



Ảnh Hòa Tấn

TRÁI PHIẾU CHUYỂN ĐỔI Nhà đầu tư nên thận trọng !

ĐINH TRỌNG HÙNG

Trên thị trường chứng khoán VN gần đây xuất hiện “cơn sốt” về trái phiếu chuyển đổi (TPCĐ) của một số ngân hàng và các doanh nghiệp. Thực hư về loại trái phiếu này ra sao, hiệu quả ra sao... có thể một số nhà đầu tư và dân chúng còn chưa hiểu rõ về nó, nhưng trên thực tế đã xuất hiện một làn sóng hưởng ứng tích cực và nhiều nhà đầu tư đã coi TPCĐ như một công cụ siêu lợi nhuận và đang “săn lùng” để mua bằng được, nhất là TPCĐ được phát hành bởi các ngân hàng lớn.

Bài viết này tôi sẽ phân tích bản chất của TPCĐ và những rủi ro khi đầu tư vào TPCĐ, có thể giúp nhà đầu tư và bạn đọc hiểu thêm về TPCĐ để từ đó có thể có những

quyết định đầu tư đúng đắn.

Thế nào là TPCĐ?

Theo Thông tư số 01/1998/TT-UBCK ngày 13.10.1998 và được sửa đổi, bổ sung theo Quyết định số 80/2000/QĐ-UBCK của Ủy ban chứng khoán nhà nước, điểm 1.6 mục I định nghĩa TPCĐ như sau:

“Trái phiếu chuyển đổi là loại trái phiếu có thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông của cùng một tổ chức phát hành theo những điều kiện được xác định trước”.

Và điểm 9 mục III quy định:

“Trường hợp phát hành trái phiếu chuyển đổi, trái phiếu kèm theo chứng quyền, tổ chức phát hành phải nêu rõ điều khoản mua hoặc chuyển đổi trong hồ sơ xin

phép phát hành bao gồm các nội dung chủ yếu sau đây:

- Điều kiện, thời hạn tiến hành mua và/hoặc chuyển đổi;
- Tỷ lệ chuyển đổi và phương pháp tính giá mua và/hoặc chuyển đổi;
- Phương pháp tính và đền bù thiệt hại trong trường hợp tổ chức phát hành trái phiếu không phát hành được cổ phiếu để đáp ứng quyền mua và/hoặc chuyển đổi;
- Các điều khoản khác (nếu có)."

Như vậy, những quy định về TPCĐ rất rõ ràng, tuy nhiên trong quá trình thực hiện, nhiều tổ chức đã “cố tình không biết” hoặc lợi dụng TPCĐ để thực hiện những chiến lược tài chính có lợi cho doanh

ngành và đương nhiên gây thiệt hại cho nhà đầu tư.

Bản chất của TPCĐ

Theo tên gọi của nó và theo định nghĩa như trên thì TPCĐ trước hết là trái phiếu và có thể chuyển đổi thành cổ phiếu thường vào một thời điểm được xác định trước trong tương lai. Điểm hấp dẫn của nó là vừa được hưởng một mức lãi suất cố định như trái phiếu doanh nghiệp thông thường, vừa được chuyển đổi thành cổ phiếu khi đến hạn nên các nhà đầu tư hy vọng sẽ có cơ hội để trở thành cổ đông của công ty, nhất là các công ty danh tiếng có lợi nhuận cao như các ngân hàng.

Có ý kiến cho rằng đầu tư vào TPCĐ cũng giống như thực hiện một quyền chọn (option) và giá trị của quyền chọn tùy thuộc vào tỷ lệ chuyển đổi và thị giá cổ phiếu khi chuyển đổi. Tuy nhiên, điều này không đúng. Khi đầu tư vào TPCĐ có thể bị lỗ "vô hạn" và cũng có thể lời "vô hạn" do phụ thuộc hoàn toàn vào thị giá cổ phiếu khi chuyển đổi mà nhà đầu tư không có một sự lựa chọn nào khác.

Điều cần chú ý nữa là trên thực tế, ngoài các công ty cổ phần phát hành TPCĐ đã là điều bình thường, xong một số doanh nghiệp nhà nước chưa cổ phần cũng phát hành và gọi là TPCĐ? Có đúng là TPCĐ hay không? Theo tôi nên gọi là trái phiếu có thể chuyển đổi (TPCTCD) mới đúng vì hiện tại doanh nghiệp chưa phải là công ty cổ phần mà chỉ có hình ảnh của một công ty cổ phần trong tương lai khi được cổ phần hoá. Mà cổ phần hoá ở VN còn là một lĩnh vực tuy không mới nhưng còn quá nhiều vấn đề chưa được giải quyết thấu đáo thì việc hình ảnh của một công ty cổ phần trong tương lai chưa hẳn là thành hiện thực.

Bởi tính "nóng sốt" của TPCĐ trong lĩnh vực ngân hàng nên

những phân tích trong bài viết này cũng sẽ xoay quanh TPCĐ của các ngân hàng để phản ánh sát thực và sinh động hơn những gì đã diễn ra trong thực tế.

Với áp lực phải đảm bảo hệ số an toàn trong sử dụng vốn là trên 8% và những áp lực khác từ phía cơ quan quản lý. Theo lộ trình gia nhập WTO, đến năm 2008, vốn tự có của các ngân hàng thương mại cổ phần phải đạt trên 1.000 tỷ đồng và đến năm 2011 phải đạt con số 3.000 tỷ đồng. Do đó, vấn đề tăng vốn là vấn đề sống còn của các ngân hàng thương mại. Nhưng không phải là bất chấp tăng vốn, mà các ngân hàng đã đưa ra nhiều "chiêu thức" để tăng vốn một cách đầy hiệu quả với chi phí thấp và lợi nhuận mang lại cao.

Vì sao các ngân hàng lại phát hành TPCĐ?

TPCĐ rõ ràng còn là một công cụ "bí hiểm". Về phía ngân hàng họ được lợi gì khi phát hành TPCĐ, vì sao họ không phát hành trái phiếu doanh nghiệp thông thường hay cổ phiếu thường mà phải qua TPCĐ? Còn về phía nhà đầu tư tại sao họ lại "yêu thích" TPCĐ như thế? Phải chăng TPCĐ là một "phép màu" có thể mang lại lợi ích cho cả hai bên. Thực tế, TPCĐ chẳng qua là một công cụ mang lại lợi ích hiển nhiên cho chủ thể phát hành, còn lợi ích của nhà đầu tư lại mờ nhạt và còn có thể bị đánh lừa.

Khi ngân hàng phát hành TPCĐ, họ có lợi trước mắt là lãi suất của TPCĐ luôn thấp hơn lãi suất của trái phiếu không có tính chuyển đổi (do được cộng thêm giá trị của lời hứa được chuyển đổi). Mà đối với nhà đầu tư vào TPCĐ, hầu như họ ít quan tâm vào giá trị tăng thêm do lãi suất mang lại mà họ chỉ quan tâm đến khi được chuyển đổi thành cổ phần thì họ lời được bao nhiêu do sự kỳ vọng chênh lệch lớn giữa mệnh giá và thị giá cổ phiếu

vào thời điểm chuyển đổi. Hơn nữa, họ đương nhiên trở thành cổ đông của một ngân hàng lợi nhuận cao và được hưởng cổ tức cao trên mỗi cổ phần. Thêm vào đó, chiêu thức "tung hỏa mù", "phát hành nhỏ giọt" của các ngân hàng làm cho TPCĐ trở nên "khan hiếm" và đã tác động ngay vào tâm lý "bầy đàn" của các nhà đầu tư.

Trên thực tế, lãi suất của TPCĐ tuy thấp hơn lãi suất của trái phiếu doanh nghiệp thông thường nhưng lại cao hơn lãi suất huy động vốn ngắn hạn. Bù lại, vốn ngắn hạn huy động được không thể đầu tư vào những dự án dài hạn, trong khi phát hành TPCĐ, các ngân hàng sẽ tạo ra được nguồn vốn ổn định, có thể cho vay dài hạn với lãi suất cao hơn, ngân hàng vẫn được hưởng chênh lệch lãi suất.

Các ngân hàng cũng không muốn phát hành cổ phiếu là vì hiện thời họ không muốn giá cổ phiếu trên thị trường sụt giảm do lượng cổ phiếu tăng đáng kể, sẽ ảnh hưởng đến lợi ích của các cổ đông hiện hữu, chưa kể đến những bất lợi hiển nhiên khác khi phát hành cổ phiếu như họ không được hưởng lợi từ "tám chắn thuế", làm cho thuế thu nhập tăng hay quyền lực đối với công ty bị chia xẻ...

Hơn nữa, việc phát hành TPCĐ có thể giúp một số ngân hàng tăng tính thanh khoản. Đa số các ngân hàng Việt Nam hiện nay thường có tình trạng mất cân đối giữa nguồn vốn và sử dụng vốn. Vốn huy động thường có kỳ hạn dưới 12 tháng trong khi dư nợ cho vay trung dài hạn lại chiếm tỷ trọng lớn trong tổng dư nợ. Vì vậy, việc phát hành TPCĐ sẽ giúp các ngân hàng cải thiện được tình hình và nâng cao tính thanh khoản.

Do vậy, trong bối cảnh đó, việc phát hành TPCĐ có thể coi là một giải pháp tuyệt vời để tăng vốn một cách nhanh chóng, vừa hiệu quả, lợi nhuận cao (do lãi suất thấp), tăng

tính thanh khoản, vừa tránh được những hiểm họa như phát hành cổ phiếu mà còn bảo toàn được mức cổ tức trên mỗi cổ phần.

TPCĐ đã phát hành trên thực tế

Sự thành công ngoài sức tưởng tượng của 12 triệu TPCĐ của Ngân hàng ngoại thương Việt Nam (VCB) vào cuối năm 2005 trị giá 1.200 tỷ đồng, thời hạn 7 năm được bán nhanh chóng thông qua đấu thầu với mức lãi suất 6%/năm, thấp hơn mức lãi suất tối đa mà VCB đưa ra là 8%/năm và thấp hơn 3% so với lãi suất tiết kiệm. Ngân hàng thương mại cổ phần quân đội (MB) đã phát hành 220 tỷ đồng TPCĐ, thời hạn 5 năm, lãi suất 8%/năm vào tháng 10.2006. Trong khi đó, Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn (SCB) lại phát hành TPCĐ trị giá 230 tỷ đồng vào tháng 11.2006 với 3 loại mệnh giá: 1.2 triệu đồng/trái phiếu cho các cổ đông hiện hữu, 1.5 triệu đồng cho cán bộ công nhân viên SCB và 2 triệu đồng cho khách hàng bên ngoài, với lãi suất 8.5%/13 tháng, tỷ lệ chuyển đổi là bất kỳ loại TPCĐ nào cũng được chuyển thành 1 cổ phần mệnh giá 1 triệu đồng. TPCĐ của Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu (ACB) với kế hoạch phát hành vốn khổng lồ 3.000 tỷ đồng. Hay những TPCĐ của Công ty cổ phần may Nhà Bè (NBC) và TPCĐ của Công ty cổ phần đầu tư hạ tầng kỹ thuật TP.HCM (CII)...

Những hiểm họa có thể xảy ra đối với nhà đầu tư

Sự mập mờ thông tin về những TPCTCĐ của các ngân hàng thương mại nhà nước (NHTMNN).

Với áp lực tăng vốn để hệ số an toàn sử dụng vốn đạt chuẩn quy định, các NHTMNN gia tăng nợ bằng cách phát hành TPCTCĐ để bổ sung vốn điều lệ. Rõ ràng, TPCTCĐ không cần phải có thêm những quy định ràng buộc về thời

hạn chuyển đổi, tỷ lệ chuyển đổi... như TPCĐ. Đây chính là lỗ hổng để các NHTMNN khai thác và sự thành công của VCB chính là một minh chứng sinh động. Về phía các nhà đầu tư, họ đã "quên" và đã đánh đồng TPCTCĐ với TPCĐ. Từ đó, chính sự mập mờ thông tin đã gây nên nhiều sự hiểu nhầm, đoán mò về tỷ lệ chuyển đổi và cả thị giá cổ phiếu vào thời điểm chuyển đổi. Trong khi ngay cả trường hợp biết trước thời hạn chuyển đổi để suy đoán thị giá trong tương lai đã khó, huống hồ trường hợp này cả thời hạn chuyển đổi cũng chưa biết, phương trình lại có thêm biến! Ai có thể đo lường được rủi ro về giá cổ phiếu khi chuyển đổi, rủi ro về tỷ lệ chuyển đổi và cả rủi ro về thời gian chuyển đổi mà thời gian chuyển đổi phụ thuộc vào tiến độ cổ phần hóa. Chẳng hạn VCB, tiến độ cổ phần hóa chậm là do quá trình định giá tài sản và rắc rối ở chỗ là định giá thương hiệu. Vậy biết bao lâu mới đạt đến sự thống nhất để VCB được cổ phần hóa. Nhiều nhà đầu tư hiện đang nắm giữ TPCTCĐ của VCB đang tìm mọi cách để bán ra, nhưng thực tế không như sự kỳ vọng của họ, cầu về TPCTCĐ này rất thấp.

Một kỹ thuật tạo rủi ro cho nhà đầu tư

Chiến lược vốn của công ty là điều bí mật đối với nhà đầu tư bên ngoài. Các cổ đông hiện hữu của công ty sẽ có đủ thủ thuật để nâng quyền lợi của mình và chuyển rủi ro về phía nhà đầu tư TPCĐ bằng con đường phát hành cổ phiếu "thưởng" và chiến lược chia cổ tức cho dù tất cả các thông tin như tỷ lệ chuyển đổi và thời hạn chuyển đổi đã hoàn toàn minh bạch.

Trước khi gần đến hạn chuyển đổi, công ty sẽ tiến hành phát hành cổ phiếu "thưởng" cho các cổ đông hiện hữu bằng thặng dư vốn. Thực chất đây là thủ thuật chuyển thặng dư vốn sang vốn cổ phần. việc làm

này đã làm giảm thị giá cổ phiếu vào thời điểm chuyển đổi. Nếu không có việc làm này, chênh lệch giữa thị giá và mệnh giá cổ phiếu chính là phần lợi ích chính đáng của trái chủ được hưởng nhưng nó đã được chuyển sang cho cổ đông hiện hữu qua hình thức cổ phiếu "thưởng" mà vẫn hợp pháp.

Ngoài ra, chiến lược chi trả cổ tức bằng cổ phiếu cũng đầy rủi ro về phía trái chủ. Khi lượng cổ phiếu tăng lên, dĩ nhiên thị giá của nó sẽ giảm xuống và trái chủ sẽ bị thiệt hại.

Kết luận

Những phân tích trên đây đã chỉ ra được bản chất của TPCĐ và những rủi ro tiềm ẩn mà nhà đầu tư có thể gánh chịu. Một mặt, rủi ro do thông tin không minh bạch về thời hạn chuyển đổi và tỷ lệ chuyển đổi. Mặt khác, cho dù những thông tin này được ghi rõ, công ty cũng có thể dùng những thủ thuật để đẩy rủi ro về phía trái chủ bằng chính sách chia cổ tức và phát hành cổ phiếu "thưởng". Nhưng tiếc thay, những điều này lại không được luật pháp quy định khi công ty phát hành TPCĐ để bảo vệ quyền lợi cho trái chủ.

Tuy nhiên, bài viết này không khẳng định việc đầu tư vào TPCĐ là hoàn toàn rủi ro, mà nhà đầu tư cũng có thể đạt được lợi nhuận cao nếu những thông tin và những cam kết trên là hoàn toàn minh bạch. Mà khi ngân hàng làm được điều này, một mặt ngân hàng có thể giải quyết được khó khăn trước mắt, mặt khác ngân hàng còn khẳng định được uy tín và vị thế của mình.

Cuối cùng, nếu bạn là nhà đầu tư, tôi tin chắc bạn đã biết nên đầu tư vào TPCĐ của ngân hàng hay công ty nào ■

Tài liệu tham khảo

1. GS TS. Lê Văn Tư, TS. Thân Thị Thu Thủy, Thị trường chứng khoán, NXB Tài chính, năm 2006.
2. Thông tư số 01/1998/TT-UBCK ngày 13.10.1998 của Ủy ban chứng khoán nhà nước.
3. Quyết định số 80/2000/QĐ-UBCK của Ủy ban chứng khoán nhà nước.