

## Trái phiếu chuyển đổi - một lựa chọn phát hành mới

Đặng Lan Hương – Trưởng nhóm Phân tích

Công ty CP Chứng khoán Âu Việt

6/7/2010

### Nguyên nhân của việc phát hành TPCĐ

Nếu như năm 2008 cho đến đầu năm 2010 là năm các doanh nghiệp niêm yết đua nhau phát hành cổ phiếu để tăng vốn điều lệ thì trong năm 2010, việc phát hành trái phiếu chuyển đổi để huy động vốn lại được coi là một trào lưu mới. Điều này cũng xuất phát từ thực tế là một năm sau khủng hoảng, các doanh nghiệp cần vốn để khôi phục và phát triển sản xuất kinh doanh, trong khi đó chương trình hỗ trợ lãi suất của Chính phủ đã chấm dứt vào tháng 12/2009, các doanh nghiệp buộc phải đối mặt với chi phí lãi suất cho vay cao hơn ngay từ đầu năm 2010. Mặt khác việc huy động vốn thông qua phương án phát hành thêm cổ phiếu thường trở nên rủi ro hơn do hiệu ứng pha loãng ngay tức thì bởi doanh nghiệp chưa kịp có thời gian sử dụng nguồn vốn bổ sung mới có hiệu quả.

Một nguyên nhân nữa của trào lưu phát hành trái phiếu chuyển đổi trong năm nay là khả năng bảo vệ nhà đầu tư trước rủi ro tăng/giảm của TTCK năm 2010. Từ cuối tháng 10/2009, chỉ số VN-Index đạt đỉnh 633,21 điểm, sau đó có chu kỳ giảm mạnh về 427,06 điểm và phục hồi linh xình quanh ngưỡng 500 điểm cho đến nay. Trong bối cảnh này, việc phát hành trái phiếu chuyển đổi của doanh nghiệp khá thích hợp, giúp nhà đầu tư vừa có lãi suất từ việc mua trái phiếu, vừa có cơ hội tăng số lượng cổ phiếu vào những năm sau với kỳ vọng thị trường sẽ có những đợt sóng mạnh và ổn định hơn.

### TPCĐ giảm thiểu rủi ro cho doanh nghiệp phát hành

Điều này xuất phát từ việc chi phí phát hành và lãi suất phải trả của TPCĐ thấp hơn so với phát hành trái phiếu thông thường cũng như so với lãi suất ngân hàng. Thứ hai, doanh nghiệp có thể tăng vốn cổ phần trong tương lai khi chuyển từ trái phiếu nợ thành vốn cổ phần. Thứ ba, giá cổ phiếu thường không bị sụt giảm do tránh được tình trạng tăng số lượng cổ phiếu một cách nhanh chóng trên thị trường. Thứ tư, trước khi trái phiếu được chuyển đổi sẽ không làm giảm thu nhập của các cổ đông hiện hữu so với phát hành cổ phiếu. Thứ năm, dễ dàng hơn trong việc huy động vốn do tính hấp dẫn của việc có thể chuyển đổi từ trái phiếu sang cổ phiếu.

### TPCĐ là công cụ phòng vệ hiệu quả của nhà đầu tư

Thứ nhất, thu nhập từ lãi suất trái phiếu chắc chắn hơn thu nhập từ cổ tức trên cổ phiếu do người nắm giữ TPCĐ có quyền ưu tiên hơn các cổ đông nắm giữ cổ phiếu khi công ty phá sản hay giải thể. Thứ hai, trong bối cảnh thị trường linh xình hoặc đi xuống thì giá thị trường của TPCĐ có chiều hướng ổn định hơn giá cổ phiếu. Trong điều kiện thị trường đi lên, giá trị thị trường của TPCĐ sẽ có chiều hướng tăng do trái phiếu chuyển đổi có thể được chuyển thành cổ phiếu với mức chiết khấu khá hấp dẫn. Thứ ba, TPCĐ cho phép nhà đầu tư quyền chuyển đổi hoặc không chuyển đổi tùy theo phương án nào có lợi hơn tại thời điểm chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu.

## Nhược điểm của TPCĐ

Đối với doanh nghiệp, quyền sở hữu và kiểm soát doanh nghiệp có thể thay đổi tại thời điểm chuyển đổi, do tăng số lượng cổ phiếu lưu hành. Ngoài ra, doanh nghiệp thường phải trả lãi trái phiếu do đó làm tăng chi phí so với việc phát hành cổ phiếu.

Đối với nhà đầu tư, mức lãi suất của TPCĐ thường thấp hơn so với các loại trái phiếu khác. Ngoài ra, nếu thời gian chuyển đổi từ 2 năm trở lên sẽ tiềm ẩn nhiều yếu tố rủi ro do thời gian nắm giữ dài. Với nhược điểm này, TPCĐ thích hợp với nhà đầu tư lớn, am hiểu doanh nghiệp và sẵn sàng đầu tư lâu dài. Nhà đầu tư nhỏ, cá nhân thường ít quan tâm tới hình thức này do thời gian nắm giữ lâu, thanh khoản thấp, khó bán hơn cổ phiếu.

Xét về yếu tố giá, phát hành TPCĐ không dẫn đến điều chỉnh kỹ thuật giá cổ phiếu của doanh nghiệp đó trên thị trường. Tuy nhiên, giá cổ phiếu có thể bị ảnh hưởng ở thời điểm phát hành và thời điểm chuyển đổi theo cơ chế cung cầu. Cụ thể, trong một số trường hợp, để tài trợ cho việc mua cổ phiếu, các nhà đầu tư lớn có thể bán cổ phiếu sẵn có của họ để có tiền mua TPCĐ. Điều này có thể làm cho giá cổ phiếu giảm tại thời điểm trước hoặc sau thời điểm phát hành TPCĐ. Đôi khi, nhà đầu tư lớn thực hiện việc bán khi giá cổ phiếu đang trong quá trình tăng do thông tin hỗ trợ từ doanh nghiệp. Thời điểm chuyển đổi cũng có thể tác động đến giá cổ phiếu từ lượng cung cổ phiếu chuyển đổi.

## Trào lưu phát hành trái phiếu chuyển đổi gần đây

Thống kê sơ bộ từ đầu năm đến ngày 30/6/2010 có khoảng 17 doanh nghiệp niêm yết đã và đang có kế hoạch thực hiện phương án huy động vốn bằng việc phát hành trái phiếu chuyển đổi. Hầu hết hình thức phát hành đều là phát hành riêng lẻ dưới 100 nhà đầu tư, chủ yếu là nhà đầu tư lớn hoặc nhà đầu tư tổ chức. Thông thường, Hội đồng quản trị lựa chọn một số nhà đầu tư có uy tín, có tiềm lực tài chính và sẵn sàng đầu tư lâu dài vào doanh nghiệp. Ngoài ra, nhiều doanh nghiệp niêm yết cũng lựa chọn hình thức phát hành TPCĐ cho cán bộ công nhân viên với một số ưu đãi như tỷ lệ chuyển đổi hấp dẫn, nhằm động viên khuyến khích, tạo sự gắn kết lâu dài với công ty.

Nếu không kể giá trị phát hành bằng ngoại tệ của CII, tổng giá trị phát hành trái phiếu từ đầu năm đến nay ước khoảng 10.000 tỷ đồng. Thời hạn phát hành phổ biến là dưới 2 năm với mức lãi suất là 8%-10%/năm.

Về việc giao dịch TPCĐ hiện nay chưa có quy định hướng dẫn cụ thể, nhà đầu tư có thể thực hiện giao dịch tại doanh nghiệp phát hành hoặc tại các công ty chứng khoán mà doanh nghiệp ủy quyền.

## Thống kê sơ bộ các doanh nghiệp phát hành TPCĐ từ đầu năm đến 30/6/2010

STT	Công ty	Hình thức phát hành	Giá trị(tỷ đồng)	Mệnh giá(ngàn)	Lãi suất(năm)	Thời hạn
1	CII	riêng lẻ(NN)	20-25 triệu USD		4%	5năm
2	MCG	riêng lẻ	459	100	12%	3năm
3	SSI	riêng lẻ	2000	1000	4%	1năm
4	VFC	riêng lẻ	150	100	chưa xác	1năm

					định	
5	TMS	riêng lẻ	100	1000	8%	2năm
6	LTC	riêng lẻ	30	100	15%	18tháng
7	HUT	riêng lẻ	200	1000	8%	1năm
8	ALP	riêng lẻ	100	100	thoả thuận	3năm
9	LCG	riêng lẻ	300	1000	5%	1năm
10	TMS	riêng lẻ	100	1000	8%	2năm
11	HIS	riêng lẻ	200	100	12%	2năm
12	UNI	riêng lẻ	50	1000	10%	1năm
13	NVN	riêng lẻ	40	1000	4%	1 năm
14	CTG	riêng lẻ	3000	1000	thả nổi	2 năm
15	SHB	công chúng	1500	100	10.48%	1 năm
16	REE	công chúng	810	1000	8%	13tháng
17	TDH	công chúng	600	100	7%	3năm
Tổng cộng			9.639 tỷ đồng và 20- 25 triệu USD			

*Nguồn: AVS*

## Kết luận

Với những phân tích ưu, nhược điểm của việc phát hành TPCĐ nêu trên, có thể thấy rằng đây là phương thức huy động vốn phù hợp trong giai đoạn hiện nay khi kết hợp được những ưu điểm của phương thức phát hành trái phiếu thường và phương thức phát hành thêm cổ phiếu. Lịch sử cho thấy, giai đoạn hậu khủng hoảng thường có rất nhiều cơ hội đầu tư, nâng cao tỷ suất lợi nhuận cho các doanh nghiệp. Với tình hình kinh tế-chính trị ổn định như hiện nay và triển vọng của nền kinh tế Việt Nam nửa cuối năm nay và năm 2011, việc sử dụng hiệu quả nguồn vốn huy động mới của các doanh nghiệp là có khả năng thực hiện được. Ngoài ra, thị trường chứng khoán Việt Nam vẫn đang trong xu hướng đi lên trong trung và dài hạn, kỳ vọng sẽ có những đợt sóng mạnh diễn ra trong các năm sau.

Với TPCĐ, nhà đầu tư giá trị có thêm một lựa chọn cho việc đầu tư vào một cổ phiếu cơ bản tốt của các doanh nghiệp năng động, có uy tín, có phương án sử dụng vốn vay rõ ràng. Trong mọi trường hợp, đầu tư vào TPCĐ đảm bảo mức lợi nhuận tối thiểu bằng với lợi suất trái phiếu, do vậy cũng giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư trong bối cảnh thị trường đi ngang hoặc giảm thiểu rủi ro hệ thống không lường trước được.