

CHƯƠNG 18

TÀI TRỢ DOANH NGHIỆP VÀ SÁU BÀI HỌC VỀ THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

NỘI DUNG CỦA CHƯƠNG 18

18.1 CHÚNG TA LUÔN LUÔN TRỞ LẠI VỚI NPV

18.2 MỘT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ LÀ GÌ?

**18.3 CÁC BÀI TOÁN ĐỐI VÀ CÁC BẤT THƯỜNG
CÓ Ý NGHĨA GÌ ĐỐI VỚI GIÁM ĐỐC TÀI
CHÍNH?**

18.4 SÁU BÀI HỌC CỦA THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

18.1 CHÚNG TA LUÔN LUÔN TRỞ LẠI VỚI NPV

Chương này bắt đầu bằng cách đối chiếu các quyết định đầu tư và các quyết định tài trợ:

Việc tìm được các cơ hội tài trợ có NPV dương có thể khó hơn do các thị trường vốn rất hiệu quả.

Cạnh tranh gay gắt giữa các nhà đầu tư loại bỏ các cơ hội tạo tỷ suất sinh lợi và làm cho các phát hành nợ và vốn cổ phần được định giá một cách công bằng.

Đó là lý do tại sao chúng ta dành chương này để giải thích và đánh giá giả thuyết thị trường hiệu quả.

18.1 CHÚNG TA LUÔN LUÔN TRỞ LẠI VỚI NPV (tiếp theo)

Các khác biệt giữa quyết định đầu tư và quyết định tài trợ.

Các quyết định đầu tư đơn giản hơn các quyết định tài trợ: Số lượng các quyết định tài trợ khác nhau liên tục được mở rộng thêm.

Các quyết định tài trợ cũng dễ lập hơn các quyết định đầu tư theo nhiều cách:

- ✓ Các quyết định tài trợ không có cùng mức độ chung quyết như các quyết định đầu tư, và rất dễ đảo ngược. Tức là, giá trị từ bỏ của chúng cao hơn.
- ✓ Việc kiếm tiền hay mất tiền bằng các chiến lược tài chính thông minh cũng khó hơn.

18.1 CHÚNG TA LUÔN LUÔN TRỞ LẠI VỚI NPV (tiếp theo)

Một quyết định tài trợ tốt sẽ phát sinh một NPV dương cho người bán, và như vậy nó sẽ phát sinh một NPV âm cho người mua.

Cơ may mà doanh nghiệp của bạn có thể thuyết phục các nhà đầu tư mua chứng khoán phát sinh NPV âm cho họ là bao nhiêu?

Điều này đưa chúng ta đến chủ đề chính của chương này: các thị trường vốn hiệu quả.

18.2 MỘT THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ LÀ GÌ?

Các nội dung chính :

Một khám phá đáng kinh ngạc: Các thay đổi giá cả là ngẫu nhiên

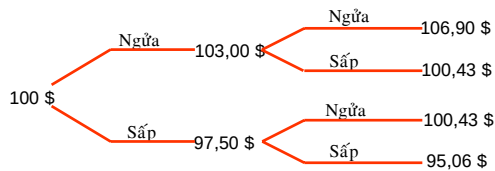
Ba hình thức của thị trường hiệu quả

Các thị trường hiệu quả: chứng cứ

Một khám phá đáng kinh ngạc: Các thay đổi giá cả là ngẫu nhiên

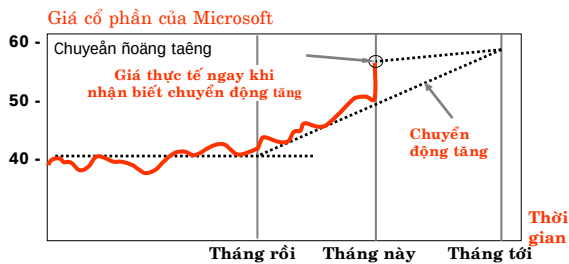
Ví dụ: Bạn được cho 100\$ để chơi một trò chơi. Cứ cuối mỗi tuần một đồng xu được tung lên. Nếu nó rơi lật mặt ngửa lên, bạn thắng 3% đầu tư của mình, nếu nó rơi sấp, bạn mất 2,5%.

Bây giờ các kết quả có thể có sẽ là:



Hình 18.3 cho ta một thí dụ về thay đổi giá cổ phần của Microsoft theo một chu kỳ có thể dự báo trước.

➡ Các chu kỳ tự phá hủy ngay khi các nhà đầu tư nhận ra chúng. Giá cổ phần ngay tức khắc vọt lên mức hiện giá của giá tương lai mong đợi.



Ba hình thức của thị trường hiệu quả

❑ Các nhà kinh tế thường định nghĩa ba mức độ của thị trường hiệu quả, được phân biệt bởi mức độ thông tin đã phản ánh trong giá chứng khoán.

❑ Ở mức độ thứ nhất, giá cả phản ánh thông tin đã chứa đựng trong hồ sơ giá cả quá khứ. Nó được gọi là hình thức hiệu quả **yếu**.

❑ Nếu các thị trường hiệu quả ở mức yếu, thì không thể tạo được các siêu tỷ suất sinh lợi liên tục bằng cách nghiên cứu tỷ suất sinh lợi quá khứ. Giá cả sẽ theo một bước ngẫu nhiên.

Ba hình thức của thị trường hiệu quả

❑ Mức độ hiệu quả thứ hai đòi hỏi giá cả phản ánh không chỉ giá cả quá khứ mà còn phản ánh tất cả thông tin đã công bố khác, Đây được gọi là hình thức hiệu quả **vừa phải** của thị trường.

❑ . Nếu các thị trường hiệu quả ở mức vừa phải, giá cả sẽ điều chỉnh ngay lập tức trước các thông tin công cộng như là việc công bố tỷ suất sinh lợi quý vừa qua, một phát hành cổ phần mới, một đề nghị sáp nhập hai công ty, v.v.

Ba hình thức của thị trường hiệu quả

❑ Cuối cùng, là một hình thức hiệu quả **mạnh**, trong đó giá cả phản ánh tất cả thông tin có thể có được bằng cách phân tích tỉ mỉ về công ty và về nền kinh tế.

❑ Trong một thị trường như vậy, chúng ta sẽ quan sát thấy các nhà đầu tư may mắn và không may mắn, nhưng chúng ta sẽ không tìm thấy bất kỳ siêu giám đốc đầu tư nào có thể liên tục đánh bại thị trường.

Ba hình thức của thị trường hiệu quả

Có hai loại chuyên gia phân tích đầu tư có thể giúp làm cho thị trường có hiệu quả:

❑ Các nhà phân tích cơ bản. Là những nhà phân tích nghiên cứu việc kinh doanh của công ty, cố gắng phát hiện thông tin về khả năng sinh lợi và giá trị của cổ phần.

❑ Các nỗ lực cạnh tranh lẫn nhau giữa các nghiên cứu cơ bản sẽ có khuynh hướng bảo đảm rằng giá cả phản ánh *tất cả* thông tin có liên quan và các thay đổi giá cả là không thể dự đoán được.

Ba hình thức của thị trường hiệu quả

❑ *Nhà phân tích kỹ thuật.* Là những nhà phân tích nghiên cứu hồ sơ giá cả và tìm kiếm các khuynh hướng hay các chu kỳ biến động.

❑ Các nỗ lực trong nghiên cứu kỹ thuật thường sẽ bảo đảm rằng giá cả hiện tại phản ánh tất cả thông tin trong chuỗi giá cả quá khứ và các thay đổi giá tương lai không thể dự báo được từ giá cả quá khứ.

Các thị trường hiệu quả: chứng cứ

❑ Sẽ không có gì ngạc nhiên nếu một giám đốc không khôn ngoan lại kiếm được tỷ suất sinh lợi cao hơn các giám đốc khác.

❑ Chứng cứ về hình thức hiệu quả mạnh đã chứng tỏ một cách thuyết phục rằng các quỹ chuyên nghiệp đã từ bỏ việc theo đuổi thành quả cao. Họ chỉ “mua chỉ số” hay tối đa việc đa dạng hóa và tối thiểu hóa chi phí quản lý danh mục.

18.3 CÁC BÀI TOÁN ĐỐI VÀ CÁC BẤT THƯỜNG CÓ Ý NGHĨA GÌ ĐỐI VỚI GIÁM ĐỐC TÀI CHÍNH?

❑ Các nhà nghiên cứu đã kết luận rằng giả thuyết thị trường hiệu quả là một mô tả khá tốt của thực tế.

❑ Chứng cứ về thị trường hiệu quả mạnh đến nỗi bất cứ nghiên cứu chống lại nào cũng đều bị xem xét với một nghi ngờ.

❑ Tuy nhiên có các chứng cứ về các bất thường mà các nhà đầu tư rõ ràng đã không khai thác được.

18.3 CÁC BÀI TOÁN ĐỐ VÀ CÁC BẤT THƯỜNG CÓ Ý NGHĨA GÌ ĐỐI VỚI GIÁM ĐỐC TÀI CHÍNH?

❑ Các nhà đầu tư đã từng chứng kiến một bài toán đố như vậy : tỷ suất sinh lợi cao một cách trên bình thường của chứng khoán của các doanh nghiệp nhỏ.

❑ Có thể giải thích từ một trong ba lý do sau đây:

➤ Thứ nhất, có thể là các nhà đầu tư đã yêu cầu một tỷ suất sinh lợi mong đợi cao hơn từ các doanh nghiệp nhỏ để đền bù cho yếu tố rủi ro nào đó mà không được ghi lại trong mô hình định giá tài sản vốn CAPM.

18.3 CÁC BÀI TOÁN ĐỐ VÀ CÁC BẤT THƯỜNG CÓ Ý NGHĨA GÌ ĐỐI VỚI GIÁM ĐỐC TÀI CHÍNH?

➤ Thứ hai, thành quả cao hơn của các doanh nghiệp nhỏ có thể chỉ là một trùng hợp ngẫu nhiên.

➤ Thứ ba, có một ngoại lệ quan trọng của lý thuyết thị trường hiệu quả, theo đó cung cấp cho nhà đầu tư cơ hội để tạo tỷ suất sinh lợi cao. Nếu có các bất thường như vậy bạn sẽ tìm thấy các nhà đầu tư sẵn sàng tận dụng chúng.

18.3 CÁC BÀI TOÁN ĐỐ VÀ CÁC BẤT THƯỜNG CÓ Ý NGHĨA GÌ ĐỐI VỚI GIÁM ĐỐC TÀI CHÍNH?

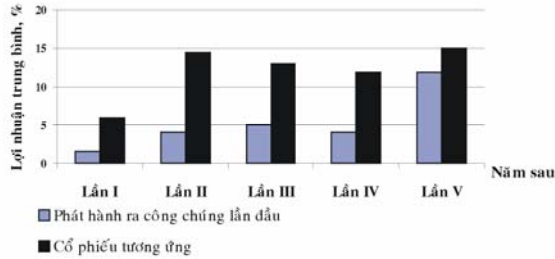
Các nhà đầu tư có đáp ứng chậm với thông tin mới không?

➤ Các bài toán đố và các bất thường khác : Tỷ suất sinh lợi trong tháng giêng có vẻ cao hơn trong các tháng khác, trong ngày thứ hai có vẻ thấp hơn các ngày khác trong tuần, và hầu hết tỷ suất sinh lợi trong ngày đến vào lúc đầu ngày và cuối ngày.

➤ Sau đây là hai thí dụ về việc chậm trễ rõ rệt trong phản ứng với các tin tức.

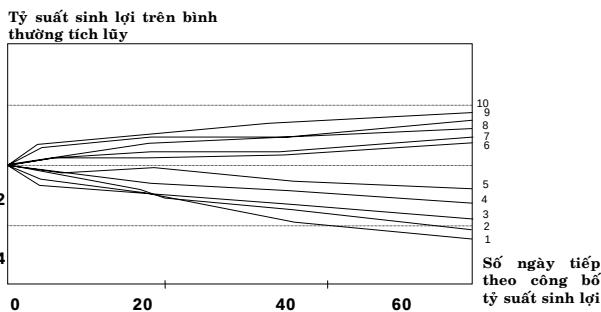
Bài toán phát hành mới :

➤ **Hình 18.7** Tỷ suất sinh lợi từ 1970 đến 1990 trong mỗi kỳ 5 năm theo sau phát hành, đối chiếu với tỷ suất sinh lợi từ một mẫu các doanh nghiệp tương ứng không phát hành.



Bài toán công bố tỷ suất sinh lợi

➤ **Hình 18.8** Các thu nhập tích lũy cao trên bình thường của cổ phần các doanh nghiệp trong thời gian 60 ngày sau khi công bố tỷ suất sinh lợi trong quý.



Các bất thường thị trường và giám đốc tài chính

❑ Giám đốc tài chính cần tin rằng, khi doanh nghiệp phát hành chứng khoán mới, doanh nghiệp có thể xác định được một mức giá hợp lý.

❑ Có hai lý do việc này có thể không phải như vậy:

➤ Thứ nhất, hình thức mạnh của giả thuyết thị trường hiệu quả có thể không đúng 100%, vì vậy giám đốc tài chính có thể có thông tin mà các nhà đầu tư khác không có.

➤ Hoặc các nhà đầu tư có thể có cùng thông tin như ban giám đốc doanh nghiệp, nhưng lại phản ứng chậm.

18.4 SÁU BÀI HỌC CỦA THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

Bài học 1: Thị trường không có trí nhớ

- ❑ Theo hình thức yếu của giả thuyết thị trường hiệu quả, chuỗi các thay đổi giá cả trong quá khứ không chứa đựng thông tin về thay đổi giá trong tương lai.
- ❑ Đôi khi có vẻ như các giám đốc tài chính hành động như là điều này không đúng: các giám đốc thường thiên về tài trợ vốn cổ phần hơn là tài trợ nợ sau khi có các tăng giá bất thường. Tương tự, họ không muốn phát hành cổ phần khi giá sụt. Họ thường muốn chờ cho đến khi giá tăng trở lại. Nhưng chúng ta biết rằng thị trường không có trí nhớ và các chu kỳ mà các giám đốc thường trông mong thì không hiện hữu.

18.4 SÁU BÀI HỌC CỦA THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

Bài học 2: Hãy tin vào giá thị trường

- ❑ Trong một thị trường hiệu quả, bạn có thể tin vào giá cả, vì giá cả chứa đựng tất cả thông tin có sẵn về giá trị của mỗi chứng khoán.
- ❑ Điều này có nghĩa là trong một thị trường hiệu quả, không có cách nào để đạt được một tỷ suất sinh lợi cao hơn liên tục. Để làm được như vậy, bạn không chỉ cần biết nhiều hơn *bất cứ người nào khác*, mà còn cần biết nhiều hơn *tất cả mọi người khác*.
- ❑ Thông điệp này rất quan trọng cho một giám đốc tài chính chịu trách nhiệm về chính sách tỷ giá hối đoái hay về mua và bán nợ của doanh nghiệp.

18.4 SÁU BÀI HỌC CỦA THỊ TRƯỜNG HIỆU QUẢ

Bài học 3: Hãy đọc sâu

- ❑ Nếu thị trường hiệu quả, giá cả chứa đựng tất cả thông tin có sẵn. Vì vậy, chỉ cần chúng ta biết cách đọc sâu, giá cổ phần có thể cho chúng ta biết nhiều về tương lai. Thí dụ:
 - Thông tin trong các báo cáo tài chính của một công ty có thể giúp giám đốc tài chính ước tính xác suất phá sản như thế nào.
 - Đánh giá của thị trường về chứng khoán của công ty cũng có thể cung cấp thông tin quan trọng về các triển vọng của công ty.
 - Nếu trái phiếu của công ty đang cung ứng một tỷ suất sinh lợi đáo hạn cao hơn trung bình, bạn có thể suy diễn rằng công ty có thể đang gặp vấn đề.

Bài học 4: Không có các ảo tưởng tài chính

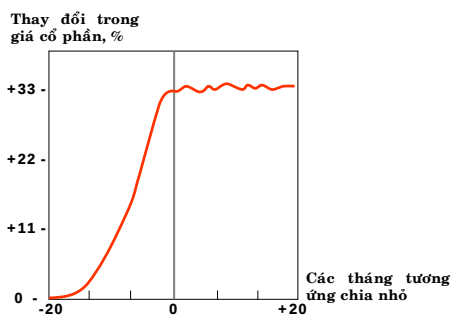
□ Trong một thị trường hiệu quả, không có các ảo tưởng tài chính. Các nhà đầu tư chỉ quan tâm một cách thực tế đến các lưu kim của doanh nghiệp và phần của các lưu kim này mà họ có quyền hưởng.

Thí dụ: Cổ tức cổ phần và các chia nhỏ cổ phần

Giá cổ phần của Chaste Manhattan đang được bán với giá 210\$/cổ phần. Thay thế mỗi cổ phần đang lưu hành bằng ba cổ phần mới. Sau khi chia nhỏ, giá bán mong đợi mỗi cổ phần là $210/3 = 70\$$. Cổ tức mỗi cổ phần, thu nhập mỗi cổ phần và tất cả các biến số từng cổ phần khác sẽ bằng 1/3 mức trước đây.

Bài học 4: Không có các ảo tưởng tài chính

Hình 18.10 Tỷ suất sinh lợi không bình thường tích lũy vào thời điểm chia nhỏ cổ phiếu. (Tỷ suất sinh lợi được điều chỉnh theo gia tăng trong số cổ phần).



Bài học 5: Phương án tự làm lấy

□ Trong một thị trường hiệu quả, các nhà đầu tư sẽ không trả tiền cho người khác để nhờ làm việc mà tự họ cũng làm được tốt như vậy.

□ Như chúng ta sẽ thấy, nhiều cuộc tranh luận trong tài trợ doanh nghiệp tập trung vào việc các cá nhân có thể sao chép hay tái tạo các quyết định tài chính doanh nghiệp tốt như thế nào.

□ Thí dụ, các công ty thường biện minh các sáp nhập trên cơ sở là chúng mang đến một doanh nghiệp đa dạng hóa hơn và do đó ổn định hơn. Nhưng nếu các nhà đầu tư có thể nắm giữ cổ phần của cả hai công ty, tạo sao họ lại phải cảm ơn các công ty về việc đa dạng hóa này? Thường thì việc đa dạng hóa dễ hơn và rẻ hơn cho họ hơn là cho các công ty.

Bài học 6: Đã xem một cổ phần, hãy xem tất cả

❑ Các nhà đầu tư không mua một cổ phần vì các tính chất độc đáo của nó; mà vì nó cung ứng một triển vọng tỷ suất sinh lợi phải chăng so với rủi ro của nó.

❑ Điều này có nghĩa là các cổ phần, hầu như là các thế phẩm tuyệt đối. Vì vậy, mức cầu đối với cổ phần một công ty sẽ có tính co giãn cao.

❑ Nếu tỷ suất sinh lợi triển vọng của nó quá thấp so với rủi ro, sẽ *không ai* muốn nắm giữ cổ phần này. Nếu ngược lại, *mọi người* sẽ tranh nhau mua.

Bài học 6: Đã xem một cổ phần, hãy xem tất cả

❑ Nếu bạn muốn bán một lượng lớn cổ phần. Vì cầu có tính co giãn, thông thường bạn kết luận rằng bạn chỉ cần cắt giảm nhẹ giá để bán cổ phần của mình.

❑ Không may là các nhà đầu tư khác có thể nghi ngờ là bạn muốn vất bỏ nó vì một lý do nào đó mà họ không biết. Vì vậy, họ sẽ điều chỉnh lại đánh giá của họ về giá trị của cổ phần của bạn theo chiều hướng đi xuống nghĩa là giá cổ phần sẽ giảm nhiều hơn.

❑ Cầu thì vẫn co giãn, nhưng toàn bộ đường cong cầu sẽ đi xuống. Cầu co giãn không ngụ ý là bạn có thể bán một lượng lớn cổ phần sát với giá thị trường cho đến khi nào bạn có thể thuyết phục các nhà đầu tư khác rằng bạn không có thông tin riêng.
