# Trái phiếu chuyển đổi hỗ trợ doanh nghiệp huy động vốn trong thời kỳ khó khăn

VŨ QUỲNH ANH

*Bài viết này giới thiệu lý thuyết về trái phiếu chuyển đổi (TPCĐ) và mô hình định giá TPCĐ; lý thuyết và kinh nghiệm các nước cho thấy chứng khoán lai này thường được các doanh nghiệp phát hành trong thời kỳ khó khăn về tài chính để huy động vốn với chi phí thấp. Người nắm giữ TPCĐ sẽ có thể quyết định chuyển đổi trái phiếu thành một số cổ phiếu theo thỏa thuận trên TPCĐ tại thời điểm đáo hạn. Các doanh nghiệp phát hành TPCĐ thường là những doanh nghiệp nằm trong ngành có tiềm năng phát triển, nhưng đang gặp khó khăn nhất thời. Nếu tại thời gian đáo hạn TPCĐ, doanh nghiệp đã vượt qua thời kỳ khó khăn và phục hồi, thì giá của cổ phiếu theo thỏa thuận chuyển đổi sẽ nhỏ hơn giá thị trường của cổ phiếu - người nắm giữ TPCĐ sẽ nhận được lợi nhuận nhiều hơn trong tương lai để đánh đổi việc cho vay với lãi suất thấp trong hiện tại.*

Trong năm 2009, Chính phủ đã triển khai gói hỗ trợ lãi suất cho các khoản vay ngắn hạn theo Quyết định số 131/QĐ-TTg và các khoản vay dài hạn sẽ được hỗ trợ lãi suất theo Quyết định số 443/QĐ-TTg. Theo ý kiến nhiều chuyên gia, Chính phủ cần có chính sách để kích thích khu vực tư nhân tham gia vào việc hỗ trợ lãi suất để giảm gánh nặng chi ngân sách và thiết lập cơ chế sàng lọc chọn lựa doanh nghiệp, ngành được hỗ trợ lãi suất, tránh việc đầu tư dàn trải không hiệu quả. Với sự tham gia của khu vực tư nhân thì cơ chế sàng lọc chọn lựa sẽ xuất hiện và vốn sẽ chảy đến nơi cần nó. Một trong các giải pháp cần thiết là cho phép doanh nghiệp phát hành TPCĐ. Như vậy nếu Chính phủ có chính sách hỗ trợ doanh nghiệp phát hành TPCĐ song song với việc hỗ trợ lãi suất như hiện nay, thì gói hỗ trợ lãi suất sẽ giảm được những hiệu ứng tiêu cực và phát huy hết hiệu quả; Chính phủ có thể hỗ trợ doanh nghiệp vượt qua giai đoạn suy thoái, thúc đẩy quá trình phục hồi nền kinh tế mà không đánh mất cơ hội tái cấu trúc.

## 1. Chính sách hỗ trợ lãi suất của Chính phủ và những vấn đề cần quan tâm

Ngày 4-4-2009, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 443/QĐ-TTg về việc hỗ trợ lãi suất cho các tổ chức, cá nhân vay vốn trung hạn, dài hạn ngân hàng bằng đồng Việt Nam để thực hiện đầu tư mới phát triển sản xuất, kinh doanh, kết cấu hạ tầng. Người thực hiện hỗ trợ lãi suất là các ngân hàng thương mại như quy định tại Quyết định 131/QĐ-TTg. Các khoản vay được hỗ trợ lãi suất là khoản vay trung, dài hạn ngân hàng bằng đồng Việt Nam theo hợp đồng tín dụng của các tổ chức, cá nhân thực hiện đầu tư mới để phát triển sản xuất, kinh doanh, kết cấu hạ tầng ký kết trước và sau ngày 1-4-2009 mà thực tế giải ngân từ ngày 1-4-2009. Mức lãi suất được hỗ trợ là 4%/năm, trong khoảng thời gian tối đa 24 tháng. Việc hỗ trợ lãi suất này được thực hiện từ ngày 1-4-2009 đến ngày 31-12-2011. Về nguyên tắc hỗ trợ lãi suất, các ngân hàng thương mại, Ngân hàng Phát triển Việt Nam, công ty tài chính cho vay các nhu cầu vốn trung, dài hạn để thực hiện đầu tư mới phát triển sản xuất-kinh doanh, kết cấu hạ tầng theo cơ chế cho vay thông thường và thực

Vũ Quỳnh Anh, ThS., Trường Đại học Kinh tế quốc dân.

hiện hỗ trợ lãi suất theo đúng quy định của Thủ tướng Chính phủ và hướng dẫn của Ngân hàng Nhà nước. Quyết định 443 là một trong hàng loạt các biện pháp của Chính phủ tiếp tục thúc đẩy kích cầu đầu tư, hỗ trợ sản xuất kinh doanh, nhằm ngăn chặn suy giảm kinh tế và duy trì tăng trưởng.

Trước đó, ngày 23-1-2009, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 131/QĐ-TTg hỗ trợ lãi suất cho vay 4%/năm đối với các tổ chức, cá nhân vay vốn ngân hàng để sản xuất, kinh doanh, nhằm giảm giá thành sản phẩm hàng hóa, duy trì sản xuất, kinh doanh và tạo việc làm, trong điều kiện nền kinh tế bị tác động của khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế thế giới. Thời hạn vay được hỗ trợ lãi suất tối đa là 8 tháng đối với các khoản tín dụng được ký kết và giải ngân trong khoảng thời gian từ ngày1/2-31/12/2009. Sau hơn 3 tháng triển khai chương trình này, hơn 200.000 tỷ đồng tiền vốn vay hỗ trợ lãi suất đã được giải ngân.

Chính sách kích cầu thông qua hỗ trợ lãi suất của Chính phủ cho các doanh nghiệp là chính sách kích cầu mang tính riêng biệt của Việt Nam so với các chính sách kích cầu của các nước phát triển trên thế giới và các nước đang phát triển trong khu vực. Chính sách này về bản chất là thực hiện chính sách tiền tệ sử dụng công cụ chính sách tài khóa. Tiền bù lãi suất được lấy từ ngân sách nhà nước. Các ngân hàng thương mại và Ngân hàng Phát triển Việt Nam, công ty tài chính sẽ cho vay doanh nghiệp với lãi suất giảm trừ 4% và được hoàn trả số tiền lãi giảm trừ từ Ngân hàng Nhà nước trên cơ sở báo cáo định kỳ hàng quý. Trong chương trình kích cầu thông qua hỗ trợ lãi suất, doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ là đối tượng được quan tâm nhiều nhất.

Theo các chuyên gia kinh tế, gói hỗ trợ lãi suất cho khoản vay ngắn hạn theo Quyết định số 131/QĐ-TTg đạt được nhiều mục tiêu. Thứ nhất, gói hỗ trợ lãi suất được thực hiện khá nhanh trên diện rộng, nên nhiều doanh nghiệp có thể vay vốn với lãi suất thấp để phục hồi sản xuất - kinh doanh, duy trì hoạt động và tạo việc làm. Thứ hai, tất cả những ngành sử dụng nhiều lao động - đối tượng chịu ảnh hưởng trực tiếp từ suy thoái kinh tế - đều thuộc đối tượng được hỗ trợ. Thứ ba, cán cân xuất - nhập khẩu được cải thiện... .

Tuy nhiên, mọi chính sách, nhất là những chính sách xây dựng trong tình thế cấp bách đều có những mặt trái nhất định. Chính sách hỗ trợ lãi suất cũng không phải là ngoại lệ. Khi Chính phủ đang tiếp tục triển khai gói hỗ trợ lãi suất đối với khoản vay trung và dài hạn theo Quyết định số 443/QĐ-TTg, chúng ta cần phải phân tích nhìn nhận lại chính sách để có thể tìm ra những giải pháp hữu hiệu giúp việc thực hiện hỗ trợ lãi suất trong giai đoạn từ tháng 4-2009 đến 12-2001 đạt hiệu quả nhất. Có những vấn đề đặt ra như sau:

*Thứ nhất*, để thực hiện gói kích thích kinh tế, hầu hết các chính phủ đều chấp nhận bội chi ngân sách cao hơn bình thường. Chẳng hạn Xingapo đã phải chi mạnh và chấp nhận thâm hụt ngân sách lên tới 6,5% trong năm 2009. Nguồn bù đắp thâm hụt ngân sách cơ bản là trái phiếu chính phủ. Trong tình thế khủng hoảng tài chính toàn cầu hiện nay, việc phát hành trái phiếu chính phủ trong nước cũng như quốc tế sẽ rất khó khăn và trái phiếu bị định giá thấp. Theo tính toán của các chuyên gia kinh tế dự kiến trong năm 2009 thâm hụt ngân sách có thể lên đến 8%. Do đó chúng ta sẽ phải đối mặt với bối cảnh lạm phát và thâm hụt ngân sách tăng cao. Vì vậy câu hỏi đặt ra là làm thế nào để giảm gánh nặng ngân sách của Nhà nước cho gói hỗ trợ lãi suất mà vẫn đạt được hiệu quả? Trả lời câu hỏi này chúng ta thấy cần phải xã hội hóa gói hỗ trợ lãi suất bằng chính sách nào đó nhằm khuyến khích đầu tư tư nhân với chi phí thấp xây dựng cơ sở hạ tầng, đầu tư vào sản xuất - kinh doanh trong giai đoạn này. *Điều*

*này cũng phù hợp với lý thuyết của J.Keynes cho rằng, để chống suy thoái một trong các việc cần làm là kích thích đầu tư và tạo niềm tin cho khu vực tư nhân. Phần vốn đầu tư công chỉ đóng vai trò kích thích đầu tư khu vực tư nhân.*

*Thứ hai*, việc thiết lập một ngân khoản từ ngân sách quốc gia đặt ra vấn đề sử dụng hợp lý gói kích cầu nói chung và gói hỗ trợ lãi suất nói riêng vào những ngành nào có hiệu quả nhất trong nỗ lực của Chính phủ nhằm ngăn chặn suy giảm kinh tế, duy trì tình trạng nhân dụng và một nhịp độ tăng trưởng dương. Theo các chuyên gia kinh tế, một trong những nguyên nhân dẫn đến hiện trạng bất ổn của nền kinh tế Việt Nam hiện nay là do sự không hợp lý về mô hình tăng trưởng và cấu trúc nền kinh tế. Trong cuộc khủng hoảng của kinh tế thế giới, chúng ta không bị tác động trực diện nên *có thể tận dụng cơ hội khủng hoảng để tái cấu trúc nền kinh tế*; thực hiện điều chỉnh cơ cấu kinh tế cân đối hiệu quả cho sản xuất trong nước và cho việc hội nhập kinh tế quốc tế. Những phân tích sau đây sẽ cho thấy *việc hỗ trợ lãi suất trên diện rộng đã làm mất đi cơ hội tái cấu trúc nền kinh tế* vì đã không có cơ chế sàng lọc để chỉ giúp cho các doanh nghiệp, các ngành thực sự hoạt động có hiệu quả tồn tại. Và do đó gói hỗ trợ lãi suất cũng không thể đạt được chức năng hỗ trợ vốn chi phí thấp cho các ngành mũi nhọn để tận dụng triệt để cơ hội hiện đại hóa công nghệ, trong khi giá công nghệ trên thị trường thế giới rất rẻ do khủng hoảng kinh tế.

Việc bù lãi suất giúp cho doanh nghiệp giảm bớt chi phí tài chính, nhưng chỉ giảm bớt chi phí lãi suất không thôi cũng chưa đủ, vì yếu tố thị trường còn quan trọng hơn yếu tố chi phí. Vì vậy, nếu doanh nghiệp đi vay để sản xuất mà hàng sản xuất ra không bán được, thì họ sẽ không sản xuất mà sử dụng tiền vay giá rẻ cho các mục đích khác.

Cũng có một thực tế khác: không ít doanh nghiệp, nhất là các doanh nghiệp vừa và nhỏ đã lâm vào tình trạng khó khăn nghiêm trọng, thậm chí không còn tồn tại, không phải chỉ do nguyên nhân chi phí tài chính cao (trong đó quan trọng nhất là lãi suất và thuế suất). Do đó, giải pháp ngăn chặn suy thoái kinh tế phải hướng vào việc tạo ra những doanh nghiệp mới, hoạt động hiệu quả hơn, được quản lý tốt hơn thay thế những doanh nghiệp đã phải bước ra khỏi cuộc chơi, không phải chỉ vì áp lực của cuộc khủng hoảng toàn cầu và áp lực của tiến trình hội nhập kinh tế, mà còn vì khả năng quản lý kém cỏi, thiếu thốn nguồn nhân lực. Chúng ta cần có những doanh nghiệp mới, doanh nhân mới, các khoản đầu tư mới, để thu hút số lao động đã mất việc và tạo ra công ăn việc làm mới cho những người cần việc làm.

Xem xét tỷ trọng dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất của các khối ngân hàng trong tổng dư nợ cho vay hỗ trợ lại suất thấy nổi lên vấn đề: dư nợ của nhóm ngân hàng thương mại nhà nước và Quỹ Tín dụng nhân dân trung ương (chủ yếu là dư nợ của ngân hàng thương mại nhà nước) đạt 114.537 tỷ đồng, chiếm đến 79,2%. Dư nợ của nhóm ngân hàng thương mại cổ phần (cả Ngân hàng thương mại cổ phần Ngoại thương Việt Nam) đạt 26.837 tỷ đồng, chỉ chiếm 18,6%. Như vậy, một dòng vốn lớn, lãi suất thấp lại đang chảy vào các doanh nghiệp nhà nước làm ăn yếu kém, mà không loại trừ khả năng một phần để đảo nợ. Hiện tượng nhóm ngân hàng thương mại nhà nước cho doanh nghiệp nhà nước vay với một số vốn rất lớn trong một thời gian ngắn có thể còn do tâm lý các ngân hàng thương mại nhà nước không ngại cho vay doanh nghiệp nhà nước vì cùng chủ sở hữu nhà nước. Nếu thực tế đúng như suy đoán thì rõ ràng kích cầu qua tín dụng không theo kỳ vọng của nhà hoạch định chính sách để nguồn vốn đến được những doanh nghiệp, những cá nhân kinh doanh (bất kể

thành phần kinh tế nào) thật sự cần vốn để tạo ra hàng hóa.

Chúng ta cần xem xét quyết định trong việc đi vay (huy động vốn) của doanh nghiệp là một quyết định dựa trên cơ chế thị trường. Nhà nước chỉ hỗ trợ lãi suất cho các khoản vay với ý nghĩa là giúp cho các doanh nghiệp giảm bớt gánh nặng chi phí tài chính của họ với mục tiêu khuyến khích họ tiếp tục duy trì sản xuất kinh doanh. *Vấn đề đặt ra là cần tạo ra một cơ chế sàng lọc theo nguyên tắc thị trường để có thể thực hiện chính sách hỗ trợ lãi suất và kích cầu hiệu quả nhất.*

*Thứ ba*, chúng ta sẽ xem xét các hệ quả của chính việc hỗ trợ lãi suất làm thay đổi đường đi của dòng vốn hỗ trợ lãi suất so với mục tiêu ban đầu mà Chính phủ đề ra khi thực hiện gói hỗ trợ lãi suất.

Theo số liệu của NHNN thì dư nợ cho vay hỗ trợ lãi suất đến ngày 17-4-2009 là 236.820 tỷ đồng. Như vậy theo lôgic thì dư nợ tín dụng của nền kinh tế phải tăng từ 15-20%, nhưng thực tế dư nợ tín dụng chỉ tăng khoảng 3% (theo Ngân hàng Nhà nước). Đã có nhiều ý kiến cho rằng gần 150 nghìn tỷ đồng các tổ chức tín dụng cho vay hỗ trợ lãi suất trong thời gian qua không được đưa vào để duy trì, mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, mà thực tế được sử dụng để đảo nợ các khoản vay lãi suất cao hoặc các khoản nợ xấu, trong đó có khoản đầu tư tài chính, bất động sản trước đây. Như vậy việc hỗ trợ lãi suất có thể đã làm giảm nợ xấu của hệ thống ngân hàng góp phần làm ổn định hệ thống tài chính và giảm nguy cơ đổ vỡ hệ thống cũng như thúc đẩy sự luân chuyển của các dòng đầu tư trên thị trường vốn.

Việc hỗ trợ lãi suất tới 4% đã tạo ra khe hở tín dụng của các khoản vay vốn và chúng có thể sẽ được sử dụng theo một cách nào đó để đầu tư vào thị trường chứng khoán và bất động sản đang trong giai đoạn giảm giá. Việc phục hồi đến ngưỡng 400 điểm của chỉ số Vn-Index trong nửa cuối tháng 5-2009 cũng có thể có nguyên nhân của một phần dòng vốn hỗ trợ lãi suất chảy ngược đến thị trường chứng khoán. Như vậy trong giai đoạn thực hiện Quyết định số 443/QĐ-TTg, chúng ta cần giảm mức lãi suất ưu đãi để giảm khe hở tín dụng.

Tuy nhiên sự khởi sắc trở lại thị trường chứng khoán lại là một tín hiệu tốt phục hồi niềm tin của các nhà đầu tư. Sau thời kỳ giảm sút trầm trọng, các nhà đầu tư rời bỏ thị trường và họ đang quay lại với sự hiểu biết, thận trọng cùng niềm tin vững chắc hơn. *Vấn đề đặt ra là Chính phủ cần có những biện pháp nhằm định hướng cho các nhà đầu tư trên thị trường chứng khoán nói riêng và thị trường vốn nói chung để đảm bảo sự phục hồi và phát triển ổn định của các thị trường này.*

Với các phân tích trong mục này, chúng ta thấy cần phải giữ được hiện trạng như hiện nay và tạo đà phục hồi cho thị trường chứng khoán để khai thông trở lại kênh huy động vốn trực tiếp này. Nguồn vốn của khu vực tư nhân sẽ được kích hoạt đầu tư khi niềm tin trở lại.

Chúng ta có thể từng bước đẩy mạnh IPO, cổ phần hóa doanh nghiệp nhà nước cùng với việc minh bạch thông tin tài chính doanh nghiệp để huy động vốn thông qua thị trường chứng khoán. Tuy nhiên trong giai đoạn này tâm lý các nhà đầu tư còn e ngại trước các cuộc chào bán cổ phiếu mới và phát hành thêm, nên bên cạnh việc IPO, chúng tôi đề cập đến việc phát hành trái phiếu chuyển đổi (TPCĐ) của các doanh nghiệp với sự hỗ trợ của Chính phủ. Nguồn ngân sách để thực hiện chính sách này có thể chuyển từ gói hỗ trợ lãi suất sang. Việc hỗ trợ lãi suất sẽ có thể dẫn đến hiệu ứng tăng lãi suất trên thị trường tiền tệ trong tương lai gần, đó cũng là một lý do không nên dựa quá nhiều vào chính sách hỗ trợ lãi suất. Việc sử dụng TPCĐ trong huy động vốn với chi phí thấp của các doanh nghiệp trong thời kỳ khó khăn sẽ là một giải pháp có thể giải quyết được một phần những vấn đề đặt ra trong mục này.

Theo Thông tư số 75/2004/TT-BTC của Bộ Tài chính thì "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". Như vậy TPCĐ là loại chứng khoán lai giữa trái phiếu và cổ phiếu. Kinh nghiệm các nước cho thấy TPCĐ thường được các doanh nghiệp phát hành trong thời kỳ khó khăn về tài chính để huy động vốn với chi phí thấp. Người nắm giữ TPCĐ sẽ có thể quyết định chuyển đổi trái phiếu thành một số cổ phiếu theo thỏa thuận trên TPCĐ tại thời điểm đáo hạn. Các doanh nghiệp phát hành TPCĐ thường là những doanh nghiệp nằm trong ngành vốn có tiềm năng phát triển, nhưng đang gặp khó khăn nhất thời. Nếu tại thời gian đáo hạn TPCĐ, doanh nghiệp đã vượt qua thời kỳ khó khăn và phục hồi, thì giá của cổ phiếu theo thỏa thuận chuyển đổi sẽ nhỏ hơn giá thị trường của cổ phiếu – người nắm giữ TPCĐ sẽ nhận được lợi nhuận nhiều hơn trong tương lai để đánh đổi việc cho vay với lãi suất thấp trong hiện tại.

**2. Mô hình trái phiếu chuyển đổi của Ingersoll, Brennan và Schwartz**

Trái phiếu chuyển đổi là một dạng trái phiếu đặc biệt, nó không chỉ mang những đặc tính của một trái phiếu công ty thông thường như trên, mà còn mang đầy đủ tính chất của cổ phiếu khi nó được chuyển đổi bao gồm: quyền hưởng cổ tức, quyền mua cổ phiếu mới và quyền bỏ phiếu. Thời điểm, tỷ lệ và giá chuyển đổi đều được xác định tại thời điểm phát hành TPCĐ.

***2.1. Mô hình lý thuyết***

Brennan, Schwartz và Ingersoll (1977) đã phân tích giá trị trái phiếu có thể chuyển đổi với giả định rằng các khoản nợ sẽ được chuyển đổi thành một số lượng cổ phiếu. Gọi giá trị thị trường của trái phiếu có thể chuyển đổi CV, bằng giá trị thị trường của khoản nợ B và một lệnh trả tiền W.

$CV = B + W$

*Xác định B*

$$B=\sum_{i=1}^{T}\frac{k_d D}{(1+k_b)^i}+\frac{D}{(1+k_b)^T}$$

Trong đó

$k_d$: chi phí trả lãi vay

$k_b$: suất sinh lời yêu cầu trên vốn vay

T: kỳ hạn của trái phiếu

D: mệnh giá của trái phiếu

*Xác định W*

Lệnh trả tiền trong một giao dịch của trái phiếu có thể chuyển đổi thường có mối liên hệ chặt chẽ với quyền mua cổ phiếu của doanh nghiệp và do đó có cùng một chi phí vốn. Gọi C là giá trị của quyền mua cổ phiếu, theo mô hình Black - Scholes ta có

$$C=S*N(d_1)-e^{-R_f T}*X*N(d_2)$$

Với $d_1=\frac{\ln(\frac{S}{X})+R_f T}{\sigma\sqrt{T}}+\frac{1}{2}\sigma\sqrt{T}$

$$d_2=d_1-\sigma\sqrt{T}$$

S : giá trị hiện thời của cổ phiếu

σ: độ dao động của tỷ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần

X: giá thực thi khi chuyển đổi.

Giả sử đến thời điểm đáo hạn một trái phiếu sẽ được chuyển đổi thành n cổ phiếu

$$X=\frac{D}{n}$$

Từ đó

$W = n * C$

*Chi phí vốn thực tế của TPCĐ*

Chúng ta có thể sử dụng mô hình định giá tài sản vốn và mô hình giá quyền chọn để ước lượng chi phí vốn trước thuế, $k_{CV}$ đối với doanh nghiệp phát hành TPCĐ chi phí này tính qua chi phí khoản nợ và chi phí của lệnh trả tiền:

$$k_{CV}=k_b*\frac{B}{B+W}+k_w*\frac{W}{B+W}$$

Trong đó

$$k_w = k_c = R_f + (E(R_m) - R_f) * \beta_c$$

$k_c$: chi phí vốn của quyền mua với thời gian đáo hạn là T năm

$\beta_c$: hệ số bêta của quyền mua

$$\beta_c = N(d_1) * \frac{S}{C} * \beta_s$$

$\beta_s$ là hệ số bêta hệ thống của cổ phiếu

Xác định tỷ lệ chuyển đổi hợp lý $n^*$ và giá thực thi khi chuyển đổi $X^*$

Giá trị C tính được theo công thức Black – Scholes. Đặt $W_1 = D - B$. Giả sử 1 trái phiếu sau T năm sẽ được chuyển đổi thành n cổ phiếu.

Ta có

$$C_{hd} = \frac{W_1}{n}$$

Trong cân bằng $C = C_{hd}$ và $k_{CV} = k_s$

Như vậy ta có thể xuất phát từ giải bài toán $C = C_{hd}$ (hoặc $k_{CV} = k_s$) để tìm ra tỷ lệ chuyển đổi hợp lý $n^*$, và giá thực thi khi chuyển đổi $X^*$.

***2.2. Tình huống ví dụ***

Giả sử công ty ABC đang lâm vào thời kỳ khó khăn về mặt tài chính và muốn vay nợ với mức lãi suất thấp là 10% bằng cách phát hành TPCĐ với thời gian đáo hạn là 5 năm. Mức giá chung của cổ phiếu công ty hiện nay khoảng 26.000 đồng. Công ty quy định tỷ lệ chuyển đổi trong 5 năm tới: 1 trái phiếu mệnh giá 1.000.000 đồng có thể chuyển thành 30 cổ phiếu. Do công ty đang ở trong tình trạng khó khăn, và dưới giám sát của chủ nợ, nên công ty sẽ không trả cổ tức cho đến khi công ty vực dậy, toàn bộ lãi suất tích lũy vào cổ phiếu và công ty cũng sẽ được miễn thuế trong 5 năm.

Các thông tin khác có liên quan như sau

Lãi suất phi rủi ro: $R_f$ = 9%/năm.

Lợi suất danh mục thị trường: $E(R_m)$ = 20,6%, như vậy phần bù rủi ro $R_p$ = 11,6%.

Hệ số bêta công ty: $\beta_s$ = 1,5.

Lợi suất của khoản vay nợ đòi hỏi trên thị trường là $k_b$ = 15%.

Quan sát số liệu quá khứ ta có được độ lệch chuẩn của tỷ suất lợi nhuận trên vốn cổ phần $\sigma$ = 0,03.

Áp dụng mô hình trên ta xác định được giá hợp đồng quyền chọn chuyển đổi C = 4.747 đồng, $C_{hd}$ = 5.587 đồng và chi phí huy động vốn của TPCĐ tại cân bằng là 28,03% trong khi chi phí huy động vốn phải trả theo tỷ lệ chuyển đổi quy định trong hợp đồng là 29,95% (xem phụ lục 1).

Do $C_{hd} > C$, nên ta thấy hợp đồng phải trả giá cao hơn mức cân bằng. Người mua phải mua TPCĐ với giá bằng mệnh giá là 1.000.000 đồng, và phải trả giá 5.587 đồng cho quyền mua cổ phiếu tại thời điểm chuyển đổi. Tuy nhiên tại cân bằng, giá trái phiếu là 974.802 đồng và giá quyền mua cổ phiếu là 4.747 đồng. Trong trường hợp này các nhà đầu tư bị thiệt vì phải mua giá cao hơn mức cân bằng. Chi phí huy động vốn của công ty từ việc huy động TPCĐ là 29,95% cao hơn mức cân bằng 28,03%. Điều này có thể được lý giải là do tỷ lệ chuyển đổi và giá chuyển đổi chưa thực sự hợp lý.

Ta sẽ giải bài toán $C_{hd} = C$ để tìm ra tỷ lệ chuyển đổi hợp lý $n^*$ và giá thực thi khi chuyển đổi $X^*$. Kết quả cho thấy $n^*$ = 31 cổ phiếu và $X^*$ = 32.258 đồng (xem phụ lục 2).

Trong ví dụ này, doanh nghiệp sẽ phải trả lãi suất coupon là 10% nhỏ hơn mức lãi suất 15% trên thị trường, bù lại người nắm giữ sẽ trả giá 32.258 đồng một cổ phiếu tại thời điểm đáo hạn, trong khi giá thị trường của cổ phiếu công ty lúc đó trong khoảng $26.000*(1+0,09)^5$ = 40.004 đồng đến $26.000*(1+0,15)^5$ = 52.293 đồng. Các doanh nghiệp và những người mua TPCĐ phải ước tính mức giá thị trường cổ phiếu doanh nghiệp khi công ty phục hồi để quyết định tỷ lệ chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu. Trong bài toán tham số độ lệch chuẩn của tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu phải được quan sát ước tính dựa vào số

liệu ngành, hoặc số liệu của doanh nghiệp trong quá khứ.

### *2.3. Lợi ích của việc sử dụng công cụ trái phiếu chuyển đổi và thực trạng phát hành trái phiếu chuyển đổi ở Việt Nam*

Lợi ích của việc sử dụng TPCĐ là doanh nghiệp có thể huy động được một khoản vốn với chi phí thấp hơn đi vay ngân hàng và phát hành cổ phiếu. Trong trường hợp công ty đang có nợ xấu thì việc phát hành cổ phiếu sẽ khó thực hiện. Quyền chuyển đổi cho phép người nắm giữ trái phiếu có quyền chuyển đổi thành cổ phiếu với mức giá ấn định thấp hơn giá thị trường vào thời gian đáo hạn. Người mua TPCĐ dễ chấp nhận một mức lãi suất trên trái phiếu thấp hơn lãi suất ngân hàng, vì họ hy vọng lợi ích của việc chuyển đổi thành cổ phiếu được bù đắp trong tương lai. Với tỷ lệ chuyển đổi, giá chuyển đổi xác định trước các nhà đầu tư có thể căn cứ vào đó để ước tính khoản lời trong tương lai từ việc mua trái phiếu. Như vậy, TPCĐ là công cụ huy động vốn thích hợp cho những doanh nghiệp trong thời kỳ khó khăn về tài chính, cũng như trong giai đoạn suy thoái của nền kinh tế. Người mua trái phiếu sẽ từ bỏ lợi ích ngày hôm nay để nhận được lợi ích nhiều hơn trong tương lai. Tuy nhiên do mức độ rủi ro trong việc không biết chính xác tương lai, đầu tư vào TPCĐ khá mạo hiểm, đòi hỏi người đầu tư phải thật sự hiểu rõ đặc tính loại trái phiếu này và chỉ lựa chọn mua TPCĐ của những doanh nghiệp thực sự có tiềm năng phát triển. Đối với doanh nghiệp, chính vì chỉ phải trả một chi phí vốn thấp hơn nên trong thời gian đầu khi chưa chuyển đổi, khả năng vỡ nợ sẽ giảm. Do đó, doanh nghiệp sẽ có thể phục hồi, nhất là những doanh nghiệp nằm trong các ngành có tiềm năng.

Tại Việt Nam, TPCĐ đã được sử dụng bởi một số doanh nghiệp trong khoảng 4 năm gần đây. Ngoại trừ Công ty cổ phần Đầu tư hạ tầng kỹ thuật thành phố Hồ Chí Minh (CII) và Công ty cổ phần Vinafco (VFC), các doanh nghiệp phát hành TPCĐ chủ yếu là các doanh nghiệp trong ngành dịch vụ tài chính như Công ty cổ phần Chứng khoán Sài Gòn (SSI), Ngân hàng thương mại cổ phần Á Châu (ACB), Ngân hàng thương mại cổ phần Quân đội (MB), Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn (SCB), Ngân hàng thương mại cổ phần Phương Đông (OCB) và Ngân hàng thương mại cổ phần Ngoại thương Việt Nam (VCB)...

Việc phát hành TPCĐ khiến các cổ đông lớn băn khoăn vì việc sử dụng hiệu quả lượng vốn huy động thêm không phải lúc nào cũng khả thi. Dù vậy, TPCĐ vẫn được nhìn nhận là phương thức tăng vốn điều lệ thích hợp về mặt thời gian, song lại không phải chịu áp lực trả cổ tức. Vấn đề là làm sao xây dựng được phương án phát hành hiệu quả, và thực tế.

Việc áp dụng TPCĐ vào Việt Nam có một số đặc thù khác so với thông lệ trên thế giới. Sự nhận thức chưa đồng đều của các nhà đầu tư cá nhân và sự thiếu minh bạch đang phát sinh một số vấn đề rắc rối về TPCĐ và ảnh hưởng quyền lợi của nhà đầu tư.

Việc phát hành TPCĐ với lãi suất coupon thấp hơn lãi suất ngân hàng để hỗ trợ doanh nghiệp huy động vốn với chi phí thấp vẫn chưa được xem xét ở Việt Nam.

## 3. Khuyến nghị về chính sách hỗ trợ doanh nghiệp phát hành trái phiếu chuyển đổi

Thời gian qua, nhiều hiện tượng tiêu cực đã phát sinh trong việc thực hiện cho vay ngắn hạn với lãi suất ưu đãi. Khi tiếp tục thực hiện Quyết định số 443/QĐ-TTg cho các khoản vay trung, dài hạn cho đến năm 2011, Chính phủ cần cân nhắc các giải pháp hỗ trợ việc triển khai gói kích cầu này hiệu quả.

Theo chúng tôi, Chính phủ nên khuyến khích các doanh nghiệp phát hành TPCĐ với việc hỗ trợ chi phí phát hành một phần hoặc toàn bộ. Cơ chế sàng lọc theo nguyên lý thị trường sẽ xuất hiện khi các nhà đầu tư quyết định mua TPCĐ của các doanh nghiệp

với các mức giá khác nhau. Đương nhiên trong tình huống này có doanh nghiệp sẽ không bán được trái phiếu. Với những doanh nghiệp phát hành TPCĐ thành công, cũng có nghĩa là ngành sản xuất của doanh nghiệp và bản thân doanh nghiệp có tiềm năng phát triển. Trong trường hợp này, Chính phủ có thể sẽ hỗ trợ trực tiếp cho danh nghiệp một phần lãi suất phải trả cho người nắm giữ trái phiếu. Thay vì hỗ trợ lãi suất 4% như hiện nay, Chính phủ có thể chỉ hỗ trợ ở mức 1% đến 2%; phần còn lại các nhà đầu tư đã hỗ trợ cho doanh nghiệp khi chấp nhận lãi suất coupon thấp hơn lãi suất thị trường. Với cơ chế này lãi suất trên thị trường không bị bóp méo và khe hở lãi suất nhỏ, dẫn đến tránh được các vấn đề đã nêu trong mục 1 của bài viết này. Vấn đề còn lại là doanh nghiệp phải xác định được tỷ lệ chuyển đổi, ấn định lãi suất coupon theo cách đã nêu trong mô hình.

Việc hỗ trợ lãi suất trực tiếp có thể thông qua hoặc giảm trừ thuế thu nhập của doanh nghiệp đúng bằng khoản tiền hỗ trợ doanh nghiệp trả lãi vay cho người nắm giữ trái phiếu; hoặc doanh nghiệp sẽ nhận trực tiếp khoản tiền này thông qua một tổ chức nào đó của Chính phủ. Thông thường, ở các nước vào thời kỳ khủng hoảng, Chính phủ thành lập các quỹ đầu tư do Nhà nước và tư nhân góp vốn để mua lại các khoản nợ xấu. Ở Việt Nam, chúng ta có thể thành lập một quỹ hỗ trợ doanh nghiệp nằm trong Ủy ban Chứng khoán nhà nước.

Với các trường hợp doanh nghiệp nằm trong mũi nhọn chiến lược phát triển trong cấu trúc định hướng của nền kinh tế, Chính phủ có thể đứng ra mua một phần TPCĐ hoặc hỗ trợ lãi suất thông qua khoản vay ngân hàng khi doanh nghiệp sử dụng khoản vay để mua công nghệ sản xuất của nước ngoài trong tiến trình hiện đại hóa công nghệ sản xuất.

Như vậy, với việc hỗ trợ các doanh nghiệp phát hành TPCĐ, Chính phủ đã giúp các doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn với chi phí thấp để vượt qua thời kỳ suy thoái. Bên cạnh đó cũng tạo ra cơ chế chọn lọc đầu tư theo thị trường giúp cho việc tái cấu trúc nền kinh tế. Cuối cùng, chúng ta cũng thấy việc phát hành TPCĐ đạt được các mục tiêu của gói hỗ trợ lãi suất và giảm thiểu được các hiệu ứng ngược như đã nêu trong mục 1 của bài viết./.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Thomas E. Copeland & J. Fred Weston, Financial Theory and Corporate Policy, Addison – Wesley Publishing Company, Inc, 2003.

2. Jolle O. Wever and Peter P.m. Smid and Ruud H. Koning, *Pricing of Convertible Bonds with Hard Call Features*.

3. Kiến nghị của hội thảo khoa học cấp quốc gia " Ngăn chặn suy giảm kinh tế Việt Nam ", Quốc hội khóa XII ủy ban Kinh tế, Trường Đại học Kinh tế quốc dân, Phòng Thương mại và công nghiệp Việt Nam, Hà Nội, tháng 5/2009.

**Phụ lục 1**

Giá trị thị trường của khoản nợ có cùng thời hạn và lãi suất với TPCĐ

$$B = \sum_{i=1}^{T} \frac{k_d D}{(1+k_b)^i} + \frac{D}{(1+k_b)^T}$$

$$B = \sum_{i=1}^{5} \frac{0,1*1.000.000}{(1+0,15)^i} + \frac{1.000.000}{(1+0,15)^5} = 832.392$$

đồng

Mức giá hiện thời của cổ phiếu công ty là 26.000 đồng.

Mức giá khi chuyển đổi

$$X = \frac{1.000.000}{30} = 33.333 \text{ đồng}$$

Do đó

$$d_1 = \frac{\ln(\frac{26.000}{33.333}) + 0,09*5}{0,03*\sqrt{5}} + \frac{1}{2}*0,03*\sqrt{5} = 3.038$$

đồng

Tra bảng giá trị tích lũy phân phối chuẩn ta có $N(d_1)$ = 0,9988

$d_2 = 3.038 - 0.03 * \sqrt{5} = 2,971$ đồng.

Tra bảng giá trị tích luỹ phân phối chuẩn ta có $N(d_2)$ = 0,9985

Theo công thức Black – Scholes, ta tính được giá của quyền mua cổ phiếu công ty

$C = 26.000 * 0,9988 - e^{-0.09*5} * 33.333 * 0,9985 = 4.747$ đồng

Ta có

$W = C * n = 4.747 * 30 = 142.410$ đồng

Do đó

$CV = B + W = 832.392 + 142.410 = 974.802$ đồng

$\hat{a}_c = N(d_1) * (S/C) * \hat{a}_s = 0,9988 * (26.000/4.747) * 1,5 = 8,206$

$k_c = R_f + \hat{a}_c * R_p = 0,09 + 8,206*0,116 = 1,042$

Vậy chi phí huy động vốn cân bằng của TPCĐ

$$k_{CV} = 0,15 * \frac{832.392}{974.802} + 1,042 * \frac{142.410}{974.802} =$$

0,2803 hay 28,03%

và $W_1 = D - B = 1.000.000 - 832.392 = 167.608$ đồng.

Đến thời điểm chuyển đổi 1 trái phiếu được chuyển đổi thành 30 cổ phiếu nên

$C_{hd} = 167.608/30 = 5.587$ đồng

Khi đó chi phí huy động vốn thực tế của TPCĐ

$$k_{CV} = 0,15 * \frac{832.392}{1.000.000} + 1,042 * \frac{167.608}{1.000.000} =$$

0,2995 hay 29,95%

$k_s = R_f + \hat{a}_s * R_p = 0,09 + 1,5 * 0,116 = 0,264$ hay 26,4%

**Phụ lục 2**

Coi n như một ẩn số, có phương trình như sau

$$S*N(d_1) - e^{-R_f T} * (\frac{D}{n}) * N(d_2) = \frac{nW_1}{n}$$

Trong đó

$$d_1 = \frac{\ln(\frac{n*S}{D}) + R_f T}{\sigma\sqrt{T}} + \frac{1}{2}\sigma\sqrt{T}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Hay

$$n*26.000*N\left(\frac{\ln\left(\frac{n*26.000}{1.000.000}\right)+0,09*5}{0,03*\sqrt{5}} + \frac{1}{2}*0,03*\sqrt{5}\right)$$

$$- \left(e^{-0,09*5}\right)*1.000.000*N\left(\frac{\ln\left(\frac{n*26.000}{1.000.000}\right)+0,09*5}{0,03*\sqrt{5}} - \frac{1}{2}*0,03*\sqrt{5}\right) = 167.608$$

Ta có thể sử dụng phương pháp Solver trong bảng tính Excel để giải phương trình trên. Chạy Solver cho kết quả

$n^* = 30,9705 \approx 31$ cổ phiếu

Và giá thực hiện của cổ phiếu khi trái phiếu được chuyển đổi

$$X^* = \frac{D}{n^*} = \frac{1.000.000}{31} \approx 32.258 \text{ đồng.}$$