

MỤC LỤC

KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thị Phương Liên và Nguyễn Tuấn Anh** - Hoàn thiện chính sách đối với hoạt động chuyển giá của doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài tại Việt Nam. **Mã số: 136.IIEM.12** 2
Perfecting Policies on Transfer Pricing at Foreign Invested Enterprises in Vietnam
- 2. Nguyễn Thị Phương và Nguyễn Thị Tuyết** - Ảnh hưởng của việc mua bảo hiểm y tế và ô nhiễm không khí lên chi tiêu y tế ở Việt Nam. **Mã số: 136.IGEMg.11** 11
The Influence of Health Insurance Taking and Air Pollution on Health Spending in Vietnam
- 3. Phạm Tuấn Anh, Nguyễn Thị Ngọc Lan và Nguyễn Thị Mỹ Hạnh** - Hành vi tiêu dùng bền vững trong lĩnh vực ăn uống của giới trẻ: nghiên cứu so sánh các nhóm sinh viên trên địa bàn Hà Nội. **Mã số: 136.ITrEM.11** 20
The Sustainable Consumption Behaviour of Youngsters in Eating and Drinking: a Comparison of Groups of Students in Hanoi City

QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 4. Trần Đức Thắng** - Các yếu tố ảnh hưởng tới cơ cấu vốn của các doanh nghiệp ngành sản xuất thực phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 136.2BAcc.21** 30
Factors Affecting the Capital Structure of Food Producing Enterprises Listed on Vietnam Stock Exchange
- 5. Lưu Thị Minh Ngọc và Nguyễn Thị Hương Giang** - Chất lượng dịch vụ khách hàng tại Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam trên địa bàn Hà Nội. **Mã số: 136.2BMkt.21** 39
The Quality of Customer Service at Techcombank in Hanoi City
- 6. Marcellin Yovogan** - Predicting Business Failure: An Application of Altman's Z-Score Models to Publicity Traded Bulgarian Companies 52
 Dự đoán rủi ro kinh doanh: ứng dụng mô hình Z-score của Altman với các công ty được niêm yết của Bulgaria. **Mã số: 136.2BMkt.21**

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 7. Đào Thị Thu Giang, Nguyễn Thuý Anh và Cao Đình Kiên** - Hỗ trợ tài chính để phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa: kinh nghiệm từ Hàn Quốc. **Mã số: 136.3BAdm.32** 63
Financial Support for SME Development: Experience from South Korea

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

HỖ TRỢ TÀI CHÍNH ĐỂ PHÁT TRIỂN DOANH NGHIỆP NHỎ VÀ VỪA KINH NGHIỆM TỪ HÀN QUỐC

Đào Thị Thu Giang

Trường Đại học Ngoại thương

Email: giangdt@ftu.edu.vn

Nguyễn Thuý Anh

Trường Đại học Ngoại thương

Email: nthuyanh@ftu.edu.vn

Cao Đình Kiên

Trường Đại học Ngoại thương

Email: caokien@ftu.edu.vn

Ngày nhận: 21/10/2019

Ngày nhận lại: 03/12/2019

Ngày duyệt đăng: 10/12/2019

Sự phát triển doanh nghiệp nhỏ và vừa có vai trò sống còn đối với nền kinh tế Hàn Quốc. Tuy nhiên, vấn đề huy động vốn của các doanh nghiệp nhỏ và vừa này luôn là vấn đề trở ngại của các doanh nghiệp này cũng như của các nhà quản lý vĩ mô. Chính phủ Hàn Quốc đã thực hiện khá nhiều biện pháp hỗ trợ và tạo điều kiện cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa có thể tiếp cận các nguồn vốn, từ vốn vay đến vốn chủ sở hữu. Các biện pháp này cho dù vẫn có một số hạn chế nhưng quan trọng hơn đã tạo ra bước đệm lớn để các doanh nghiệp nhỏ và vừa Hàn Quốc phát triển. Từ những kinh nghiệm này, bài viết đã rút ra các bài học mà các cơ quan quản lý Nhà nước cũng như các doanh nghiệp Việt Nam có thể học hỏi nhằm giải quyết vấn đề vốn cho doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Từ khóa: Doanh nghiệp nhỏ và vừa, hỗ trợ tài chính, thị trường trái phiếu, đầu tư mạo hiểm.

Doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV) đóng một vai trò quan trọng ở tất cả các nền kinh tế trên thế giới. Trong môi trường kinh doanh hiện đại có tính cạnh tranh cao như hiện nay, việc ban hành và sử dụng những biện pháp hợp lý nhằm hỗ trợ doanh nghiệp vừa và nhỏ là nhiệm vụ hết sức quan trọng của tất cả các chính phủ. Một trong những yếu tố quan trọng đóng góp vào sự thành công của các doanh nghiệp nhỏ và vừa là khả năng tiếp cận các nguồn tài chính. Hàn Quốc là một điểm sáng về các mô hình hỗ trợ các DNNVV tiếp cận các nguồn vốn khác nhau, kể cả vốn vay và vốn cổ phần. Nền kinh tế Việt Nam và Hàn Quốc cũng có nhiều điểm tương đồng. Vì vậy, các cơ quan quản lý Nhà nước cũng

như các doanh nghiệp Việt Nam có thể tham khảo những mô hình này nhằm tăng cường khả năng tiếp cận tài chính cho các DNNVV để thực hiện các mục tiêu phát triển. Bài viết tổng hợp kinh nghiệm của các cơ quan quản lý Nhà nước Hàn Quốc nhằm tăng cường khả năng huy động vốn cho các DNNVV Hàn Quốc, dựa trên thực tiễn tiếp cận vốn của các DNNVV Việt Nam để từ đó rút ra các bài học cho Việt Nam.

1. Giới thiệu chung về doanh nghiệp nhỏ và vừa Hàn Quốc

Trước năm 2014, phân loại về doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV) ở Hàn Quốc chủ yếu dựa vào số lượng lao động, doanh thu và quy mô vốn với quy

định khác nhau tùy theo từng ngành. Tuy nhiên, cách phân loại này đã tác động tiêu cực đến sự tăng trưởng của DNNVV Hàn Quốc vì các doanh nghiệp này luôn cố gắng hạn chế phát triển ở dưới mức trần quy định để tiếp tục nhận được ưu đãi từ Chính phủ (Kim, 2017). Để khắc phục hiện tượng này, Hàn Quốc đã sử dụng 2 tiêu chí là giá trị tổng tài sản và doanh thu về phân loại DNNVV từ năm 2014. Để được coi là DNNVV, giá trị tổng tài sản tối đa là 500 tỷ won Hàn Quốc - tương đương 463 triệu USD và doanh thu trung bình của doanh nghiệp trong vòng 3 năm gần nhất không được vượt qua mức trần của ngành mà doanh nghiệp này đang hoạt động. Mức trần này có thể dao động từ 40 tỷ won Hàn Quốc đến 150 tỷ won Hàn Quốc, tùy thuộc vào ngành.

Tại Hàn Quốc, DNNVV đóng một vai trò rất quan trọng và có số lượng lớn trong nền kinh tế. Nguyên nhân là do số lượng người nghỉ hưu trước 50 tuổi khá lớn, dẫn đến làn sóng mở doanh nghiệp từ tiền trợ cấp nghỉ hưu. Năm 1987, Quốc hội Hàn Quốc tuyên bố Chính phủ bảo vệ và hỗ trợ DNNVV. Năm 2017, có tới 288 chương trình của Chính phủ hỗ trợ DNNVV cùng với 1.059 chương trình hỗ trợ của các địa phương. Tổng chi của chính quyền trung ương đối với các chương trình này chiếm tới 3% tổng chi năm 2017 của Chính phủ. Chính phủ cũng cung cấp sự hỗ trợ quy mô lớn thông qua các chương trình bảo lãnh tín dụng. Các chương trình bảo lãnh tín dụng này có quy mô lớn thứ 2 trong khối các nước thuộc tổ chức OECD với giá trị là 3,8% GDP năm 2016. Ngoài ra, các DNNVV Hàn Quốc còn được hỗ trợ thông qua:

- Ưu đãi trong mua sắm công
- Thuế suất ưu đãi
- Hiệp hội DNNVV được miễn trừ khỏi một số điều của Luật thương mại công bằng và chống độc quyền
- Quyền thuê nhân công nước ngoài
- Chi phí điện, nước thấp

Khoảng 65% số lao động của DNNVV Hàn Quốc làm trong lĩnh vực dịch vụ, trong khi ngành sản xuất chiếm 27% và ngành xây dựng chiếm 8%. Các DNNVV Hàn Quốc chiếm tới 90% lao động trong lĩnh vực dịch vụ, 85% trong lĩnh vực xây dựng

và 81% trong lĩnh vực sản xuất của Hàn Quốc trong năm 2014 (OECD, 2017).

Năm 2015, DNNVV Hàn Quốc chiếm tới 99,8% số doanh nghiệp và 90% lực lượng lao động của Hàn Quốc. Mặc dù DNNVV có tổng doanh thu lớn nhất nhưng các doanh nghiệp quy mô lớn ở Hàn Quốc lại chiếm tới 2/3 giá trị xuất khẩu của quốc gia này. Tuy vậy, các DNNVV Hàn Quốc có tỷ suất lợi nhuận hoạt động thấp nhất và tỷ lệ nợ cao nhất. Đây cũng là một trong những lý do để Chính phủ Hàn Quốc triển khai rất nhiều chương trình đổi mới sáng tạo đối với DNNVV nhằm tăng năng suất trong khối doanh nghiệp này.

Số liệu thống kê về DNNVV tại Hàn Quốc như sau (bảng 1):

Như vậy, có thể thấy rằng, DNNVV ở Hàn Quốc chiếm một vai trò vô cùng quan trọng đối với nền kinh tế quốc dân. Tuy vậy, cũng như đặc điểm của doanh nghiệp nhỏ và vừa ở bất kỳ quốc gia nào, DNNVV Hàn Quốc cũng gặp trở ngại trong vấn đề huy động vốn để thực hiện các hoạt động sản xuất kinh doanh phục vụ tăng trưởng.

2. Các giải pháp hỗ trợ tài chính đối với DNNVV Hàn Quốc

2.1. Hỗ trợ vay vốn đối với DNNVV

Việc vay vốn để phát triển sản xuất kinh doanh của các DNNVV tại Hàn Quốc nói riêng và nhiều quốc gia khác luôn gặp nhiều trở ngại bởi một số nguyên nhân. Thứ nhất, thị trường vốn chưa phát triển như kỳ vọng cả về chiều sâu và tính thanh khoản. Do vậy, tại các thị trường này còn thiếu các công cụ huy động vốn hiện đại như tại thị trường Anh hay thị trường Hoa Kỳ. Thứ hai, bản thân các DNNVV có đặc thù là mức độ rủi ro tín dụng cao. Mặc dù các doanh nghiệp này có tiềm năng tăng trưởng cao nhưng lại dễ bị tổn thương khi môi trường thay đổi. Thứ ba, sự bất cân xứng về thông tin trong khối DNNVV là tương đối lớn. Việc tìm kiếm thông tin DNNVV rất khó khăn và có chi phí cao. So với cho vay thế chấp, cho vay tín chấp đối với các DNNVV phức tạp hơn vì việc thu thập thông tin về các công ty nhỏ rất khó khăn và tốn kém. Hơn nữa, các doanh nghiệp này cũng không được kiểm toán độc lập nên ít tin cậy hơn. Rủi ro cho vay đối

Bảng 1: Số lượng Doanh nghiệp nhỏ và vừa tại Hàn Quốc giai đoạn 2000-2015

Năm	Tổng số DN (A)		Số DNNVV (B)		Tỷ lệ B/A	
	Số DN	Số lao động	Số DN	Số lao động	Số DN (%)	Số lao động (%)
2000	2.729.957	10.768.597	2.707.805	8.680.694	99,2	80,6
2001	2.658.860	10.876.418	2.649.691	9.176.237	99,7	84,4
2002	2.861.830	11.737.640	2.856.913	10.154.095	99,8	86,5
2003	2.939.661	11.870.358	2.934.897	10.308.574	99,8	86,8
2004	2.927.436	11.824.074	2.922.533	10.210.629	99,8	86,4
2005	2.867.749	11.902.400	2.863.583	10.449.182	99,9	87,8
2006	2.940.345	12.234.160	2.936.114	10.677.789	99,9	87,3
2007	2.976.646	12.612.692	2.974.185	11.149.134	99,9	88,4
2008	3.046.958	13.070.424	3.044.169	11.467.713	99,9	87,7
2009	3.069.400	13.398.497	3.066.484	11.751.022	99,9	87,7
2010	3.125.457	14.135.234	3.122.332	12.262.535	99,9	86,8
2011	3.234.687	14.534.230	3.231.634	12.626.746	99,9	86,9
2012	3.354.320	14.891.162	3.351.404	13.059.372	99,9	87,7
2013	3.418.993	15.344.860	3.415.863	13.421.594	99,9	87,5
2014	3.545.473	15.962.745	3.542.350	14.027.636	99,9	87,9
2015	3.604.773	16.774.948	3.600.882	15.127.047	99,9	90,2

Nguồn: <https://www.mss.go.kr/site/eng/02/1020500000002019050902.jsp>

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

với các doanh nghiệp nhỏ là lớn hơn so với các doanh nghiệp quy mô lớn. Chính vì vậy, chi phí huy động vốn của DNNVV cao hơn so với doanh nghiệp quy mô lớn.

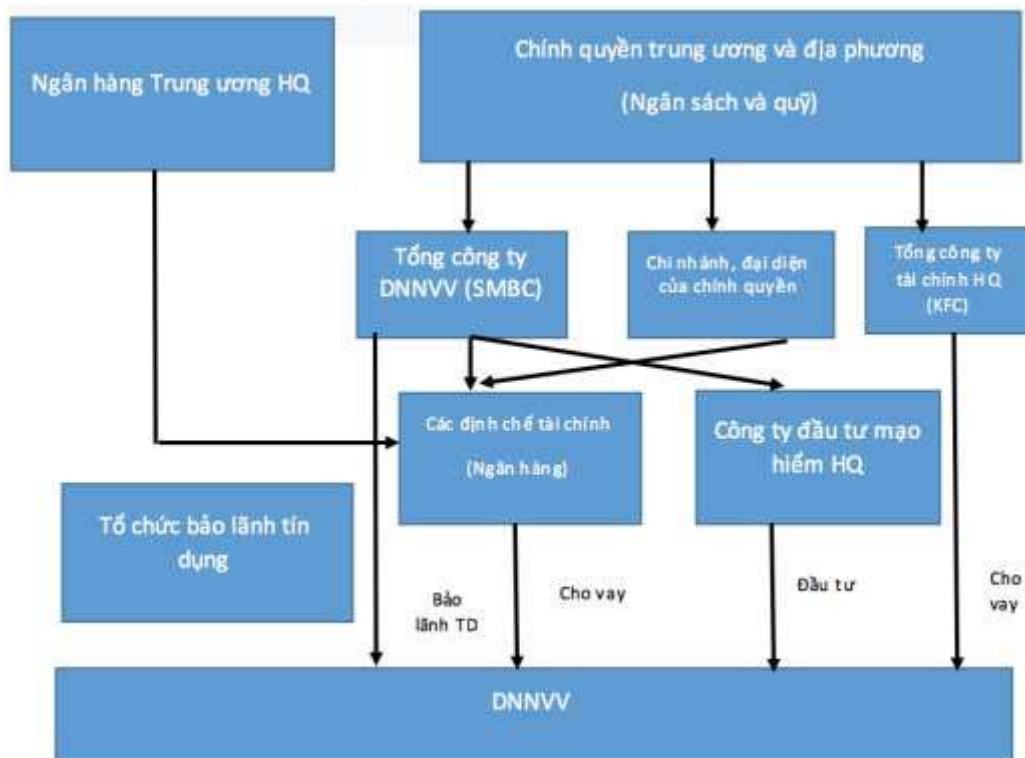
Để hỗ trợ các DNNVV có thể thuận lợi vay vốn, Chính phủ Hàn Quốc đã có một số giải pháp sau:

Cho vay thông qua các chương trình của Chính phủ

Trước những khó khăn mà DNNVV Hàn Quốc gặp phải, vai trò của Chính phủ và ngân hàng trong việc hỗ trợ DNNVV huy động vốn khá quan trọng. Hoạt động cho vay đối với DNNVV thông qua các chương trình của Chính phủ được thực hiện theo mô hình sau:

Finance Corporation - KFC) và Tổng Công ty Doanh nghiệp nhỏ và vừa (Small and Medium Business Corporation - SMBC). Hai đơn vị này cấp vốn cho các định chế tài chính (chủ yếu là ngân hàng) và cho phép ngân hàng lựa chọn DNNVV để cho vay. Hình thức cho vay này làm tăng hiệu quả phân bổ vốn qua việc tận dụng kiến thức và kinh nghiệm của các trung gian tài chính. KFC cung cấp khoảng 40% vốn để ngân hàng cho DNNVV vay, phần còn lại sẽ do KFC quản lý theo chương trình on-lending. Ngoài ra, SMBC và KFC cũng cho DNNVV Hàn Quốc vay trực tiếp.

Một chương trình khác là cho vay theo chính sách. Theo đó, các DNNVV sẽ được cho vay với lãi



Nguồn: Jones and Kim, 2014

Hình 1: Các kênh hỗ trợ vốn cho DNNVV tại Hàn Quốc

Theo Hình 1, Chính phủ Hàn Quốc cung cấp hỗ trợ tài chính thông qua hoạt động cho vay trực tiếp hoặc cung cấp bảo lãnh tín dụng. Hoạt động cho vay trực tiếp được tiến hành chủ yếu thông qua 2 tổ chức là Tổng Công ty Tài chính Hàn Quốc (Korea

suất thấp hơn thị trường thông qua ngân hàng. Chương trình cho vay theo chính sách có 2 mục đích: (1) khuyến khích đầu tư vào trang thiết bị, tái cơ cấu và thương mại hóa công nghệ mới cho DNNVV và (2) hỗ trợ các hoạt động khởi nghiệp.

Mặc dù cho vay theo hình thức này có tỷ suất lợi nhuận thấp nhưng có thể mang lại những lợi ích kinh tế và xã hội to lớn. Các khoản vay chính sách được phân bổ cho các doanh nghiệp nhỏ nếu họ đáp ứng các yêu cầu cho vay đặc thù. Ví dụ, nguồn vốn của Bộ Thông tin và Truyền thông chỉ cho phép tài trợ cho hoạt động nghiên cứu và phát triển với mục đích thương mại hóa trong lĩnh vực về truyền thông đa phương tiện, truyền thông, bán dẫn hoặc các lĩnh vực công nghệ thông tin khác.

Một công cụ hỗ trợ huy động vốn quan trọng nữa cho các DNNVV Hàn Quốc là bảo lãnh tín dụng. Từ năm 2007 đến năm 2011, hỗ trợ của Chính phủ Hàn Quốc thông qua bảo lãnh tín dụng lên tới 100 nghìn tỷ won, chiếm 8% GDP năm 2011 của Hàn Quốc, so với mức 42 nghìn tỷ won của hình thức cho vay trực tiếp. Bảo lãnh tín dụng cũng được coi là phương thức hiệu quả để tăng tài trợ vốn cho DNNVV ở nhiều quốc gia (Park, 2008). Bảo lãnh tín dụng ở Hàn Quốc được cấp qua Quỹ bảo lãnh tín dụng Hàn Quốc (Korea Credit Guarantee Fund - KCGF), Tập đoàn tài chính công nghệ Hàn Quốc (Korea Technology Finance Corporation - KOTEC), SMBC và 16 tổ chức bảo lãnh tín dụng do Chính phủ thành lập và trực tiếp quản lý. Sự can thiệp của Chính phủ đối với việc tài trợ cho DNNVV khá lớn so với các quốc gia thuộc tổ chức OECD khác. Tỷ trọng bảo lãnh tín dụng đối với DNNVV ở Hàn chiếm tới 12,2% trong năm 2011 trong khi mức trung bình ở 13 nước OECD chỉ là 4,9%. Tỷ trọng này tăng đỉnh điểm vào năm 2010 ở mức 12,7% (Park, 2008).

Cho vay thông qua ngân hàng

Các ngân hàng cũng có thể cung cấp các khoản vay chính sách. Hiện tại, Ngân hàng Công nghiệp Hàn Quốc (IBK), một ngân hàng thuộc sở hữu Nhà nước, là kênh lớn nhất để cung cấp các khoản vay chính sách. IBK là một ngân hàng chuyên tài trợ các doanh nghiệp vừa và nhỏ với tỷ lệ cho vay của các doanh nghiệp vừa và nhỏ trên tổng các khoản vay cao hơn 80%. Vì biên lãi suất của các khoản vay chính sách thấp và tất cả các chi phí áp dụng cho các khoản vay chính sách do các ngân hàng chịu nên các ngân hàng thương mại không tích cực tham gia vào thị trường cho vay chính sách. Tuy nhiên, IBK tham

gia vào thị trường do họ có cơ sở khách hàng lớn và nhiều năm kinh nghiệm trong việc xử lý các khoản vay chính sách cũng như đạt được nhiều lợi ích từ việc bán chéo sản phẩm ngân hàng ngay cả với tỷ suất lợi nhuận thấp và chi phí cao cho các khoản vay chính sách.

Đối với các khoản vay thông thường, hoạt động cho vay của ngân hàng đối với DNNVV cũng có nhiều tiến triển trong thời gian qua. Năm 1997, các khoản vay thương mại cho các công ty lớn lớn hơn các khoản vay cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Tuy nhiên, các khoản vay cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ đã tăng từ 13% GDP năm 1997 lên 42% vào năm 2009, trước khi giảm xuống còn 36% vào năm 2012 (Park, 2008). Ngoài ra, do các doanh nghiệp quy mô lớn ở Hàn Quốc tăng cường huy động vốn trực tiếp từ thị trường vốn nên giảm sự phụ thuộc vào các khoản vay ngân hàng. Đối với các ngân hàng Hàn Quốc, việc mất khách hàng doanh nghiệp lớn, đặc biệt sau cuộc khủng hoảng năm 1997 đã làm gia tăng các khoản vay đối với các DNNVV. Ngoài ra, sự tăng trưởng cho vay DNNVV cũng nhờ kỹ thuật quản lý rủi ro của ngân hàng nâng cao và hiệu ứng lan tỏa từ việc các khoản vay hộ gia đình giảm.

Chương trình phát hành trái phiếu có đảm bảo

Từ những năm 2000, Chính phủ Hàn Quốc đã giới thiệu chương trình phát hành trái phiếu có đảm bảo (P-CBO) để giải quyết các vấn đề về thanh khoản và hỗ trợ các doanh nghiệp vừa và nhỏ. P-CBO là một loại chứng khoán có đảm bảo bằng tài sản, tài sản này chính là trái phiếu do DNNVV phát hành. DNNVV phát hành trái phiếu doanh nghiệp và bán cho một đơn vị có mục đích đặc biệt (SPV). Sau đó SPV phát hành trái phiếu có tài sản đảm bảo dựa trên trái phiếu mà doanh nghiệp vừa và nhỏ phát hành và bán các chứng khoán này cho nhà đầu tư.

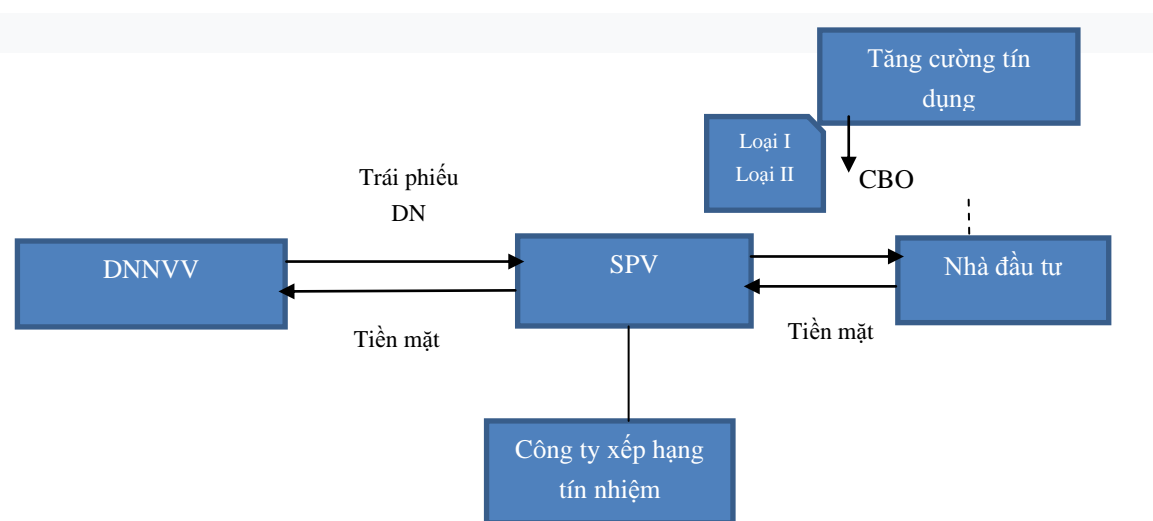
P-CBO cung cấp nhiều cơ hội huy động vốn hơn cho các DNNVV có xếp hạng tín dụng thấp. Trên thực tế, đặc điểm nổi bật của chương trình P-CBO nằm ở việc cho phép phát hành trái phiếu doanh nghiệp để tài trợ cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Trái phiếu P-CBO gộp các tài sản có mức rủi ro khác nhau, nên rủi ro tổng thể sẽ giảm. Do P-CBO

Ý KIẾN TRAO ĐỔI

được phát hành thông qua sự giám sát chặt chẽ của các tổ chức xếp hạng tín dụng nên đây là một khoản đầu tư tương đối an toàn và hấp dẫn. Hơn nữa, P-CBO có thể mang lại lợi suất cao hơn trái phiếu doanh nghiệp nói chung cho các nhà đầu tư chuyên đầu tư chứng khoán phân cấp (tranche security). Nói tóm lại, P-CBO có thể là một công cụ hữu ích có thể giải quyết vấn đề không phù hợp giữa nhu cầu và khả năng cung cấp của các nhà đầu tư và DNNVV, do đó lấp đầy khoảng trống về vốn mà các DNNVV gặp phải.

3) Lựa chọn đơn vị ủy thác của SPV và tăng cường thanh khoản; 4) Hoàn trả trái phiếu.

Ở giai đoạn 1, việc lựa chọn doanh nghiệp phát hành trái phiếu rất quan trọng vì sẽ quyết định mức độ tín nhiệm của cả danh mục đầu tư. Bước tiếp theo là tiến hành xếp hạng tín dụng dựa trên rủi ro vỡ nợ và dòng tiền của danh mục đầu tư. SBC, ngân hàng, hoặc các quỹ bảo lãnh tín dụng như KODIT (Korea Credit Guarantee Fund) và KIBO (Korea Technology Finance Corporation) sẽ cung cấp bảo lãnh tín dụng. Nếu không có sự bảo lãnh tín dụng,



Nguồn: Park và cộng sự, 2008

Hình 2: Chương trình cho vay bằng trái phiếu có đảm bảo cho DNNVV

Hình 2 cho thấy các bên tham gia vào quá trình cho vay theo P-CBO gồm: DNNVV, SPV, công ty xếp hạng tín nhiệm và nhà đầu tư, theo đó DNNVV phát hành trái phiếu doanh nghiệp, sau đó được SPV lựa chọn vào danh mục đầu tư để phát hành CBO cho nhà đầu tư. Dòng tiền sẽ từ nhà đầu tư chảy qua SPV để về DN. Trong quá trình phát hành, còn có các bên trung gian như công ty xếp hạng tín nhiệm và các trung gian thực hiện tăng cường tín nhiệm cho các CBO.

Quy trình cho vay theo chương trình P-CBO được tiến hành như sau: 1) Lựa chọn Doanh nghiệp DNNVV và tài sản đảm bảo; 2) Xếp hạng tín dụng;

số lượng trái phiếu xếp hạng AAA có thể phát hành sẽ bị giới hạn ở chỉ một phần nhỏ trong tổng giá trị của danh mục đầu tư, thường là 40-70% tổng giá trị, tùy thuộc vào chất lượng tín dụng trung bình của khoản vay. Tuy nhiên, với bảo lãnh tín dụng, tỷ lệ này có thể tăng đáng kể (ví dụ: hơn 90% tổng giá trị của các tài sản cơ bản). Bước thứ ba, đơn vị ủy thác của SPV sẽ củng cố thanh khoản và giám sát dòng tiền để bảo vệ các nhà đầu tư. Cuối cùng, quy trình kết thúc khi các doanh nghiệp hoàn trả vốn.

P-CBO được KODIT bảo lãnh phát hành đầu tiên, với số tiền là 1,55 nghìn tỷ won. Chương trình này tập hợp 54 doanh nghiệp vừa và nhỏ, các công

ty này có mức xếp hạng tín dụng từ BBB + đến BB-. Trái phiếu cao cấp cao hơn cấp AA chiếm 97% tổng số số lượng phát hành, tương đương 1,5 nghìn tỷ won. Đề ổn định tài chính trong năm 2000 và 2001, P-CBO được phát hành với số khối lượng tương ứng là 7,22 và 7,16 triệu tỷ won. Nhưng khi thị trường trái phiếu doanh nghiệp ổn định, khối lượng phát hành PCBO đã giảm. Theo báo cáo của KODIT, chương trình P-CBO đã cấp 17.334 nghìn tỷ won cho 1.865 công ty trong giai đoạn 2000-2006, trong đó 2,23 nghìn tỷ won được cấp cho 180 DNNVV. Kể từ năm 2002 đến nay, KODIT chỉ cấp vốn cho các công ty gia hạn tín dụng (Kang, 2005).

2.2. Hỗ trợ huy động vốn chủ sở hữu

Các doanh nghiệp vừa và nhỏ có tiềm năng tăng trưởng cao, đặc biệt là trong lĩnh vực công nghệ cao, đã đóng một vai trò quan trọng trong việc nâng cao năng suất và duy trì khả năng cạnh tranh của Hàn Quốc trong những năm gần đây. Nếu các DNNVV, đặc biệt là các doanh nghiệp nhỏ ở giai đoạn đầu đổi mới, không thể tìm thấy nguồn tài chính họ cần thì những ý tưởng kinh doanh sẽ không bao giờ được phát triển thành sản phẩm cho dù tiềm năng lớn đến đâu. Do đó, Chính phủ và các nhà hoạch định chính sách Hàn Quốc không chỉ tập trung vào sự phát triển và tăng trưởng của thị trường vốn mà còn tìm kiếm một phương tiện để hỗ trợ DN vượt qua những trở ngại vốn có thông qua thị trường vốn.

Tập đoàn công nghệ tiên tiến KIBO (KTAC) là công ty đầu tư mạo hiểm đầu tiên của Hàn Quốc được thành lập vào năm 1974. KTAC tiến hành thương mại hóa các sản phẩm nghiên cứu của Viện Khoa học và Công nghệ Hàn Quốc (KIST). Khi vai trò của công nghệ trở nên nổi bật hơn trong các nền kinh tế trên toàn thế giới vào đầu những năm 1980, lĩnh vực đầu tư mạo hiểm Hàn Quốc trở nên sôi động hơn nhiều. Kết quả là Chính phủ Hàn Quốc thành lập Tập đoàn Phát triển Công nghệ Hàn Quốc (KTDC) năm 1981 để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng này. Động thái này sau đó được tiếp nối bởi sự hợp tác giữa Chính phủ Hàn Quốc, Tập đoàn Tài chính quốc tế (IFC), Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB), các ngân hàng đầu tư khác nhau của Hàn Quốc để thành lập Tập đoàn đầu tư phát triển Hàn

Quốc (KDIC) năm 1982. Hai năm sau, Ngân hàng Phát triển Hàn Quốc đã thành lập công ty Tài chính và Công nghệ Hàn Quốc (KTFC), sau này đổi tên thành Công ty Công nghệ và Ngân hàng Hàn Quốc (KTB) vào năm 1992, sau đó sáp nhập thành Công ty cho thuê công nghiệp Hàn Quốc năm 1993.

Sau giai đoạn tăng trưởng ban đầu vào đầu những năm 1980, đầu tư mạo hiểm của Hàn Quốc phát triển nhanh hơn vào giữa những năm 1980, khi Luật hỗ trợ Doanh nghiệp vừa và nhỏ và Luật hỗ trợ tài chính đối với kinh doanh công nghệ mới có hiệu lực lần lượt vào tháng 5 và tháng 12 năm 1986. Từ hai văn bản luật trên, các công ty đầu tư mạo hiểm của Hàn Quốc chia làm 2 mảng: các công ty đầu tư vào khởi nghiệp doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMES-FC) và các công ty đầu tư vào kinh doanh công nghệ. Các công ty đầu tư mạo hiểm thường đầu tư vào doanh nghiệp bằng cách thực hiện điều hành một quỹ đầu tư và sau đó đảm nhận vai trò hợp tác đối với các quỹ. Hiện tại, nguồn vốn chính cho các quỹ đầu tư mạo hiểm là từ Chính phủ, quỹ hưu trí, các công ty tài chính và các công ty tư nhân.

Giai đoạn tiếp theo của ngành đầu tư mạo hiểm Hàn Quốc phát triển với việc tăng cường hiệu lực của 2 đạo luật trên và sự ra đời của một thị trường cho các cổ phiếu chưa niêm yết vào tháng 4 năm 1987. Thị trường này sau này trở thành Sở giao dịch chứng khoán tự động Hàn Quốc (KOSDAQ) năm 1996, nơi đã tạo ra tính thanh khoản cho cổ phiếu của các công ty đầu tư mạo hiểm. Thị trường này cũng cung cấp cho các nhà đầu tư mạo hiểm một phương thức thoái vốn khi KOSDAQ là kênh thoái vốn đầu tư chính tại Hàn Quốc. Trong khi đó, ở Hoa Kỳ, hoạt động mua lại mới là kênh thoái vốn phổ biến nhất với 70% các nhà đầu tư mạo hiểm lựa chọn, 30% nhà đầu tư mạo hiểm còn lại lựa chọn IPO là phương thức thoái vốn cho mình. Tại Hàn Quốc, 90% khoản vốn đầu tư mạo hiểm phụ thuộc vào IPO trên thị trường KOSDAQ và hoạt động mua lại chỉ chiếm 10% (Park, 2008).

Sau khi nền kinh tế phục hồi sau cuộc khủng hoảng tài chính châu Á, Chính phủ Hàn Quốc nhanh chóng nhận ra tầm quan trọng của công nghệ thông tin và đã ban hành Luật đặc biệt hỗ trợ các công ty

đầu tư mạo hiểm, nhấn mạnh tầm quan trọng của các công ty đầu tư mạo hiểm đối với việc thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Luật đưa ra các đặc quyền cho các công ty đầu tư mạo hiểm như miễn thuế, bảo lãnh tín dụng và cho vay chính sách. Nỗ lực của chính phủ Hàn Quốc lại trùng hợp với hiện tượng bùng nổ công nghệ thông tin trên thế giới.

Đến năm 2000, bong bóng đầu tư mạo hiểm nổ ra. Đầu tư mới vào các công ty mạo hiểm thông qua các công ty đầu tư mạo hiểm và quỹ đầu tư lên tới hơn 2 nghìn tỷ won. Ngành đầu tư mạo hiểm sau đó chứng kiến sự suy giảm đầu tư cho đến khi Chính phủ Hàn Quốc đã công bố chính sách Hỗ trợ các công ty mạo hiểm vào tháng 12 năm 2004. Hàn Quốc thực hiện chính sách bãi bỏ phí hoạt động cho các đối tác chung (trước đây là 20%) và thành lập Quỹ tài trợ Hàn Quốc (KFoF). Trái ngược với hệ thống trước đây, khi Chính phủ trực tiếp lựa chọn các công ty được tiếp nhận vốn cũng như xác định số tiền đầu tư, hệ thống quỹ (KFoF) cho phép nhà quản lý quỹ đánh giá, lựa chọn và phân phối vốn cho một số quỹ. KFoF đóng một vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ thị trường đầu tư mạo hiểm Hàn Quốc trở nên minh bạch và hiệu quả hơn. So với Hoa Kỳ và Châu Âu, nơi các quỹ hưu trí và các nhà đầu tư tổ chức chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng vốn đầu tư vào các công ty mạo hiểm, ở Hàn Quốc, Chính phủ đóng vai trò lớn hơn trong thị trường đầu tư mạo hiểm. Kể từ khi có chính sách khuyến khích này, vốn đầu tư vào các công ty đầu tư mạo hiểm và quỹ đầu tư mạo hiểm đều đặn tăng, đạt hơn 1 nghìn tỷ won trong năm 2006 (lần đầu tiên kể từ khi bong bóng đầu tư mạo hiểm vỡ).

Hiện nay, hầu hết các nhà đầu tư đều có thể đầu tư vào các doanh nghiệp vừa và nhỏ trực tiếp hoặc gián tiếp thông qua các quỹ đầu tư được thực hiện bởi các công ty đầu tư mạo hiểm. IPO trên thị trường chứng khoán và mua bán sáp nhập DN là phương thức thoái vốn được sử dụng rộng rãi nhất. Trong trường hợp đầu tư gián tiếp, các công ty đầu tư mạo hiểm lập quỹ đầu tư mạo hiểm và vận hành quỹ như một đối tác chính (general partner - GP) của doanh nghiệp. Các nhà đầu tư khác có thể tham gia quỹ với tư cách là đối tác hạn chế (Limited partner - LP).

Đầu tư mạo hiểm tại Hàn Quốc chiếm 0,09% GDP năm 2016, lớn thứ 4 trong các quốc gia thuộc tổ chức OECD và cao hơn khá nhiều so với mức trung bình là 0,05% của các quốc gia này. Tuy nhiên, đầu tư mạo hiểm vẫn là nguồn tài trợ khiêm tốn đối với DNNVV ở Hàn Quốc (OECD, 2018). Các khoản đầu tư mạo hiểm chủ yếu tập trung vào các doanh nghiệp đã tồn tại trên 3 năm, chỉ một phần nhỏ dành cho các doanh nghiệp mới thành lập.

2.3. Đánh giá

Hoạt động tài trợ cho DNNVV tại Hàn Quốc phụ thuộc khá lớn vào các chương trình hỗ trợ của Chính phủ và vay ngân hàng. Không giống như thị trường Hoa Kỳ với sự phát triển của thị trường trái phiếu cấp thấp, thị trường vốn Hàn Quốc chưa đạt được trình độ phát triển tương tự. Do vậy, việc xây dựng các chương trình phát hành trái phiếu có đảm bảo P-CBO được coi là một công cụ hiệu quả để giảm rủi ro tổng thể của các DNNVV của Hàn Quốc. Loại trái phiếu đặc biệt này đã hỗ trợ rất hiệu quả trong việc mở rộng nguồn vốn vay cho các DNNVV Hàn Quốc. Mặt khác, để hỗ trợ cho vay DNNVV Hàn Quốc thành công, điểm cốt lõi là Chính phủ Hàn Quốc đã xây dựng được một hệ thống chia sẻ thông tin nhằm đánh giá mức độ tín nhiệm của các DNNVV chính xác hơn. Do đó, các DNNVV Hàn Quốc có nhiều kênh để tiếp cận vốn vay hơn.

Hơn thế nữa, việc huy động vốn chủ sở hữu thông qua các quỹ đầu tư mạo hiểm có sự can thiệp của Chính phủ cũng trở nên hiệu quả để các DNNVV có thể đủ vốn phát triển. Chính phủ Hàn Quốc đóng vai trò như bên cầu nối, tạo môi trường thân thiện để khuyến khích các nhà đầu tư tham gia tài trợ cho các DNNVV nhiều hơn.

Tuy vậy, sự hỗ trợ của Chính phủ cũng có những tác dụng tiêu cực. Một là cản trở sự phát triển của thị trường vốn khi làm giảm động cơ của các định chế tài chính. Hơn nữa, sự hỗ trợ lớn và kéo dài của Chính phủ cũng không khuyến khích DNNVV Hàn Quốc phát triển mở rộng để đạt được hiệu quả kinh tế nhờ quy mô. Tỷ lệ sống sót của các doanh nghiệp khởi nghiệp sau 3 năm ở Hàn Quốc cũng khá thấp ở mức 41% trong khi tỷ lệ này ở các nước tiên tiến khác là Áo (62,8%), Mỹ (57,6%), Israel (55,4%) và

Italia (54,8%) (Financial Services Commission, 2015) (Sohn and Kim, 2013)..

3. Một số bài học cho Việt Nam

3.1. Thiết lập hệ thống chia sẻ thông tin doanh nghiệp vừa và nhỏ đáng tin cậy

Đối với cả thị trường trái phiếu và thị trường cổ phiếu, quyền được tiếp cận những thông tin đáng tin cậy về doanh nghiệp là một vấn đề cực kỳ quan trọng giúp giảm bớt sự bất cân xứng thông tin đối với DNNVV. Các nhà hoạch định chính sách nên đề xuất một cơ chế thu thập thông tin về các DNNVV nằm rải rác tại các ngân hàng, tại các chương trình bảo lãnh tín dụng và các chương trình của Chính phủ cũng như tại các chương trình tín dụng thương mại khác. Sau khi tổng hợp, cơ sở dữ liệu này sẽ là nguồn thông tin đáng tin cậy hơn và dễ tiếp cận hơn đối với các nhà đầu tư tiềm năng. Chính phủ cần chủ động và đóng vai trò chính trong quy trình thu thập dữ liệu này. Ngoài ra, thông tin tín dụng về người tiêu dùng cá nhân, đã có sẵn thông qua cơ quan đăng ký tín dụng công cộng và/hoặc tại các văn phòng tín dụng tư nhân, cũng sẽ đóng một vai trò quan trọng trong việc giảm bớt sự bất cân xứng thông tin trong khu vực SME. Việc đánh giá tín dụng của các doanh nghiệp vừa và nhỏ thường phụ thuộc rất nhiều vào một cá nhân, cụ thể là chủ sở hữu và/hoặc người quản lý của công ty. Điều này đặc biệt phổ biến đối với các công ty nhỏ.

3.2. Tạo thuận lợi cho doanh nghiệp nhỏ và vừa huy động vốn thông qua thị trường trái phiếu

Trong trường hợp phát hành trái phiếu doanh nghiệp, việc tập hợp một nhóm các DNNVV có thể cung cấp một giải pháp hợp lý cho thực trạng rủi ro tín dụng và chi phí giao dịch cao hơn đối với từng doanh nghiệp đơn lẻ. Một khi tập hợp được một số lượng lớn các DNNVV với các mức độ rủi ro khác nhau thành một danh mục đầu tư thì việc đầu tư vào danh mục đầu tư này sẽ hấp dẫn hơn đối với nhà đầu tư trên thị trường cho vay. Vấn đề chi phí giao dịch cao hơn sẽ được giải quyết với quy mô đủ lớn của giao dịch. Nếu giao dịch được cấu trúc với các loại trái phiếu khác nhau, quy mô các nhà đầu tư tiềm năng sẽ được mở rộng với các mức độ ưa thích rủi ro khác nhau. Một cách gián tiếp khác để huy động

vốn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ thông qua thị trường nợ là chứng khoán hoá các khoản vay ngân hàng của DNNVV. Việc chứng khoán hóa các khoản này sẽ cung cấp một công cụ có hiệu quả cho các ngân hàng trong việc tăng số lượng khoản vay, do đó làm tăng tổng khối lượng vốn cung cấp cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Chứng khoán hóa được đảm bảo bằng tài sản, thường được gọi là khoản vay thế chấp, có lợi cho nhà đầu tư vì họ có thể chia sẻ chi phí giám sát với các ngân hàng. Từ quan điểm của các ngân hàng, họ cũng có thể chia sẻ rủi ro tín dụng với các nhà đầu tư trên thị trường nợ vay.

3.3. Thúc đẩy thị trường đầu tư mạo hiểm

Đối với thị trường vốn cổ phần, thúc đẩy đầu tư mạo hiểm và cung cấp môi trường tương thích khuyến khích hoạt động của các nhà đầu tư mạo hiểm là ưu tiên hàng đầu. Trong giai đoạn tìm kiếm cơ hội đầu tư, một hệ thống chia sẻ thông tin đáng tin cậy và việc thiết lập mạng lưới đánh giá hiệu quả kinh doanh và công nghệ sẽ đóng vai trò quan trọng. Sau khi đã đầu tư vốn cổ phần, bước tiếp theo của nhà đầu tư mạo hiểm là đóng vai trò tích cực trong việc nâng cao giá trị doanh nghiệp thông qua hợp tác với đội ngũ quản lý của công ty. Do đó, các cơ quan quản lý Nhà nước cần thiết lập khung pháp lý hoặc thông lệ thông thường trên thị trường để đảm bảo một lộ trình thích hợp cho nhà đầu tư mạo hiểm tham gia quản lý danh mục đầu tư. Cuối cùng, Chính phủ cần chuẩn bị khung pháp lý cho một số lựa chọn thoái vốn khả thi của nhà đầu tư mạo hiểm. Chiến lược thoái vốn càng đa dạng thì khả năng thành công của một nhà đầu tư mạo hiểm càng cao. Tóm lại, tạo và cung cấp một môi trường thuận lợi trong toàn bộ quá trình đầu tư cho một nhà đầu tư mạo hiểm, từ khi lựa chọn cơ hội đầu tư đến khi thoái vốn, là những yếu tố chính để hỗ trợ sự tăng trưởng ổn định của thị trường đầu tư mạo hiểm.

Vai trò của Chính phủ rất quan trọng trong việc giảm bớt các lỗ hổng trong hoạt động huy động vốn của các DNNVV trên thị trường vốn. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng vai trò của Chính phủ là cần thiết nhưng không đủ để xây dựng một hành lang huy động vốn ổn định cho các DNNVV. Nếu

không có sự tham gia tích cực từ khu vực kinh tế tư nhân cũng như các nhà đầu tư cá nhân thì sẽ không thể có thành công. Theo cách hiểu này, Chính phủ nên đặt tập trung hơn vào việc xác định các lĩnh vực cụ thể của các doanh nghiệp vừa và nhỏ đang gặp khó khăn trong việc huy động vốn và sau đó xây dựng nền tảng đầu tư thân thiện, tương thích, hiệu quả để thúc đẩy sự tham gia đầu tư. Kinh nghiệm của Hàn Quốc trong thị trường đầu tư mạo hiểm là một ví dụ điển hình về kết nối nỗ lực giữa khu vực công và tư. Mặc dù Chính phủ Hàn Quốc vẫn đóng một vai trò lớn trong thị trường đầu tư mạo hiểm nhưng vẫn nỗ lực liên tục để thúc đẩy sự tham gia nhiều hơn từ khu vực tư nhân. Nhờ việc bãi bỏ một số quy định, nhiều tổ chức tài chính đã tham gia vào thị trường. Ví dụ, với việc thành lập KFoF và loại bỏ các ràng buộc về đầu tư đối với ngân hàng và công ty bảo hiểm, Chính phủ Hàn Quốc đã cố gắng xây dựng một cơ sở hạ tầng thân thiện và khuyến khích với nhà đầu tư thay vì can thiệp trực tiếp vào thị trường. Việc sử dụng các chuyên gia tư nhân để quản lý KFoF và các chi nhánh cũng cải thiện hiệu quả hoạt động và nâng tầm các tiêu chuẩn của thị trường.

Kết luận

Sự phát triển DNNVV có vai trò sống còn đối với nền kinh tế Hàn Quốc. Tuy nhiên, vấn đề huy động vốn của các DNNVV này luôn là vấn đề trở ngại của các doanh nghiệp này cũng như của các nhà quản lý vĩ mô. Chính phủ Hàn Quốc đã thực hiện khá nhiều biện pháp hỗ trợ và tạo điều kiện cho các DNNVV có thể tiếp cận các nguồn vốn, từ vốn vay đến vốn chủ sở hữu. Các biện pháp này cho dù vẫn có một số hạn chế nhưng quan trọng hơn đã tạo ra bước đệm lớn để các DNNVV Hàn Quốc phát triển. Từ những kinh nghiệm này, bài viết đã rút các bài học mà các cơ quan quản lý Nhà nước cũng như các DNNVV Việt Nam có thể học hỏi nhằm giải quyết vấn đề vốn cho DNNVV dựa trên 3 vấn đề: (1) xây dựng cơ sở dữ liệu đáng tin cậy về DNNVV, (2) phát triển thị trường trái phiếu cho DNNVV và (3) phát triển hoạt động đầu tư mạo hiểm vào các DNNVV. ♦

Tài liệu tham khảo:

1. Financial Services Commission (2015), *Building A New Guarantee System for SMEs*, Press Release (4 November), Seoul (in Korean).
2. Jones, R. and M. Kim (2014), *Promoting the Financing of SMEs and Start-ups in Korea*, OECD Economics Department Working Papers, No. 1162, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/5jxx054bdlvh-en>
3. Kang D., 2005, *Corporate Distress and Restructuring Policy of Korean Small and Medium-sized Enterprises: Role of Credit Guarantee Scheme*, Korea Development Institute.
4. Kim, H. (2017), *Problems and Improvement Plans of Small Business Taxation System*, KIPF Brief, Vol. 56, Korea Institute of Public Finance, Sejong (in Korean).
5. OECD (2017), *Entrepreneurship at a Glance 2017*, OECD Publishing, Paris.
6. OECD (2018), *Financing SMEs and Entrepreneurs 2018*, OECD Publishing, Paris
7. Park J., Lim B., Koo J., 2008, *Developing the Capital Market to Widen and Diversify SME Financing: The Korean Experience*, Korea Institute of Finance.

Summary

The development of small and medium sized enterprises (SMEs) is vital to the economy of South Korea. However, capital mobilization has been bothering SMEs as well as macroeconomic managers. South Korea's government has implemented a number of supporting measures and good conditions for SMEs to access capital sources from loans to equity. In spite of limitations, these measures serve as an important stepping stone for the development of South Korea's SMEs. On the basis of the experience, the paper draws the lessons for Vietnam's government authorities and enterprises in terms of capital raising for SMEs.