



Nguồn tài trợ trung dài hạn cho các doanh nghiệp vừa và nhỏ

Thạc sĩ VÕ THÀNH THỐNG

Thuê mua tài chính (Finance lease) hay còn gọi là thuê vốn (Capital lease) là một phương thức tín dụng trung và dài hạn, theo phương thức này, người cho thuê cam kết mua tài sản, thiết bị theo yêu cầu của người thuê và nắm giữ quyền sở hữu đối với tài sản đó. Người thuê sử dụng tài sản thuê và thanh toán tiền thuê trong suốt thời hạn đã được thỏa thuận và không được hủy bỏ hợp đồng trước hạn. Khi kết thúc hợp đồng thuê, bên thuê được chuyển quyền sở hữu, mua lại hoặc tiếp tục thuê tài sản đó theo các điều kiện thỏa thuận khi ký kết hợp đồng.

Ở nhiều quốc gia trên thế giới, thuê mua tài chính với những ưu thế của nó đã được áp dụng phổ biến và rộng rãi với những hình thức biến thể rất đa dạng. Trong điều kiện nền kinh tế nước ta hiện nay, nó là một nguồn vốn trung và dài hạn (trong nước lẫn nước ngoài) rất cần thiết

cho các DN vừa và nhỏ (DNNVV) để tìm được nguồn tài trợ đầu tư máy móc, cải tiến công nghệ, đây là một cản ngại lớn đối với quá trình phát triển hiện nay của các DN nói chung và DNNVV nói riêng.

Sự hình thành và phát triển

Hoạt động cho thuê tài sản đã xuất hiện từ rất sớm trong lịch sử văn minh nhân loại, đã xuất hiện từ 2000 năm trước công nguyên với việc cho thuê các công cụ sản xuất nông nghiệp, súc vật kéo, quyền sử dụng nước, ruộng đất nhà cửa.

Đầu thế kỷ XIX do sự phát triển của khoa học kỹ thuật và nền kinh tế hàng hoá, số lượng và chủng loại tài sản cho thuê đã có sự gia tăng đáng kể. Đến đầu thập kỷ 50 của thế kỷ này, giao dịch thuê mua đã có những bước nhảy vọt. Nhằm đáp ứng nhu cầu vốn trung và dài hạn, nghiệp vụ tín dụng thuê mua hay còn gọi là thuê tài chính được sáng tạo ra trước

tiên ở Mỹ vào năm 1952. Sau đó nghiệp vụ tín dụng thuê mua phát triển sang châu Âu và phát triển mạnh mẽ tại đó từ những năm của thập kỷ 60. Tín dụng thuê mua cũng phát triển ở châu Á và nhiều khu vực khác từ đầu thập kỷ 70. Ngành công nghiệp thuê mua có giá trị trao đổi chiếm khoảng 350 tỷ USD vào năm 1994 vào năm 1994. Hiện nay ở Mỹ, ngành thuê mua thiết bị chiếm khoảng 25-30% tổng số tiền tài trợ cho các giao dịch mua bán thiết bị hàng năm. Nguyên nhân chính thúc đẩy các hoạt động cho thuê tài chính phát triển nhanh là do nó thể hiện hình thức tài trợ có tính chất an toàn cao tiện lợi, và hiệu quả cho các bên giao dịch.

Tại VN nghiệp vụ cho thuê tài chính hay còn gọi là tín dụng thuê mua đã được NHNN-VN cho áp dụng thí điểm bởi quyết định số: 149/QĐ-NH5 ngày 17.5.1995. Đến 9.10.1995 chính phủ ban hành nghị

định 64 CP “Quy chế tạm thời về tổ chức và hoạt động của Công ty cho thuê tài chính tại VN”. Ngày 9/2/1996 Thống đốc NHNN-VN có thông tư số 03/TT-NH5 hướng dẫn thực hiện quy chế tạm thời về tổ chức và hoạt động của Công ty cho thuê tài chính tại VN. Đến 02/05/2001 Chính phủ đã ban hành Nghị định 16/NĐ-CP về tổ chức và hoạt động của Công ty cho thuê tài chính thay thế Nghị định 64/CP ngày 9.10.1995.

Ưu nhược điểm

Đứng dưới góc độ của bên đi thuê thì thuê tài chính được xem như là mua một thiết bị bằng một khoản vay được bảo đảm và tài sản được đem ra làm bảo đảm chính là tài sản được cho thuê. Các điều khoản của hợp đồng cho thuê có thể so sánh với những điều khoản ràng buộc mà một ngân hàng sẽ đưa ra khi họ chấp thuận một khoản vay có bảo đảm. Như vậy, thuê tài chính được xem như là một loại hình tài trợ giúp cho các doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận được nguồn vốn.

Có rất nhiều thuận lợi trong loại hình thuê tài chính, chẳng hạn như “với hình thức thuê tài sản thì một doanh nghiệp có thể được tài trợ đến mức 100%” hoặc “thuê tài sản giúp bảo toàn vốn”. Tuy nhiên, lợi ích chính yếu của loại hình thuê tài chính lại nằm ở khoản tiết kiệm từ thuế. Loại hình thuê tài sản cho phép chuyển nhượng lợi ích về thuế từ bên có yêu cầu thuê tài sản nhưng không hưởng hết toàn bộ lợi ích từ thuế của chủ sở hữu để chuyển sang một đối tác nhằm hỗ trợ họ có thể hưởng được ưu thế này. Nếu luật thuế thu nhập doanh nghiệp được bãi bỏ thì loại hình cho thuê tài chính cũng sẽ gần như không còn tồn tại.

Nói rõ hơn thuê tài sản là quá trình được quyền sử dụng, khai thác các tính năng hữu ích của tài sản nhưng không có quyền sở hữu nó. Việc sử dụng tài sản có thể đạt được bằng việc ký kết một hợp đồng thuê. Vì rằng người sử dụng cũng có thể chọn lựa phương cách mua tài sản đó nên việc lựa chọn thuê hay mua dẫn đến các nội dung tài trợ thay thế

nhau.

Hầu hết các tài sản trong thuê tài chính là các tài sản mới. Bên đi thuê xác định loại tài sản cần dùng và ký hợp đồng với bên cho thuê. Bên cho thuê sẽ mua những tài sản này trực tiếp từ các nhà sản xuất và sau đó chuyển cho bên đi thuê sử dụng. Loại hình thuê tài chính này được gọi là thuê trực tiếp (direct lease). Thuê tài chính có những đặc điểm quan trọng sau:

- Trong thuê tài chính thì bên cho thuê sẽ không cung cấp dịch vụ bảo trì và các dịch vụ khác kèm theo.

- Trong thuê tài chính, thì bên cho thuê sẽ nhận được các khoản thanh toán tiền thuê định kỳ đầy đủ gần như bằng giá trị đầu tư ban đầu của tài sản.

- Bên đi thuê thông thường có quyền ưu tiên tiếp tục thuê lại tài sản khi hợp đồng hết hạn.

Tuy nhiên, trong hầu hết các trường hợp thuê tài chính, không cho phép bên đi thuê hủy ngang hợp đồng. Nói cách khác bên đi thuê phải có trách nhiệm thanh toán tất cả các khoản tiền thuê theo định kỳ và phải chấp nhận đối mặt với rủi ro không thực hiện được các nghĩa vụ tài chính này hay rủi ro phá sản.

Từ những đặc điểm trên mà chủ yếu là từ đặc điểm thứ hai, phương thức tài trợ bằng thuê tài chính có thể được lựa chọn thay thế cho các phương thức đầu tư mua tài sản.

Loại hình thuê tài chính chỉ phát huy ưu thế khi hội đủ ít nhất một trong những điều kiện sau:

- Loại hình thuê tài chính phải hưởng được lợi ích từ lá chắn của thuế.

- Hợp đồng thuê tài chính phải giảm tính không chắc chắn về khoản giá trị còn lại của tài sản.

- Các chi phí giao dịch có khả năng cao hơn để mua một tài sản và cái giá phải trả của tài trợ bằng nợ hoặc bằng vốn cổ phần thì cao hơn so với đi thuê tài sản.

Hầu hết lý do quan trọng để thuê tài chính là khoản giảm thuế, nếu thuế thu nhập doanh nghiệp được bãi bỏ thì loại hình thuê tài chính sẽ khó có thể tồn tại.

Quy đầu tư mạo hiểm

Có hai định nghĩa về vốn mạo hiểm được sử dụng rộng rãi, định nghĩa rộng và định nghĩa hẹp.

Định nghĩa rộng

Vốn mạo hiểm là nguồn tài chính cung cấp cho các công ty tư nhân dưới hình thức vốn cổ phần hoặc các khoản đầu tư gần giống như vốn cổ phần có thời hạn trên trung bình (3-5 năm). Số cổ phần dành được trong các công ty nhận vốn đầu tư có thể là thiểu số ít ỏi hoặc lên đến đa số. Mục tiêu đầu tư là tìm kiếm được khoản thu nhập vốn cao hơn mức trung bình. Khoản thu này trở thành hiện thực sau khi khoản đầu tư được bán cho một nhà kinh doanh chứng khoán hoặc, như hiện tượng phổ biến hơn ở các nước châu Á là bán cho công chúng. Bên cạnh việc cung cấp vốn, các chuyên gia quản lý vốn mạo hiểm còn tư vấn, hướng dẫn các công ty nhận vốn đầu tư bước sang giai đoạn tăng trưởng tiếp theo và chuẩn bị sẵn sàng để công ty được chuyển giao cho các cổ đông khác.

Những tư vấn này là một đặc điểm quan trọng và đặc thù của vốn mạo hiểm. Đặc biệt, các nhà đầu tư có một vị trí trong hội đồng quản trị của công ty nhận vốn đầu tư. Từ vị trí này và các kinh nghiệm thu được từ các công ty khác, các chuyên gia quản lý vốn mạo hiểm có thể tác động tới sự phát triển của các công ty nhận vốn đầu tư. Các công ty quản lý vốn mạo hiểm khác nhau đặt ra các trọng tâm khác nhau về mức độ tham gia. Mức độ tham gia có thể là tối thiểu, thường gắn liền với một số cổ phần nhỏ, hoặc tham gia công việc thường nhật, như đóng vai trò chủ tịch hội đồng quản trị, thường gắn liền với việc nắm giữ đa số cổ phần. Thuật ngữ vốn mạo hiểm trong định nghĩa này có thể được sử dụng cùng nghĩa với thuật ngữ vốn cổ phần tư nhân.

Định nghĩa hẹp

Phần thu hẹp của định nghĩa rộng xác định vốn mạo hiểm là các khoản đầu tư vốn cổ phần tư nhân trung hạn vào các công ty nhận vốn chưa trưởng thành. Nói cách khác, công ty được đầu tư đang trong giai

đoạn đầu của quá trình phát triển sản phẩm, phát triển năng lực sản xuất hoặc cung cấp dịch vụ. Vì các công ty đang trong giai đoạn này có xu hướng có lịch sử phát triển ngắn hơn và quy mô nhỏ hơn so với đa số các khoản đầu tư nêu trong định nghĩa rộng, nên rủi ro có xu hướng cao hơn. Và do vậy, các chuyên gia quản lý vốn mạo hiểm sẽ tìm kiếm các khoản thu nhập vốn tiềm năng cao hơn.

Sự khác biệt giữa hai định nghĩa này là mức độ trưởng thành của các công ty nhận vốn đầu tư. Không có quy tắc rõ ràng nào (chẳng hạn một mức doanh số ấn định) để phân biệt hai loại công ty này. Thay vào đó, định nghĩa hẹp được xem là đúng ở một đầu dải thời gian dài hạn của một khoản đầu tư cổ phần tư nhân. Ở các thị trường cổ phần tư nhân đã hoạt động tốt như Mỹ và Anh, người cung cấp vốn có xu hướng tập trung vào đầu hoặc cuối dải thời gian dài hạn. Tuy vậy, vẫn có một số người cung cấp vốn sẵn sàng đầu tư trải dài trong dải này.

Nguồn tài trợ dài hạn cho DNNVV khởi sự

Trong giai đoạn khởi sự với mức độ rủi ro kinh doanh quá cao DNNVV nên tìm một nguồn tài trợ thích hợp nào đó nhằm hạn chế rủi ro tài chính, tránh việc tạo ra rủi ro tổng thể vượt quá mức chịu đựng của DNNVV. Vậy trong giai đoạn này DNNVV nên chọn nguồn tài trợ nào? Và ai sẽ là nhà đầu tư dám chấp nhận rủi ro cao để tài trợ cho DNNVV?

Bất cứ cấu trúc tài chính nào thì thành phần của nó cũng gồm hai nguồn cơ bản là nợ và vốn cổ phần. Có ba lý do để DNNVV không sử dụng nợ trong cấu trúc tài chính của mình ở giai đoạn này là:

- Thứ nhất: Khi vay nợ để tài trợ trong cấu trúc vốn, DNNVV phải thế chấp tài sản. Điều này gây khó khăn cho DNNVV mới khởi sự vì trong giai đoạn này tài sản của DNNVV còn rất ít chưa đủ để đáp ứng nhu cầu vay của DNNVV.

- Thứ hai: Nếu ngân hàng cho DNNVV vay mà không đặt nặng đến

tài sản thế chấp thì DNNVV phải trả cho ngân hàng một lãi suất rất cao, điều này là đương nhiên vì rủi ro của việc thu hồi nợ không được rất cao và rủi ro này sẽ được tính vào lãi suất cho vay của ngân hàng. Tuy nhiên lãi suất trần sẽ không cho phép làm điều này (trần lãi suất thường áp dụng ở các nước đang phát triển trong đó có VN).

- Thứ ba: Cho dù ngân hàng cho DNNVV vay, cho dù lãi suất trần cho phép, DNNVV cũng không nên vay, bởi vì lúc này, nếu vay nợ DNNVV sẽ phải gánh chịu rủi ro tài chính rất cao.

Như vậy, trong giai đoạn khởi sự với mức độ rủi ro kinh doanh rất cao thì tài trợ bằng vốn cổ phần xem như là thích hợp nhất. Thế nhưng, ngay cả đầu tư bằng vốn cổ phần cũng khó mà huy động được do DNNVV khởi sự thường không đủ các tiêu chuẩn cần thiết của Ủy ban chứng khoán trong việc phát hành chứng khoán ra công chúng. Mặt khác, với mức độ rủi ro tổng thể cao, DNNVV chỉ có thể hấp dẫn được các nhà đầu tư mạo hiểm - những nhà đầu tư sẵn sàng để chấp nhận một rủi ro cao để kì vọng một mức lợi nhuận cao tương ứng. Trên lý thuyết các nhà đầu tư rất quan tâm đến việc họ sẽ nhận cổ tức hay đạt được thu nhập qua chênh lệch do chuyển nhượng vốn. Tuy nhiên, chính sách cổ tức đề nghị cho một công ty mới khởi sự thường là tỷ lệ chi trả cổ tức bằng 0.

Thêm vào đó, dòng tiền của một DNNVV mới thành lập thường là âm ở mức cao và cần các nguồn tiền mới cho các cơ hội đầu tư có sẵn của công ty. Nếu tài trợ bằng nợ vay không thích hợp, thì phải bằng vốn cổ phần tức là nếu các nhà đầu tư đòi hỏi cổ tức, họ cũng phải đầu tư thêm tiền vào DNNVV để chi trả cho cổ tức này. Trong một thị trường hoàn hảo điều này có thể chấp nhận được, thế nhưng do trong thực tế chi phí giao dịch đi với việc huy động vốn cổ phần mới rất tốn kém cho các DNNVV rủi ro cao mới khởi sự. Các chi phí này không những cao mà còn khá cố định; nghĩa là chỉ cần một huy động nhỏ về vốn cổ phần cũng sẽ phát sinh một khoản chi phí rất tốn

kém. Các chi phí này bao gồm các chi phí về pháp lý và chi phí chuyên môn phải trả. Vì vậy, việc trả cổ tức và huy động cổ phần mới thay thế cho nguồn tiền chi trả cổ tức này là không hợp lý.

Tóm lại, trong giai đoạn khởi sự, với các đặc điểm về rủi ro đã trình bày, khả năng tài trợ bằng vốn vay lẫn vốn cổ phần đều không khả thi. Thế thì, cấu trúc vốn trong giai đoạn này nên được tài trợ bằng gì? Qua nghiên cứu, cho thấy: tài trợ bằng phát hành trái phiếu, bằng tín dụng thuê mua, hay thu hút vốn của các nhà đầu tư không chấp nhận rủi ro cao đều không thực hiện được mà chỉ có nguồn vốn mạo hiểm từ các quỹ đầu tư mạo hiểm là thích hợp nhất. Bởi các quỹ đầu tư mạo hiểm là một định chế tài chính trung gian chuyên đầu tư vào các DNNVV mới khởi sự nhằm mong đợi một sự gia tăng thu nhập cao hơn mức bình quân để bù đắp cho rủi ro của khoản đầu tư có mức độ cao hơn mức bình quân. Chỉ có các nhà đầu tư này mới sẵn sàng chấp nhận rủi ro cao đầu tư vào các DNNVV mới khởi sự dưới nhiều hình thức đầu tư đa dạng. Đương nhiên các nhà đầu tư vốn mạo hiểm này sẽ yêu cầu một tỉ suất sinh lợi cao để bù đắp cho rủi ro cao mà họ phải gánh chịu. Tỉ suất sinh lợi cao ở đây chỉ thể hiện ở phần chênh lệch do chuyển nhượng vốn; tức là phần giá trị cổ phiếu tăng thêm sau này so với giá trị ban đầu của chúng chứ không phải là phần lợi tức mà nhà đầu tư nhận được. Bởi vì lúc này do lưu lượng tiền tệ trong năm rất thấp, thậm chí là bị âm, cho nên đã làm cho lợi tức cổ phần bằng không.

Chỉ có thông qua quỹ đầu tư mạo hiểm chiến lược tài trợ của DNNVV ở giai đoạn này mới đạt đến hiệu quả cao nhất, đó là sự gia tăng của giá trị DNNVV. Tuy nhiên, để có thể huy động vốn thông qua hình thức này điều kiện đầu tiên và quan trọng đối với các DNNVV khởi sự là phải chứng tỏ được sản phẩm của mình có hiệu quả, tiềm năng về thị trường sản phẩm, triển vọng tăng trưởng tương lai rất cao ■