

TÌM HIỂU VỀ TRÁI PHIẾU CHUYỂN ĐỔI

TS. ĐOÀN TRANH
KHOA QTKD

Một loại trái phiếu khác gần đây đã trở thành hiện tượng trên thị trường chứng khoán Việt Nam là trái phiếu chuyển đổi (convertibles). Tính hấp dẫn của nó là ở chỗ nó cho phép nhà đầu tư chuyển đổi sang cổ phiếu thường vào một thời điểm nhất định trong tương lai. Do kì vọng này mà nhà đầu tư sẵn sàng chấp nhận một mức lãi suất rất thấp, giúp các công ty phát hành nhanh chóng huy động được một số vốn lớn với chi phí tài chính dễ chịu. Trái phiếu chuyển đổi của Ngân hàng Ngoại thương (Vietcombank), có mặt trên thị trường tháng 12/2005, được đánh giá là một mặt hàng rất lợi cho ngân hàng này khi lãi suất trúng thầu chỉ ở mức 6%/năm, thấp hơn nhiều so với lãi suất trên thị trường vào khoảng 8-10% tại thời điểm phát hành.

Khác với chứng quyền (warrants) có thể mang lại nguồn tài trợ thêm cho doanh nghiệp; trái phiếu chuyển đổi không cung cấp vốn mà chỉ đơn giản là điều chỉnh nợ thành vốn cổ phần thường trên bảng cân đối kế toán. Dĩ nhiên, việc giảm nợ hay cổ phiếu ưu đãi cũng làm cải thiện sức mạnh tài chính của doanh nghiệp và làm cho việc nâng vốn dễ dàng hơn bằng cách tiến hành thêm một số hoạt động khác.

Một trong những điều khoản quan trọng nhất của trái phiếu chuyển đổi là **tỷ số chuyển đổi**, CR, và **giá chuyển đổi**, P_C .

- Tỷ số chuyển đổi là số cổ phần thường mà trái chủ có được, khi qui đổi từ một trái phiếu hay một cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi.
- Giá chuyển đổi là giá thực tế mà nhà đầu tư đồng ý trả cho cổ phiếu thường sở hữu từ một trái phiếu chuyển đổi.

Mối quan hệ giữa giá chuyển đổi và tỷ số chuyển đổi được minh họa như sau. Vào tháng 10 năm 2010, Hoàng Anh Gia Lai (HAGL) phát hành trái phiếu chuyển đổi với mệnh giá 1.000.000 VND, với thời gian đáo hạn là 20 năm. Vào thời điểm trước lúc đáo hạn vào tháng 10 năm 2030, trái chủ có thể chuyển một trái phiếu để lấy 20 cổ phiếu thường. Như vậy, tỷ số chuyển đổi $CR = 20$. Giá trái phiếu được mua lúc phát hành là 1.000.000 VND, đúng với mệnh giá; như vậy, giá chuyển đổi sẽ là 50.000 VND, và được tính như sau :

$$\begin{aligned} \text{Giá chuyển đổi} = P_C &= \frac{\text{Mệnh giá của trái phiếu chuyển đổi}}{\text{Số cổ phiếu nhận được}} \\ &= \frac{1.000.000}{20} = 50.000 \text{ VND} \end{aligned}$$

Ngược lại, khi biết giá chuyển đổi, chúng ta có thể có được tỷ số chuyển đổi.

$$\text{Tỷ số chuyển đổi} = CR = \frac{1.000.000}{50.000} = 20$$

Như vậy, khi biết được tỷ số chuyển đổi, thì có thể xác định giá chuyển đổi và ngược lại.

Vấn đề đặt ra ở đây là khi phát hành thì giá chuyển đổi nên thiết lập ở mức nào so với giá thị trường là phù hợp? Một nguyên tắc cơ bản khi phát hành trái phiếu chuyển đổi là giá chuyển đổi luôn đặt cao hơn giá thị trường của cổ phiếu thường. Thông thường giá chuyển đổi cao hơn từ 15% đến 30% so với giá cổ phiếu trên thị trường lúc phát hành. Và phải có thời gian không được chuyển đổi, thông thường tại thị trường chứng khoán Mỹ, việc chuyển đổi chỉ xảy ra sau 10 năm. Điều này nhằm không làm ảnh hưởng đến việc pha loãng cổ tức và tránh làm giảm giá cổ phiếu trong hiện tại do phát hành trái phiếu chuyển đổi.

Thông thường thì giá chuyển đổi và tỷ số chuyển đổi không thay đổi suốt đời của trái phiếu. Tuy nhiên, việc thay đổi giá chuyển đổi và tỷ số chuyển đổi có thể được điều chỉnh khi cần thiết. Chúng ta biết rằng khi chia tách cổ phiếu sẽ làm cổ tức bị pha loãng và giá cổ phiếu thấp xuống, làm cho nhà đầu tư bị tổn thất khi chuyển đổi sang cổ phiếu. Để phòng ngừa điều này, luôn có điều khoản qui định, nếu cổ phiếu thường có giá thấp hơn giá chuyển đổi, thì giá chuyển đổi phải được điều chỉnh giảm theo tỷ lệ tương ứng và tỷ số chuyển đổi cũng tăng tương ứng. Ví dụ, HAGL muốn tách 1 cổ phiếu thành 2 cổ phiếu đang lưu hành, thì lúc đó tỷ số chuyển đổi sẽ được tự động điều chỉnh từ 20 xuống 40 và giá chuyển đổi sẽ được điều chỉnh từ 50.000 VND xuống 25.000 VND. Và điều này cần phải được ghi trong hợp đồng khi phát hành trái phiếu chuyển đổi, nếu không doanh nghiệp phát hành sẽ tìm cách ngăn cản việc chuyển đổi thông qua các thủ thuật này.

Một trường hợp khác buộc phải điều chỉnh giá chuyển đổi và tỷ số chuyển đổi là trong trường hợp doanh nghiệp phát hành thêm cổ phiếu mới làm giảm giá cổ phiếu trên thị trường trong giai đoạn tồn tại của trái phiếu chuyển đổi. Ví

dụ, giả sử cổ phiếu của HAGL được bán giá là 35.000 VND vào lúc phát hành trái phiếu chuyển đổi với giá chuyển đổi là 50.000 VND. Giả sử, sau đó giá cổ phiếu của HAGL giảm xuống còn 20.000 VND. Nếu HAGL cần phát hành thêm cổ phiếu mới để tài trợ cho hoạt động thì HAGL phải điều chỉnh giá chuyển đổi từ 50.000 VND xuống 20.000 VND tương ứng với mức giảm của giá cổ phiếu, và tỷ lệ chuyển đổi lúc đó sẽ thay đổi tương ứng.

Việc điều chỉnh này làm tăng giá trị của trái phiếu chuyển đổi và gây ra tác động làm chuyên lợi ích từ cổ động hiện hữu sang người nắm giữ trái phiếu chuyển đổi. Điều này có thể tạo ra rắc rối đối với doanh nghiệp và ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trên thị trường, nên doanh nghiệp cần xem xét tất cả những tình huống xấu trong việc sử dụng trái phiếu chuyển đổi hoặc trái phiếu kèm chứng quyền khi tài trợ cho các hoạt động của doanh nghiệp.