip bỏ ra cho 80% cổ phần của nó đã được nhận lại từ Wesco dưới hình thức cổ tức. Việc này được thể hiện trong Bảng 22.1. Số tiền đó đã được sử dụng rất tốt, giúp mua quyền kiểm soát và cả những quyền lợi không mang tính kiểm soát trong một số công ty tốt.

*Bảng 22.1: Vốn sở hữu trung bình của Blue Chip và cổ phần được chia cổ tức bằng tiền mặt tại Hiệp hội Tiết kiệm Cho vay Tương hỗ (1975-1981)*



Nguồn: Charles T. Munger và Donald A. Koeppl trong lá thư của Blue Chip (1981).

Với số tiền được giữ lại ở Wesco, Louis Vincenti đã làm rất tốt công việc lãnh đạo kinh doanh của Hiệp hội Tương hỗ. Munger và Buffett đã khen ngợi ông rất nhiều. Vừa thu được lợi nhuận tốt từ hoạt động tiết kiệm và cho vay hiệu quả với chi phí thấp, ông còn làm được một việc quái dị với nhiều nhà quản lý tầm vóc lớn, đó là ông đã dần thu hẹp quy mô kinh doanh của mình. Ông làm điều này vì lợi ích lớn hơn của cổ đông. Cho đến khi Vincenti nghỉ hưu vào năm 1983, Mutual đã kiếm được lợi nhuận hằng năm hơn ba triệu đô la vào thời điểm mà hầu hết các công ty tiết kiệm và cho vay khác đều đang mất tiền.

Tuy nhiên, công cuộc kinh doanh tiết kiệm và cho vay dần bị hạ cấp khi các cơ hội sử dụng vốn tốt hơn xuất hiện ở nơi khác. Vào cuối những năm 1990, việc kinh doanh tiết kiệm và cho vay được đề cập đến trong bức thư của Wesco từ Charlie Munger dưới tiêu đề khét tiếng "Ngày kết thúc của thời đại tiết kiệm và cho vay".

### *Cái kết vĩ đại*

Trong khi các hoạt động cho vay thế chấp ban đầu đã trở thành cái bóng của chính nó, có một "cái kết" của hoạt động kinh doanh đã mang lại hàng trăm triệu đô la. Mutual đã đầu tư vào 28.800.000 cổ phần của Tổng công ty Thế chấp nhà Liên bang (thường gọi là Freddie Mac), với giá 72 triệu đô. Số cổ phần đã được bán vào năm 2000, "làm tăng phần lớn của khoản 852.4 triệu đô lợi nhuận sau thuế mà Wesco có được từ năm 2000".<sup>118</sup>

Khi chúng ta cho rằng toàn bộ Wesco đã được định giá ở dưới mức 40 triệu đô vào giữa những năm 1970, nếu chỉ cần 800 triệu đô la thu được từ cổ phần Freddie Mac là tất cả những gì công ty này làm được trong năm 2000, thì chúng ta đã rất hài lòng với khoản thu lại đó rồi. Nhưng sau đó Wesco còn mang lại rất nhiều thứ khác nữa.

### **Các hoạt động bảo hiểm của Wesco**

Sự thay đổi quan trọng nhất trong việc phân bổ vốn của Wesco diễn ra vào năm 1985. Việc này bắt đầu cùng thỏa thuận với Quỹ Cứu hỏa. Đây từng là công ty con của American Express trôi nổi trên thị trường chứng khoán dưới sự lãnh đạo của cựu chiến binh Jack Byrne năm 1985. Byrne đã giành được sự ngưỡng mộ và lòng biết ơn của Buffett khi xoay chuyển GEICO trên bờ vực phá sản khi Berkshire Hathaway chiếm cổ phần chính vào đầu những năm 1970 (xem Thương vụ số 2).

Buffett tôn trọng Byrne đến mức ông đã đăng ký bảo hiểm National Indemnity cho 7% của tất cả các doanh nghiệp bảo hiểm đang hoạt động tại Quỹ Cứu hỏa (với một số trường hợp ngoại lệ) trong bốn năm. Loại hình thỏa thuận này trong thế giới bảo hiểm được gọi là hợp đồng hạn ngạch. Điều này có nghĩa là tổn thất và chi phí của Berkshire Hathaway đối với các công ty bảo hiểm sẽ tương xứng tỷ lệ với Quỹ cứu hỏa trong suốt thời hạn hợp đồng.

Đổi lại, Quỹ Cứu hỏa đã gửi phí bảo hiểm cho National Indemnity ngay khi họ gia nhập. Bởi vậy quỹ phí bảo hiểm được tạo ra bằng cách chấp nhận 7% rủi ro được giữ trong BH. Khoản tiền này được thêm vào dòng tiền nhân rồi của BH và có thể được đầu tư. Vào thời điểm đó, Quỹ Cứu hỏa đã mang lại khoảng 3 tỷ đô la một năm (dự kiến sẽ tăng trong những năm tới). Bởi vậy, khoảng 7% của 3 tỷ (tương ứng 210 triệu) sẽ chảy vào BH. Tất nhiên, khi các khoản bồi thường bảo hiểm phát sinh thì tiền sẽ chảy theo cách khác, nhưng kể cả vậy, vẫn sẽ còn một khoản lớn cho Buffett đầu tư, với thời gian chậm trễ kéo dài giữa thời điểm chủ hợp đồng trả phí bảo hiểm và yêu cầu bồi thường cho một sự kiện nào đó.

Trong bức thư năm 1985 của mình, Buffett đã đưa ra số tiền ban đầu: "Số tiền bảo hiểm của Quỹ Cứu hỏa tính đến ngày 1 tháng 9 năm 1985 là 1.324 tỷ đô, và do đó, nó đã chuyển 7%, tương ứng với 92.7 triệu, cho chúng tôi khi bắt đầu hợp đồng. Chúng tôi đồng thời thanh toán cho họ khoản 29.4 triệu đô chi phí thanh toán bảo hiểm phát sinh khi phí bảo hiểm được chuyển."<sup>119</sup>

*Wesco phù hợp ở đâu?*

Mặc dù toàn bộ Quỹ bảo hiểm Cứu hoả được cung cấp bởi National Indemnity, nhưng hai phần bảy trong số đó được chuyển qua Công ty Tài chính Bảo hiểm Wesco (Wes-FIC), một công ty bảo hiểm và tái bảo hiểm mới thành lập.

Thoả thuận với Quỹ Cứu hỏa để mua bảo hiểm vào Wesco đã chấm dứt vào tháng Tám năm 1989, nhưng lợi ích của Wesco thì vẫn được tiếp tục. Hàng chục triệu đô la đã được để lại trong Wes-FIC như khoản tiền trôi nổi để chi trả cho các khoản bồi thường trong tương lai của phí bảo hiểm được trả trong giai đoạn 1985-1989. Cho đến cuối năm 1997, Wes-FIC vẫn giữ lại 27.5 triệu đô như một khoản trả trước.

Charlie Munger biết rất rõ về lợi ích của số tiền dự trữ này. Như ông đã nói trong bức thư năm 1997 của ông cho các cổ đông Wesco, "sẽ mất một thời gian dài trước khi tất cả các yêu cầu bồi thường được giải quyết, và trong lúc đó, Wes-FIC được giúp đỡ trong nhiều năm bằng các khoản lợi thu được nhờ đầu tư "khoản tiền nhàn rỗi" này."

Wes-FIC tiếp tục thực hiện các hoạt động kinh doanh tái bảo hiểm khác, bao gồm các thoả thuận phân chia hạn ngạch lớn, nhỏ tương tự và không tương tự với hợp đồng tái bảo hiểm với Quỹ Cứu hoả. Chẳng bao lâu sau trụ sở chính của Wes-FIC chuyển về Omaha, tâm chấn hoạt động kinh doanh bảo hiểm của BH, mặc dù thực tế nó vẫn là một chi nhánh của Wesco. Sau năm 1994, Wes-FIC mở rộng hoạt động này thành một loại hình tái bảo hiểm, bảo hiểm liên quan đến thảm họa, được gọi là super-cat\* hay bảo hiểm thiên tai (động đất, bão lớn...). Loại hình kinh doanh đòi hỏi một khoản tiền ròng lớn tương đối so với phí bảo hiểm hằng năm nhận được, bởi nó sẽ phải chịu được các khoản bồi thường khổng lồ. Charlie Munger bày tỏ nguyên nhân mở rộng sang loại hình kinh doanh này như sau:

\* *Super – cat là viết tắt của “Super catastrophe” – siêu thảm họa.*  
(BT)

"... Loại hình tái bảo hiểm thiên tai không dành cho những kẻ yếu tim. Một biến số rất lớn trong kết quả hàng năm, với một số năm không vui về gì trong tương lai của Wes-FIC là không thể tránh khỏi. Nhưng về bản chất sự việc, đó chính xác là điều cần phải được kết nối với những khả năng xấu, với những hậu quả bất lợi và xấu hổ trong vài năm mới có thể giúp Wes-FIC tiến bước vào ngạch kinh doanh bảo hiểm thiên tai của mình. Người mua hàng (là những người đặc biệt khôn ngoan) của loại hình tái bảo hiểm này thường muốn hợp tác với các công ty con của Berkshire Hathaway (bởi BH có xếp hạng tín dụng cao nhất và có danh tiếng đáng tin cậy) thay vì các công ty tái bảo hiểm khác ít thận trọng, đơn giản và được ưu đãi nhiều hơn... Bởi vậy, các nguồn lực này được kỳ vọng sẽ mang lại kết quả lâu dài chấp nhận được cho các nhà hoạch định đầy năng lực tài chính và kinh nghiệm, bất chấp tổn thất kinh khủng trong một số năm và một số năm khác với cơ hội bảo hiểm hạn chế... Wes-FIC, trong thoả thuận với... Berkshire Hathaway, nhận được lợi thế kinh doanh đặc biệt khi sử dụng uy tín của Berkshire Hathaway."<sup>120</sup>

Cơ quan xếp hạng tín dụng Standard and Poor's đã có ấn tượng với Wesco đến nỗi nó xếp hạng cho Wesco ở mức khả năng thanh toán cao nhất có thể: AAA. Wesco trong thời gian này đã có rất nhiều tiền đầu tư vào chứng khoán (chẳng hạn như Freddie Mac) còn thừa lại từ các hợp đồng kinh doanh tiết kiệm cho vay. Nó cũng có một lợi thế danh tiếng từ mối liên kết với Berkshire Hathaway.

Do mối quan hệ giữa Wesco và BH, dựa trên sự tin cậy lẫn nhau và hiểu biết phi thường về bảo hiểm của BH, hội đồng quản trị của Wesco tự động chấp thuận rủi ro tái bảo hiểm của một hoặc nhiều công ty con mà Berkshire Hathaway sở hữu 100%. Điều tuyệt vời của sự sắp xếp này là Wes-FIC cần rất ít nhân viên và do đó có chi phí rất thấp – nó hầu như không có chi phí quảng cáo hay chi phí hoạt động bảo hiểm.

Thật không may, loại hình kinh doanh bảo hiểm thiên tai lại tạo ra lợi nhuận phát hành bảo hiểm thấp. Trên thực tế, tất cả những lợi nhuận ban đầu đạt được trong lĩnh vực này đã bị xóa sổ bởi khoản lỗ ít nhất là 10 triệu đô la trong cuộc tấn công vào Tòa tháp đôi năm

2001. Nhưng ít nhất Wes-FIC đã sử dụng khoản tiền nhàn rỗi được tạo ra từ việc kinh doanh bảo hiểm thiên tai này để bổ sung vào khoản tiền lớn hơn từ các hợp đồng tái bảo hiểm lớn hơn chủ yếu tập trung vào hàng không, vũ trụ, trách nhiệm pháp lý và bồi thường cho công nhân.

Thu nhập ròng của West-FIC trong những năm đó được tách ra khỏi dữ liệu của BH và được trình bày trong Bảng 22.2. Thu nhập này chủ yếu đến từ đầu tư chứ không phải bảo hiểm, vì khoản lợi nhuận từ tái bảo hiểm của Wes-FIC trong những năm tốt phải bù đắp khoản thua lỗ trong những năm xấu.

Cần phải lưu ý rằng để tạo ra mức lãi suất và thu nhập từ cổ tức này (lợi nhuận từ các tài sản thực tế như thương vụ đầu tư vào Freddie Mac được ghi nhận riêng) đòi hỏi hàng trăm triệu đô la nợ, cổ phiếu ưu đãi và chứng khoán - rõ ràng Wesco đã phát triển rất đồ sộ vào những năm 1990.

*Bảng 22.2: Thu nhập ròng của Wes-FIC (lãi và cổ tức từ chứng khoán cộng với lợi nhuận hoặc thua lỗ)*



## **Tập đoàn mini**

Năm 1996 cho thấy Wesco tiến xa hơn vào lĩnh vực bảo hiểm với việc mua Kansas Bankers Surety (KBS) với trị giá khoảng 80 triệu đô tiền mặt. Năm tiếp theo, KBS đóng góp 6 triệu đô la vào thu nhập hoạt động ròng của các doanh nghiệp bảo hiểm. Đây có vẻ không phải là một lợi nhuận tuyệt vời từ khoản đầu tư 80 triệu đô, nhưng Buffett và Munger cho rằng nó có nền tảng kinh tế tốt cùng lịch sử bảo hiểm tuyệt vời và đội ngũ quản lý xuất sắc. Họ tin rằng KBS sẽ sớm đóng góp nhiều hơn nữa.

*Việc kinh doanh của Kansas Bankers Surety*

KBS bắt đầu khởi nghiệp vào năm 1909 với tư cách là một nhà bảo hiểm tiền gửi cho các ngân hàng ở Kansas. Điều này có nghĩa là nó

bảo hiểm tiền gửi trong ngân hàng, đảm bảo rằng khoản tiền này sẽ được trả lại cho người gửi tiền ngay cả trong trường hợp ngân hàng bị đóng cửa (số tiền này vượt quá mức chính phủ liên bang bồi thường). Trong những năm qua, nó mở rộng ra cả các ngân hàng cộng đồng vừa và nhỏ trải rộng trên 22 tiểu bang miền Trung Tây. Nó cũng đưa ra các chính sách chi trả nếu giám đốc và quản lý của các ngân hàng phải chịu trách nhiệm công khai về những hành động sai trái hoặc tương tự (các chính sách bồi thường của giám đốc và nhân viên). Phí bảo hiểm cũng được tính cho các chính sách về việc làm của ngân hàng, các chính sách bồi thường cho trợ cấp ngân hàng và quỹ lương hưu, các sai sót chuyên môn của đại lý bảo hiểm ngân hàng và các chính sách bồi thường bị bỏ sót. Việc hoàn toàn tập trung vào một tập hợp con các ngân hàng cũng như danh tiếng về sự am hiểu về lĩnh vực này đã mang lại cho KBS một lợi thế cạnh tranh.

Nhà lãnh đạo chủ chốt mà Buffett và Munger xác định tại KBS là Chủ tịch Donald Towle. Ông có một kiến thức rất lớn về thị trường này và có thể làm được điều đó chỉ với 13 nhân viên. Trong lá thư của BH năm 1996, Buffett gọi Towle là "một nhà quản lý phi thường. Don đã phát triển mối quan hệ thân thiết với hàng trăm ngân hàng và biết mọi chi tiết về hoạt động của mình. Ông nghĩ mình đang điều hành công ty của 'chính mình', một thái độ mà chúng tôi rất trân trọng tại Berkshire."

Trong bức thư của BH năm 1996, Buffett đã nói đùa về sự ngẫu nhiên trong cách ông chọn mua doanh nghiệp này: "Bạn có thể quan tâm đến chiến lược mua bán cẩn thận và tinh vi giúp Berkshire giành được thỏa thuận này. Đầu năm 1996, tôi được mời đến tham gia bữa tiệc sinh nhật thứ 40 vợ của cháu tôi, Jane Rogers. Và bởi sự yêu thích các sự kiện xã hội của tôi ở mức rất thấp, ngay lập tức, và theo một cách rất tiêu chuẩn và duyên dáng của mình, tôi đã bắt đầu sáng tạo ra lý do để bỏ qua sự kiện này. Nhà tổ chức sự kiện liền phản công bằng cách cho tôi ngồi cạnh một người đàn ông tôi rất yêu mến là cha của Jane – ông Roy Dinsdale – vậy nên tôi đi."

Bữa tiệc diễn ra vào ngày 26 tháng 1. Mặc dù tiếng nhạc tương đối lớn:

- Tại sao các ban nhạc phải chơi như thể họ sẽ được thanh toán bằng đô-xi-ben\*?

\* *Đô-xi-ben là đơn vị đo của cường độ âm thanh. (ND)*

- Tôi chỉ nghe được Roy nói là ông vừa đến từ một buổi họp giám đốc tại Kansas Bankers Surety, một công ty tôi luôn ngưỡng mộ. Tôi hét lại rằng ông nên cho tôi biết nếu có lúc nào đó họ muốn được mua lại.

Vào ngày 12 tháng 2, tôi nhận được bức thư sau đây của Roy: 'Kính gửi Warren: Kèm theo đây là thông tin tài chính hằng năm về Kansas Bankers Surety. Đó là công ty chúng ta đã nói chuyện trong bữa tiệc của Janie. Nếu tôi có thể trợ giúp gì thêm, hãy cho tôi biết.' Vào ngày 13 tháng 2, tôi đã nói với Roy chúng tôi sẽ trả 75 triệu đô la cho công ty đó - và chẳng mất bao lâu, chúng tôi đã có một thỏa thuận. Giờ thì tôi đang lên kế hoạch để được mời tới bữa tiệc tiếp theo của Jane."<sup>121</sup>

Vị thế mạnh mẽ trên thị trường của KBS càng được tăng cường bởi BH. Don Towle nói rằng việc trở thành một phần của Berkshire khiến không ai nghi ngờ khả năng chi trả của KBS. Ông cũng nói rằng Buffett rất giỏi trong việc để yên cho công ty phát triển mà không can thiệp quá sâu. Ngày nay, KBS vẫn có một đội ngũ nhỏ, vẫn tập trung vào bảo hiểm ngân hàng và vẫn có trụ sở tại Kansas.

### *Dịch vụ kinh doanh CORT*

Wesco bước chân vào lĩnh vực cho thuê đồ nội thất đặt tại văn phòng và căn hộ bằng cách mua lại Dịch vụ kinh doanh CORT vào tháng Hai năm 2000 với giá 384 triệu đô tiền mặt. Các thành tố quan trọng trong rất nhiều thương vụ mua sắm của Buffett và Munger đều có ở đó: một hoạt động kinh doanh tốt trong một lĩnh vực không có

về gì cao sang, ít được chú ý và bởi vậy không sợ bị đắt đỏ, cùng một nhà quản lý tài giỏi tên là Paul Arnold.

CORT là doanh nghiệp dẫn đầu cả nước trong lĩnh vực kinh doanh này, với 117 phòng trưng bày, và đang trên đà phục hồi từ một vụ mua lại trước đây. Năm 1999, tổng doanh thu là 354 triệu đô. Trong đó, 295 triệu là doanh thu cho thuê đồ nội thất và 59 triệu đô là doanh thu từ bán hàng đồ gỗ. Lợi nhuận trước thuế năm 1999 là 46 triệu đô. Hầu hết các công ty lớn của Hoa Kỳ đều thuê CORT khi họ cần đồ đạc tạm thời. Nhìn chung, khi đồ đạc đã được cho thuê ba lần, nó sẽ được bán tại các trung tâm thanh lý của CORT.

Ngay từ đầu, Paul Arnold đã được đảm bảo là "sẽ không có sự can thiệp từ trụ sở của Wesco. Chúng tôi chắc phải điên mới nghi ngờ quyết định của một người đàn ông với thành tích kinh doanh như vậy"<sup>122</sup>. Munger cũng bày tỏ mong đợi sẽ có một "sự mở rộng đáng kể" trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp này.

### *Một sự tập trung rất dài hạn*

Bất chấp sự lạc quan ban đầu của mình, Buffett và Munger đã phải rất kiên nhẫn - trên thực tế, họ vẫn đang phải chờ đợi khoản thu tốt từ doanh nghiệp này tới tận ngày hôm nay. Nhu cầu về đồ nội thất vẫn phòng sụt giảm sau khi thị trường bong bóng dotcom sụp đổ vào năm 2000 rồi đến sự kiện ngày 11 tháng 9 năm 2001. Tuy thu nhập từ hoạt động lên tới 29 triệu đô chỉ trong mười tháng từ tháng 3 đến tháng 12 năm 2000, nó giảm xuống còn dưới một nửa vào năm 2001 với 13.1 triệu đô la, và bị thua lỗ vào năm 2003.

Munger đã phản ánh một cách đáng tiếc trong bức thư năm 2001 của ông về những khó khăn trong việc dự đoán các sự kiện kinh tế xã hội, kể cả với các nhà đầu tư có năng lực và kinh nghiệm nhất: "Rõ ràng, khi mua CORT, chúng tôi đã có những dự đoán yếu kém về triển vọng trong tương lai của 'ngành kinh doanh cho thuê' nội thất." Bất chấp thời kỳ khó khăn, CORT đã tăng cường thêm vị thế của mình bằng cách mua lại một số công ty Mỹ nhỏ cùng lĩnh vực trong thời kỳ suy thoái. Nó cũng xây dựng mạng tìm kiếm căn hộ để giúp các công ty di chuyển nhân viên.

Sau khoảng ba năm, mọi thứ dần dần quay lại và đến năm 2006 lợi nhuận sau thuế gần như đã trở lại tương tự năm 2000, với mức giá 26.9 triệu đô. Nhưng rồi cuộc khủng hoảng tài chính năm 2009 lại đến làm cổ phiếu của CORT lại về sắc đỏ ảm đạm. Lợi nhuận (dưới dạng thu nhập trước thuế) đã dần được cải thiện kể từ đó:

- Năm 2011: 29 triệu đô la
- Năm 2012: 42 triệu đô la
- Năm 2013: 42 triệu đô la
- Năm 2014: 49 triệu đô la
- Năm 2015: 55 triệu đô la

Mặc dù đã thấy mức tăng trưởng lợi nhuận của công ty những năm gần đây, nhưng bạn hẳn vẫn phải đặt câu hỏi liệu cái giá 384 triệu đô để mua công ty này có mang lại đủ biên độ an toàn. Có lẽ tình hình sẽ được cải thiện kể từ thời điểm này.

*Việc sáp nhập được hoàn tất, sau 35 năm*

Cuối cùng, trong năm 2011, 19,9% cổ phần của Wesco trước đây không thuộc sở hữu của Berkshire Hathaway đã được mua bởi các cổ đông khác. Họ tốn tất cả 550 triệu đô cho việc này. Nhân năm lần lên, chúng ta sẽ có được mức định giá của Wesco vào thời điểm đó là 2.75 tỷ đô. Quả không phải là một sự đầu tư tồi với cái giá 30 – 40 triệu đô nhằm đạt được 80% cổ phần của Wesco mà Blue Chip đã trả.

Giá trị này đến từ đâu? Xét cho cùng, Precision Steel đã không đóng góp nhiều, CORT cũng vậy.

Bí quyết ở đây là việc sử dụng vốn ban đầu đến từ việc kinh doanh tiết kiệm cho vay. Số vốn này đã dần dần được chuyển sang trái phiếu, cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu trong chính Wesco, dẫn đến một

số khoản đầu tư tuyệt vời như Freddie Mac, tăng từ 72 triệu lên hơn 800 triệu đô la.

Và rồi, Wesco phát triển các dịch vụ kinh doanh tái bảo hiểm và bảo hiểm ngân hàng, cả hai đều được hỗ trợ bởi chuyên môn bảo hiểm của Berkshire Hathaway, nhưng bản thân nó đã có một khoản tiền nhàn rỗi riêng từ bảo hiểm để đầu tư chứng khoán. Rất nhiều khoản đầu tư trong số này đã mang lại lợi nhuận rất tốt. Ví dụ như:

- Công ty du lịch Salomon và Travellers Group: Năm 1997, Wesco đồng ý trao đổi cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông mà họ nắm giữ tại công ty Salomon (10 năm trước đó họ mua với giá 80 triệu đô) để đổi lại cổ phiếu ưu đãi và cổ phiếu phổ thông của Travellers Group. Các cổ phiếu của Travellers Group trị giá hơn khoảng 112.1 triệu đô so với những gì Wesco phải chi trả cho cổ phần tại Salomon, đem lại 140% lợi nhuận.
- Gillette và Procter & Gamble: Cổ phiếu có thể chuyển đổi ở Gillette với trị giá 40 triệu đô vào năm 1989, đã được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông vào năm 1991. Chỗ cổ phần này đã được trao đổi vào năm 2005 để lấy 216.1 triệu đô cổ phiếu của Procter & Gamble, mang lại mức lợi nhuận 440%.
- Wells Fargo: Năm 2008 không phải là thời điểm tốt nhất để đầu tư, nhưng bất chấp suy thoái kinh tế, cổ phiếu của Wells Fargo đã tăng từ 26 đô trong tháng Một năm 2008 lên 44 đô ngày hôm nay.

## **Bài học đúc kết**

1. Hãy coi danh tiếng là một tài sản quan trọng. Nếu Betty Peters không bị ấn tượng bởi danh tiếng của Buffett trước khi bà đồng ý gặp ông, thì hợp đồng đó có thể đã không xảy ra.
2. Có thể sẽ xảy ra những sai lầm trong việc phân bổ vốn, ví dụ như trong trường hợp của Precision Steel. Nhà đầu tư/nhà quản lý giỏi có khả năng chống chọi lại trước những sai lầm thế này và tiếp tục tiến lên cùng với các nguyên tắc đúng đắn.

3. Hãy quan sát nguy cơ xảy ra các trường hợp bất lợi. Nếu các nhà lãnh đạo những ngành công nghiệp đang phải đối mặt với những khó khăn gây ra bởi xu hướng đám đông, thì với các công ty tiết kiệm và cho vay vào những năm 1980 với lãi suất thế chấp cố định kết hợp với lãi suất huy động tiền gửi trôi nổi, hoặc khi các ngân hàng trong năm 2007 mua trái phiếu chứng khoán thì nhà đầu tư cần định vị lại bản thân để giảm thiểu tổn thất nếu/khi thị trường sụp đổ.

4. Tín thác giúp tiết kiệm được nhiều khoản.

Ví dụ, Wesco có thể tin tưởng các nhà bảo hiểm của Berkshire sẽ đưa ra các chính sách bảo hiểm có giá cả hợp lý, do đó nó tiết kiệm được một khoản lớn từ việc trả tiền cho công ty bảo hiểm đắt tiền của riêng mình.

# Sự hợp nhất Mọi thứ sáp nhập vào Berkshire Hathaway

C

húng ta giờ đã tiến đến một bước ngoặt rất quan trọng trong sự nghiệp của Warren Buffett. Vào giữa những năm 1970, ông có khối tài sản trị giá 100 triệu đô, nhưng quỹ của ông nằm xen lẫn giữa các phương tiện đầu tư khác nhau. Một số trong danh mục đầu tư cá nhân, một số ở Berkshire Hathaway, một số trong Diversified Retailing và một số trong Blue Chip. Để làm cho chúng rối loạn hơn nữa, các tổ chức này lại nắm giữ cổ phần của nhau. Và mỗi bên đều có một bộ sưu tập riêng các cổ đông bên ngoài, với lợi ích cá nhân của họ.

Sau hơn 30 năm đầu tư, Buffett bị thúc đẩy phải mang lại sự rõ ràng cho cơ cấu sở hữu. Chương này sẽ kể về câu chuyện hợp nhất đó.

## Tình trạng lộn xộn

Vào giữa những năm 1970, việc nắm giữ cổ phần trực tiếp hay nắm giữ cổ phần chéo của Buffett tại nhiều công ty khác nhau thay đổi theo thời gian, nhưng bức tranh toàn cảnh vẫn không hề thay đổi cho đến khi cuộc đại hợp nhất xuất hiện. Thể hiện tỷ lệ chính xác sẽ chỉ giúp kiến tạo một bức tranh khó hiểu và bởi thế, khi xem xét tình hình trao đổi cổ phiếu trong ba hoặc bốn năm đó, tôi đã đơn giản hóa rất nhiều hiện trạng lúc đó để chỉ cung cấp các phần dữ liệu rất thô của mỗi bên. Việc này được minh họa trong sơ đồ dưới đây.

## Ước tính cổ phần vào giữa những năm 1970



*Các nhà chức trách đã chú ý*

Vào năm 1974, Ủy ban Chứng khoán (SEC) bắt đầu chú ý đến các giao dịch của Wesco. Họ lo lắng khi Buffett và Munger sở hữu cổ phần của Blue Chip, cả trực tiếp và cả thông qua Diversified Retailing. Bên cạnh đó, Buffett cũng có ảnh hưởng lên Blue Chip qua Berkshire Hathaway. (Đến thời điểm này, Munger chưa có cổ phần hay nắm vị trí quản lý gì ở BH). Ngoài ra, Buffett có thể điều khiển khoảng một nửa Berkshire thông qua các cổ phần cá nhân ông nắm giữ hoặc thông qua các cổ phần của BH được nắm giữ bởi Diversified Retailing.

Nổi cộm trên bề mặt sự việc có khả năng xung đột lợi ích đáng kể. Xét cho cùng, mỗi công ty đều có các cổ đông khác. Nếu rơi vào bàn tay của một kẻ vô đạo đức, quyền lực này có thể được sử dụng để chống lại những cổ đông còn lại. Một trong những câu hỏi mà SEC đặt ra là liệu Munger và Buffett có hợp tác để thao túng giá cổ phiếu của các công ty mục tiêu không? Một khu vực nhận được sự chú ý đặc biệt là mối quan hệ với quỹ của Munger và quyền kiểm soát Blue Chip cùng các doanh nghiệp mà nó nắm giữ như Wesco. *Vậy các cổ đông thiểu số đứng ở đâu trong bức tranh này?*

*Lời giải thích cho hành động của mình*

Buffett đã biết trước rằng cấu trúc cổ phần của mình phức tạp một cách không cần thiết và rằng một người bên ngoài có thể nghi ngờ rằng lợi ích của cổ đông thiểu số có thể bị bỏ qua. Bởi vậy, ông công bố một kế hoạch hợp nhất Diversified Retailing vào Berkshire Hathaway.

Ủy ban Chứng khoán SEC luôn nhanh nhạy và muốn biết chính xác điều gì đang xảy ra - họ đặt ra rất nhiều câu hỏi. Munger và Buffett đã phải giải thích về động cơ và nhiều chi tiết khác vào mùa thu năm 1974. Và rồi, trước sự bức xúc của họ, Ủy ban Chứng khoán công bố một cuộc điều tra chính thức, "Về vấn đề giữa công ty Blue Chip, Tập đoàn Berkshire Hathaway và Warren Buffet mã số HO-784". Họ muốn kiểm tra xem Buffett có tự mình hoặc có đồng lõa cùng những người khác để nghĩ và thực hiện một kế hoạch lừa đảo, và liệu ông có nói dối hay bỏ qua một tài liệu thực tế nào không.

Liệu Blue Chip có điều chỉnh giá cổ phiếu của Wesco? Liệu có những chiêu trò nào khác mà Buffett và Munger là người giật dây không?

Số lượng lớn các tài liệu liên quan đến Berkshire, See's và tất cả các công ty khác được gửi tới SEC. Tháng 3 năm 1975, Munger và Buffett được triệu tập đến lấy cung trong hai ngày.

Câu hỏi. Munger có rút ngắn cổ phần tại Công ty tiết kiệm cho vay Santa Barbara không?

Trả lời: Không.

*Câu hỏi:* Blue Chip đã từng nỗ lực ngăn chặn

vụ sáp nhập Wesco-Santa Barbara để mua nó cho chính bản thân mình mà không tuyên bố ý định hợp nhất chưa?

*Trả lời:* Đã không có một kế hoạch hợp nhất cụ thể nào, đó chỉ là một khả năng xa vời.

*Câu hỏi.* Tại sao phải trả bù giá cho cổ phiếu của Wesco sau khi thỏa thuận sáp nhập đã thất bại; chẳng phải các cổ đông Blue Chip sẽ bị thiệt nếu làm theo cách này sao?

*Trả lời:* Về lâu dài, cổ đông của Blue Chip sẽ nhận được nhiều hơn nếu các giám đốc của nó hành xử một cách công bằng với các cổ đông Wesco, giữ được thiện chí của Louis Vincenti, Betty Peters và những người khác tại Wesco. Mỗi quan hệ sau thoả thuận mua lại có ảnh hưởng rất lớn.

## **Vụ hợp nhất vĩ đại của Buffett**

Vụ điều tra mớ bong bóng các chứng khoán của Buffett cùng những hành động của ông và Munger tại Blue Chip và Wesco kéo dài suốt năm 1975. Rõ ràng sự phức tạp trong cơ cấu đầu tư của Buffett đã làm trầm trọng thêm tình hình bằng cách mở ra những mối nghi ngờ sâu sắc hơn về một cái gì đó bất chính đang diễn ra. Buffett ngày

càng quyết tâm phải đơn giản hóa các hoạt động kinh doanh của mình.

Hai năm sau khi cuộc điều tra bắt đầu, một phán quyết đã được đưa ra: Blue Chip đã thực sự hành động để ngăn chặn vụ sáp nhập và đã làm tăng giả tạo giá cổ phiếu của Wesco.

Mặc dù vậy, không có hành động nào chống lại Buffett cả. Một lời hứa sẽ không tái phạm được đưa ra. Không có sự thừa nhận hay phủ nhận tội lỗi nào cả, Blue Chip đã trả 115,000 đô la cho một số cổ đông của Wesco, những người được cho là bị tổn thương bởi hành động này. Trên tất cả, việc này không hơn gì một cái đập nhẹ lên cổ tay.

### *Sự sáp nhập*

Cuối cùng, vào năm 1978, Diversified Retail, sau đó vừa là nhà bán lẻ, vừa là doanh nghiệp bảo hiểm bồi thường tai nạn, hỏa hoạn và bảo hiểm cho người lao động, đã được sáp nhập vào Berkshire. Để trả cho các cổ phiếu Diversified Retailing mà Munger đang nắm giữ, ông được nhận 2% cổ phần tại Berkshire và giữ chức phó chủ tịch (ông trước đó đã chấm dứt quỹ đối tác đầu tư của mình).

Sandy Gottesman, một trong những cổ đông của Diversified Retailing, cuối cùng có tỷ lệ phần trăm của Berkshire thấp hơn một chút so với Munger.

Và giờ Berkshire đã kiểm soát Blue Chip thông qua cổ phần đa số (chiếm 58%) và Buffett gần như không có cổ phần bên ngoài Berkshire ngoài 13% cổ phần của Blue Chip. Ông nắm giữ 43% còn Susie Buffett nắm giữ 3% cổ phần của Berkshire Hathaway. Năm 1983, Berkshire mua lại tất cả các cổ phần còn lại của Blue Chip để hoàn thành việc dọn dẹp này.

### **Đến lúc để nhìn nhận lại**

Ở độ tuổi 48, giờ đã hoàn tất việc hợp nhất giữa Diversified với Berkshire, Buffett có thể rất hài lòng với sự sáng tạo của mình. Cổ

phiếu nhanh chóng tăng lên trên 200 đô la một cổ phiếu, có nghĩa là khối tài sản của Buffett và vợ ông có trị giá trên 100 triệu đô la.

Buffett đã trưởng thành từ khoản đầu tư năm 11 tuổi với sáu cổ phiếu ưa thích của Capital Cities cho chị Doris và chính mình, chỉ với 229.50 đô để giờ lãnh đạo cả một đế chế kinh doanh hưởng lợi từ khối tài sản vinh quang, như See's Candies, những doanh nghiệp đã bơm ra hàng triệu đô la để ông đầu tư ở nơi khác.

Ông cũng kiểm soát hàng trăm triệu đô la tiền bảo hiểm để đầu tư hàng năm và có thể, trong hầu hết các năm, dựa vào một lợi nhuận từ bảo hiểm để bổ sung thêm vào vốn đầu tư của mình. Thậm chí còn tuyệt vời hơn, khi ông có cổ phần trong các tập đoàn kinh doanh tuyệt vời, do những người tuyệt vời mà ông yêu mến điều hành, như Kay Graham tại Washington Post và Gene Abegg thuộc Ngân hàng Quốc gia Illinois. Quả là chẳng có gì lạ nếu ông nhảy chân sáo đến chỗ làm mỗi ngày.

Buffett đã không còn phải lo sợ cảnh nghèo đói, ông đã có bộ đệm khổng lồ. Vậy điều gì tạo động lực cho ông bước tiếp? Giống như rất nhiều triệu phú khác vẫn tiếp tục làm việc vô cùng hăng say, ông thích sự hứng khởi của trò chơi này, thích bức tranh còn dang dở trên nền vải canvas. Ông là một người sáng tạo và ông muốn tiếp tục sử dụng bộ não của mình để tạo ra một thứ lớn hơn, tốt hơn và tuyệt vời hơn nữa. Với nền tảng vững chắc của Berkshire Hathaway, ông có thể thực sự xây dựng nên một điều gì đó tuyệt vời. Trong bốn thập kỷ tiếp theo, ông đã biến nhà máy dệt may yếu kém này trở thành một trong năm công ty hàng đầu thị trường chứng khoán trên thế giới với trị giá hơn 400 tỷ đô la. Giờ đây, ông kiểm soát các cổ phần có sức ảnh hưởng trong Coca-Cola, Wells Fargo, Burlington North Santa Fe, American Express, IBM và nhiều công ty khác.

Hơn thế nữa, Buffett vẫn đang phát triển đế chế của mình. Trong vòng vài năm nữa nếu ông vẫn còn sống, tôi thấy chẳng có lý do nào mà ông không trở thành người đứng đầu doanh nghiệp phi chính phủ lớn nhất trên thế giới. Không tệ chút nào đối với một cậu thiếu niên đến từ Omaha, người luôn theo đuổi khẩu hiệu đừng làm

những gì bạn không muốn được đăng trên trang nhất tờ báo địa phương bởi một phóng viên khách quan, cho vợ/chồng, người thân và bạn bè đọc vào ngày hôm sau.

# Chú thích

1. Benjamin Graham và David Dodd, Security Analysis (Nhà xuất bản Whittlesey House, McGraw-Hill, 1934).
2. Như trên, Chương 2.
3. Warren Buffett, bài phát biểu tại Hiệp hội các nhà Phân tích Chứng khoán New York (6/12/1994).
4. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (1959).
5. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (1958).
6. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (1961).
7. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (1963).
8. Andrew Kilpatrick, Of Permanent Value: The Story of Warren Buffett (Nhà xuất bản Southern Publishers Group, 1996), trang 139.
9. Như trên, trang 139.
10. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (1964).
11. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (1963).
12. Tôi dành trọn một chương cho Fisher trong cả hai tác phẩm The Financial Times to Value Investing và The Great Investors. Bạn cũng có thể đọc cuốn sách Common Stocks and Uncommon Profits của Fisher.
13. Một lời giải thích chi tiết hơn về hệ số giá trên thu nhập là vượt quá phạm vi của cuốn sách này, nhưng có rất nhiều tài liệu hữu ích trên internet nếu bạn muốn tìm hiểu thêm. Chỉ cần gõ “PE hệ số giá trên thu nhập” vào công cụ tìm kiếm.

14. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1995).
15. Warren Buffett, bài giảng tại Đại học Notre Dame, [www.tilsonfunds.com/BufferfettNotreDame.pdf](http://www.tilsonfunds.com/BufferfettNotreDame.pdf) (1991).
16. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1995).
17. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1989).
18. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (2014).
19. Như trên.
20. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1966).
21. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (2014).
22. Roger Lowenstein, cuốn sách Buffett: The Making of an American Capitalist (Nhà xuất bản Broadway Books, New York, 1995).
23. Hồi ký của Jack Ringwalt, Tales of National Indemnity and Its Founder Jack D. Ringwalt.
24. Như trên
25. Như trên
26. Như trên
27. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (2014).
28. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (1968).
29. Trích dẫn từ cuốn sách của Alice Schroeder, The Snowball: Warren Buffett and the Business of Life (Nhà xuất bản Bloomsbury, 2009), trang 252-253.
30. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1989).

31. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 1 năm 1969).
32. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 12 năm 1969)
33. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 1 năm 1966).
34. Warren Buffet, thư BPL gửi các đối tác (tháng 7 năm 1966).
35. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 1 năm 1967).
36. Như trên.
37. Như trên.
38. Như trên.
39. Như trên.
40. Như trên.
41. Như trên.
42. Như trên.
43. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 10 năm 1967).
44. Như trên.
45. Như trên.
46. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 10 năm 1967).
47. Như trên.
48. Như trên.
49. Như trên.
50. Như trên.

51. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 1 năm 1968).
52. Như trên.
53. Như trên
54. Ken Chace, thư gửi các cổ đông của BH (1967).
55. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (2001).
56. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1978).
57. Warren Buffett, thư cho các cổ đông của BH (1975).
58. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1979).
59. Như trên.
60. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1980).
61. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1982).
62. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 7 năm 1968).
63. Như trên.
64. Như trên.
65. Buffalo News, 21 tháng 12 năm 2012.
66. Ken Chace, Thư Chủ tịch gửi các cổ đông của BH (tháng 4 năm 1970).
67. Như trên.
68. Như trên.
69. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 12 năm 1969).
70. Như trên.

71. Trích dẫn Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 1 năm 1969).

72. Như trên.

73. Như trên.

74. Như trên.

75. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 5 năm 1969).

76. Như trên.

77. Như trên.

78. Như trên.

79. Như trên.

80. Như trên.

81. Như trên.

82. Như trên.

83. Như trên.

84. Tái bản cuốn sách của Benjamin Graham, The Intelligent Investor (Nhà xuất bản Harper Business Essentials, 1973).

85. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 10 năm 1969).

86. Như trên.

87. Như trên.

88. Như trên.

89. Như trên.

90. Như trên.
91. Như trên.
92. Warren Buffett, thư BPL gửi các đối tác (tháng 12 năm 1969).
93. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (2006).
94. Daniel Roberts, "The Secrets of See's Candies", Tạp chí Fortune (3 tháng 9 năm 2012).
95. Trích dẫn từ "The Inside Story of Warren Buffett" của Carol Loomis, Tạp chí Fortune (11 tháng 4 năm 1988).
96. Warren Buffett, "Warren Buffett Talks Business", buổi nói chuyện dành cho sinh viên tại trường Đại học North Carolina, Trung tâm Truyền hình Công cộng, Chapel Hill (1995).
97. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (2014)
98. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1999).
99. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (2014).
100. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (2011).
101. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1999).
102. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (2014).
103. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1973).
104. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1973).
105. Như trên.
106. Anthony Simpson, "Look At All Those Beautiful, Scantily Clad Girls Out There!", Tạp chí Forbes (1 tháng 11 năm 1974).

107. Như trên.

108. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1985).

109. Newsweek, Báo cáo thường niên năm 1972.

110. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1987).

111. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1985).

112. Như trên.

113. Sau khi viết nên cuốn sách giáo khoa bậc đại học bán chạy nhất nước Anh về tài chính doanh nghiệp, tôi nhận được một vài ý kiến trái chiều. Nhưng ít nhất tôi muốn giải thích rằng tuy lý thuyết rất thú vị và có giá trị sử dụng riêng của nó, nhưng cũng có rất nhiều biến chứng trên thực tế, điều đó có nghĩa chúng ta phải ứng dụng một cách thận trọng.

114. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1986).

115. Jerry Goodman (“Adam Smith”), Supermoney (1972).

116. Các cổ phiếu được mua với giá khác nhau trong một thời gian dài.

117. Charles Munger và Donald Koeppel, thư Công ty tem Blue Chip gửi các cổ đông (1977).

118. Charles Munger, thư gửi các cổ đông Wesco (2000).

119. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1985).

120. Charles Munger, thư Chủ tịch gửi các cổ đông Wesco (1997).

121. Warren Buffett, thư gửi các cổ đông của BH (1996).

122. Charles Munger, thư gửi các cổ đông Wesco (1999).