

THỊ TRƯỜNG VỐN CHO DOANH NGHIỆP KHỞI NGHIỆP Ở VIỆT NAM: THỰC TRẠNG VÀ MÔ HÌNH

NGUYỄN THÀNH LONG

Hoạt động khởi nghiệp đã và đang trở thành làn sóng có sức lan tỏa mạnh mẽ trong xã hội, cộng đồng doanh nghiệp và thế hệ trẻ ở Việt Nam. Tuy nhiên, việc tiếp cận vốn đang là rào cản lớn của khu vực doanh nghiệp khởi nghiệp. Để thúc đẩy sự phát triển của hệ sinh thái doanh nghiệp khởi nghiệp Việt Nam, việc xây dựng thị trường vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp là việc làm cần thiết trong bối cảnh hiện nay. Bài viết khảo sát thực trạng các nguồn vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp, từ đó đề xuất mô hình thị trường vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam.

Từ khóa: Doanh nghiệp khởi nghiệp, thị trường vốn, cộng đồng doanh nghiệp

BUILDING THE CAPITAL MARKET FOR START-UP BUSINESS IN VIETNAM

Nguyen Thanh Long

Entrepreneurship activities have become a wave with strong spillover in society, business community and young generation in Vietnam. However, access to capital is currently a major difficulty for startups. Therefore, in order to promote the development of Vietnam's startup business ecosystem, building a capital market for startups is essential in the current context. The paper examines the current situation of capital sources for startups, thereby proposing a capital market model for startups in Vietnam.

Keywords: Entrepreneurship, capital market, business community

Ngày nhận bài: 14/4/2020

Ngày hoàn thiện biên tập: 27/4/2020

Ngày duyệt đăng: 4/5/2020

Tổng quan về các nguồn vốn hỗ trợ phát triển doanh nghiệp khởi nghiệp

Nguồn lực tài chính là một trong những cấu phần quan trọng của hệ sinh thái khởi nghiệp sáng tạo. Đối với các doanh nghiệp khởi nghiệp (DNKN), nguồn tài chính đầu tiên xuất phát từ vốn của chính mình và của các cộng sự, người thân. Sau giai đoạn này, ngoài nội lực, thì các DNKN có thể quan tâm tới các nguồn

vốn từ các tổ chức, cá nhân chuyên nghiệp khác như:

Quỹ đầu tư mạo hiểm

Đầu tư mạo hiểm (ĐTMH) là hoạt động đầu tư vào các DNKN có tiềm năng phát triển. Đây là hình thức đầu tư cổ phần, chuyên nghiệp nhưng có rủi ro cao. Nguồn vốn ĐTMH có thể được thu hút từ cá nhân, tổ chức, quỹ hưu trí, quỹ đầu tư, định chế tài chính, DN, Chính phủ... Thông thường, nguồn vốn này xuất phát từ các Quỹ ĐTMH. Đây chính là hình thức tài trợ vốn cho DNKN phổ biến hiện nay. Quỹ ĐTMH tập trung vào các DNKN có tiềm năng phát triển đột phá. Những thành viên tham gia góp vốn vào các Quỹ ĐTMH thường là các nhà đầu tư (NĐT) chuyên nghiệp, chẳng hạn như các cá nhân nhiều tiềm lực tài chính, các ngân hàng đầu tư và các tổ chức tài chính khác. Nhiều NĐT tham gia không chỉ đóng góp tài chính, mà có thể đóng góp cho DNKN cả về kỹ năng, chuyên môn nghiệp vụ quản lý và kỹ thuật. Đối với các DNKN, trong giai đoạn 2 năm đầu mới hoạt động, nguồn vốn từ Quỹ ĐTMH là chủ yếu, do các DN này chưa tiếp cận được với vốn tín dụng của các tổ chức tín dụng hoặc thị trường vốn dành cho công chúng.

Khảo sát cho thấy, các quốc gia phát triển ngày càng quan tâm, khuyến khích phát triển các quỹ ĐTMH, thay vì sử dụng vốn ngân sách nhà nước để hỗ trợ các DNKN. Hiện nay, Israel và Mỹ đi đầu về các hoạt động này. Tỷ trọng vốn ĐTMH ở 2 quốc gia này đạt gần 0,4% GDP. Về giá trị tuyệt đối, thì phần vốn này của Mỹ, ước đạt gần 70 tỷ USD, chiếm khoảng 86,6% tổng vốn mạo hiểm toàn khối OECD.



Hoạt động của các Quỹ ĐTMH tại khu vực châu Á - Thái Bình Dương ngày càng sôi động hơn và đã tiếp cận quy mô như tại Mỹ...

Tuy nhiên, hình thức gọi vốn từ các quỹ mạo hiểm cũng có những hạn chế nhất định, đặc biệt trong cách cấp vốn cho DNKN. Quỹ ĐTMH rót vốn theo dạng hợp đồng góp vốn, trở thành một cổ đông của DN, có quyền điều hành và chi phối quyết định của nhà sáng lập. Trong quá trình đầu tư và vận hành DN, nếu có sự bất ổn nào, Quỹ ĐTMH có thể thu hẹp quy mô cấp vốn. Đối với các quỹ đầu tư quốc tế, hoạt động của họ phải chịu các rủi ro về kinh tế và chính trị. Do là nguồn vốn ĐTMH, chấp nhận rủi ro cao để đạt được lợi nhuận vượt trội, nên các quyết định đầu tư của Quỹ chỉ được đưa ra, dựa trên những ý tưởng đột phá, kế hoạch kinh doanh và kế hoạch tài chính mạch lạc, rõ ràng. Vì vậy, để có thể tiếp cận, thu hút được vốn từ quỹ, các DNKN phải vượt qua các vòng lựa chọn kỹ lưỡng. Cần lưu ý, ngoài Quỹ ĐTMH, còn có một loại hình quỹ đầu tư khác: Quỹ vốn cổ phần riêng lẻ cũng huy động vốn từ các NĐT chuyên nghiệp và đều tài trợ cho DN nhỏ, tiềm năng phát triển cao, rủi ro thu hồi vốn cao. Tuy nhiên, giữa 2 loại hình quỹ này có sự khác biệt dựa trên các đặc điểm sau: (i) Loại hình DN là đối tượng được nhận vốn đầu tư; (ii) Quy mô vốn đầu tư; (iii) Lượng cổ phần nhận được từ hoạt động đầu tư; (iv) Vòng đời của DN tiếp nhận vốn đầu tư. Các Quỹ ĐTMH tập trung vào các DNKN mới thành lập (thường là dưới hai năm), chủ yếu là các DN công nghệ cao có tiềm năng phát triển. Các Quỹ ĐTMH thường đa dạng hóa hoạt động đầu tư của mình, nắm giữ cổ phần không chi phối và thường là ít hơn 50% vốn cổ phần tại các DN này. Trong khi đó, các quỹ PE tập trung vào các DN nhỏ có tuổi đời hoạt động dài hơn và có doanh thu nhất định. Các quỹ PE, không quá chú trọng tới sự phát triển đột biến của DN, mà chỉ đầu tư vào các DN bị thị trường định giá quá thấp so với giá trị thực của DN. Quy mô đầu tư từ các quỹ này thường lớn, chi phối và nắm giữ từ 50% trở lên, hình thức đầu tư cũng đa dạng hơn, ví dụ như vốn vay. Như vậy, việc đầu tư của các Quỹ ĐTMH thường là mạo hiểm và rủi ro hơn.

Hoạt động gọi vốn cộng đồng

Gọi vốn cộng đồng (VCD) là loại hình huy động tài chính nhằm thu hút một lượng đóng góp nhỏ, định kỳ từ nhiều NĐT để tài trợ cho các dự án kinh doanh, khởi nghiệp, gây dựng DN xã hội hoặc phát triển sản phẩm, các chiến dịch gây quỹ từ thiện thông qua các nền tảng điện tử trung gian. Có nhiều hình thức gọi

VCD, ví dụ như bán trước, đổi vốn lấy cổ phần, đổi vốn lấy tài sản mã hóa, đổi vốn lấy nợ, góp vốn từ thiện... Trong các hình thức gọi VCD, hình thức đổi vốn lấy cổ phần là phổ biến hơn cả.

Ưu điểm của mô hình gọi VCD là quy trình đơn giản, dễ tiếp cận, mức độ cạnh tranh thấp hơn so với tiếp cận nguồn vốn ĐTMH. DNKN có thể dễ dàng đàm phán và đưa ra các điều khoản hợp đồng có lợi hơn so với quỹ ĐTMH mạo hiểm. Các nền tảng gọi VCD cũng cung cấp dịch vụ tư vấn cho DN về chiến lược huy động vốn. Tuy nhiên, nguồn vốn từ hoạt động gọi VCD thường ở quy mô nhỏ, không phù hợp với những dự án khởi nghiệp có tính chất phức tạp và nhu cầu vốn lớn.

Hoạt động của nhà đầu tư thiên thần

NĐT thiên thần là những cá nhân có tiềm lực tài chính lớn, sẵn sàng đầu tư vào DNKN ở giai đoạn đầu sau khi hình thành ý tưởng, hoặc giai đoạn sau khi DN hình thành nhưng còn khó khăn về tài chính. NĐT thiên thần không nhất thiết phải là các NĐT chuyên nghiệp, nhưng hầu hết các NĐT chuyên nghiệp đều có những hoạt động của NĐT thiên thần. Các khoản tài trợ vốn của các NĐT thiên thần thường được đổi lấy cổ phiếu thông thường, ưu đãi hoặc vốn vay có thể chuyển đổi thành cổ phiếu.

Ưu điểm của kênh cấp vốn thông qua các NĐT thiên thần là việc dễ tiếp cận đối với DNKN ở giai đoạn bắt đầu hình thành. Các khoản đầu tư này thường không áp dụng điều khoản kiểm soát hoạt động của công ty. Vai trò của các NĐT không chỉ là cung cấp vốn, mà còn tư vấn chiến lược, giám sát, thu hút nguồn lực hỗ trợ DNKN, động viên, hướng dẫn, hỗ trợ về kỹ năng và tinh thần cho các cá nhân sáng lập DNKN (Politis, 2008). Tuy nhiên, do là nguồn vốn từ các cá nhân, nên quy mô vốn đầu tư này còn khá hạn chế và tính chất lòng leo của khoản đầu tư có thể dẫn đến sự bất đồng quan điểm, gây ảnh hưởng tới sự phát triển của DNKN.

Mô hình thị trường vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp

Thị trường vốn cho DNKN là một nhân tố quan trọng, cấu thành hệ sinh thái khởi nghiệp. Thị trường vốn truyền thống cho DNKN có một số đặc điểm sau:

(1) Thị trường vốn truyền thống cho DNKN được tổ chức theo hình thức phi tập trung, thỏa thuận trực tiếp giữa bên đầu tư và nhận đầu tư. Khung pháp lý áp dụng cho hoạt động là Luật DN, Luật Thương mại, hoặc Luật Dân sự theo quy định của từng quốc gia. Với tính chất giao dịch thỏa thuận, thương lượng

song phương, các chủ thể tham gia thị trường vốn cho DNKN thường là những định chế, cá nhân có mạng lưới quan hệ rộng, đóng vai trò trung gian kết nối giữa các NĐT tiềm năng (bên mua) và các DNKN hoặc NĐT hiện tại (bên bán).

(2) Khi đã đủ điều kiện chào bán ra công chúng, cổ phiếu phát hành theo hình thức chào bán ra công chúng của DNKN là một dạng cổ phiếu đại chúng chưa niêm yết. Sau khi tiến hành IPO lần đầu, công ty cũng chuyển từ loại hình công ty cổ phần tư nhân sang công ty đại chúng, đặt dưới sự quản lý của cơ quan quản lý nhà nước trong lĩnh vực chứng khoán và tuân thủ các quy định của pháp luật chứng khoán. Các DN này có nghĩa vụ công bố thông tin theo quy định. Sau đó, cổ phiếu phát hành có thể được giao dịch khớp lệnh tập trung nếu đủ điều kiện niêm yết trên các nền tảng giao dịch chứng khoán (GDCK), GDCK hoặc giao dịch thỏa thuận trên thị trường phi tập trung.

Trên thực tế, giao dịch cổ phần DNKN trên thị trường tập trung không phải là một phương thức giao dịch phổ biến trong khu vực khởi nghiệp. Với sự phát triển của công nghệ, nhiều hoạt động giao dịch cổ phiếu của các DNKN đã ra đời. Điểm khác biệt giữa các nền tảng giao dịch cổ phiếu của DNKN với các hệ thống giao dịch cổ phiếu thông thường có thể nhận diện như sau:

Thứ nhất, đây là thị trường vốn dưới chuẩn, với đối tượng chính là cổ phiếu của các DNKN. Về thiết kế và tổ chức thị trường, nhìn chung cũng được thiết kế trên cùng cơ sở hạ tầng và cơ chế vận hành giống như các thị trường chính thức. Về tiêu chí, điều kiện chào bán, phát hành và niêm yết, các DNKN được áp dụng bộ tiêu chí tối giản hơn, phù hợp với các đối tượng DN tham gia thị trường là các DNKN và DN nhỏ và vừa. Nghĩa vụ về công bố thông tin và duy trì niêm yết, thời gian, quy trình thủ tục, và chi phí xét duyệt cũng được giảm bớt so với các thị trường chính.

Thứ hai, nền tảng này cho phép gắn kết hoạt động chào bán sơ cấp với giao dịch thứ cấp. Sau khi phát hành, các cổ phiếu này cũng được đăng ký giao dịch ngay trên nền tảng giao dịch cổ phiếu của các DNKN.

Thứ ba, NĐT tham gia nền tảng giao dịch này chủ yếu là NĐT chuyên nghiệp, bao gồm các quỹ ĐTMH, quỹ vốn cổ phần riêng lẻ, các NĐT thiên thần hoặc các tổ chức cá nhân là NĐT chuyên nghiệp. Một số quốc gia cho phép NĐT cá nhân tham gia giao dịch trên nền tảng giao dịch cổ phiếu của các DNKN, tuy nhiên có quy định hạn chế quy mô đầu tư của các NĐT cá nhân...

Thực trạng thị trường vốn doanh nghiệp khởi nghiệp Việt Nam và mô hình đề xuất

Kể từ năm 2016 trở lại đây, Việt Nam đã thực sự quan tâm đến phát triển DNKN. Với mục tiêu hướng đến “Quốc gia khởi nghiệp”, Chính phủ đã có nhiều chính sách hỗ trợ, thúc đẩy khu vực DNKN phát triển. Nghị quyết số 35/NQ-CP của Chính phủ ngày 16/5/2016 về hỗ trợ và phát triển DN đến năm 2020 xác định: Nhà nước có chính sách đặc thù để hỗ trợ DN nhỏ và vừa, DNKN, DN đổi mới sáng tạo và có tiềm năng tăng trưởng cao phát triển. Tháng 6/2017, Luật Hỗ trợ DN nhỏ và vừa được Quốc hội thông qua, tạo nền tảng pháp lý quan trọng cho các hoạt động hỗ trợ DNKN ở Việt Nam. Ngày 11/3/2018, Chính phủ ban hành Nghị định số 38/2018/NĐ-CP quy định chi tiết về quản lý và hoạt động của các Quỹ ĐTMH. Chỉ thị số 09/CT-TTg của Thủ tướng Chính phủ ban hành ngày 18/2/2020 cũng đã tạo điều kiện thuận lợi để hình thành sân chơi chuyên nghiệp cho các NĐT mạo hiểm, thúc đẩy mạnh mẽ hơn nữa các nguồn lực đầu tư, đặc biệt là đầu tư từ khu vực tư nhân cho các đối tượng là DNKN. Nhờ đó, hoạt động khởi nghiệp đã và đang trở thành làn sóng có sức lan tỏa mạnh mẽ trong xã hội, cộng đồng DN và thế hệ trẻ ở Việt Nam trong thời gian gần đây.

Theo thống kê của Tạp chí Echelon (Singapore), Việt Nam hiện có khoảng 3.000 DNKN sáng tạo, tăng gần gấp 2 lần so với số liệu cuối năm 2017 (khoảng 1.800 DN). Khoảng 40 cơ sở ươm tạo khởi nghiệp, tổ chức thúc đẩy kinh doanh đang hoạt động trên cả nước. Về hoạt động tài chính, hiện có khoảng 40 quỹ đầu tư mạo hiểm đang hoạt động tại Việt Nam. Một thống kê khác của Bộ Khoa học và Công nghệ cho thấy, tính trong 2 năm 2018-2019, tổng số DNKN sáng tạo chiếm đa số về mặt số lượng các DN xin đăng ký mới (chiếm 90% tổng số các DN xin đăng ký mới). Tốc độ tăng trưởng của các DNKN sáng tạo tăng gấp nhiều lần so với DN lớn.

Nguồn đầu tư vào các DNKN sáng tạo tại Việt Nam chủ yếu đến từ các quỹ đầu tư khởi nghiệp sáng tạo, tập đoàn lớn, các tổ chức thúc đẩy kinh doanh và NĐT cá nhân. Nhìn chung, việc huy động vốn, kêu gọi đầu tư của các DNKN sáng tạo đang ngày càng diễn ra sôi động ở Việt Nam. Theo Topica Founder Institute, năm 2018, tổng vốn đầu tư mà các DNKN sáng tạo Việt Nam nhận được là 205 triệu USD, tăng 46% so với năm 2017 (137 triệu USD), chủ yếu từ các NĐT nước ngoài. Đầu tư cho các DNKN sáng tạo Việt Nam cũng có xu hướng tập trung hơn, mặc dù tổng vốn DNKN kêu gọi được



tăng đáng kể, nhưng số thương vụ lại giảm, chỉ 50 thương vụ.

Theo thống kê của tổ chức Topica Founder Institute, năm 2018, Việt Nam tiếp nhận 92 thương vụ đầu tư khởi nghiệp sáng tạo với tổng số vốn hơn 291 triệu USD, tăng gần gấp đôi về mặt số lượng thương vụ và gần 50% về mặt tổng số vốn đầu tư so với năm 2017 (50 thương vụ với 205 triệu USD). Trong số đó, có 8 thương vụ thoái vốn thành công thông qua mua bán và sáp nhập trị giá 128 triệu USD. Năm 2016, giá trị đầu tư là 137 triệu USD và giá trị thoái vốn là khoảng 300 triệu USD. Năm 2017-2018, cũng chứng kiến sự tham gia của nhiều tập đoàn của Việt Nam trong việc đầu tư cho DNKN sáng tạo như Quỹ Đầu tư của FPT, Quỹ Đầu tư của Viettel, Quỹ sáng tạo CMC...

Theo thống kê của Tạp chí Echelon (Singapore), Việt Nam hiện có khoảng 3.000 doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo, tăng gần gấp 2 lần so với số liệu cuối năm 2017 (khoảng 1.800 doanh nghiệp). Khoảng 40 cơ sở ươm tạo khởi nghiệp, tổ chức thúc đẩy kinh doanh đang hoạt động trên cả nước. Về hoạt động tài chính, hiện có khoảng 40 quỹ đầu tư mạo hiểm đang hoạt động tại Việt Nam.

Tuy nhiên, thị trường vốn cho DNKN hiện nay của Việt Nam mới chỉ manh nha và chưa phải là một thị trường hoàn chỉnh. Do vậy, trong thời gian tới, Việt Nam cần tập trung triển khai một số giải pháp trọng tâm sau:

Thứ nhất, xây dựng khung pháp lý hoàn chỉnh cho thị trường vốn DNKN sáng tạo. Tạo cơ chế tài chính ưu đãi khuyến khích hoạt động góp vốn đầu tư cộng đồng, hoạt động của các quỹ ĐTMH, các NĐT thiên thần chịu rủi ro cao... Gỡ bỏ các hạn chế sở hữu đối với NĐT nước ngoài góp vốn cho hoạt động khởi nghiệp...

Thứ hai, thiết kế một nền tảng điện tử cho thị trường giao dịch độc lập, được tổ chức, vận hành bởi Sở GDCK. Sở GDCK và cơ quan quản lý thị trường cần được miễn trừ trách nhiệm đối với thông tin cung cấp bởi DNKN. Trách nhiệm này nằm ở chính DNKN và các tổ chức trung gian, cung cấp dịch vụ huy động vốn cho DNKN.

Thứ ba, để thúc đẩy hoạt động huy động vốn cho DNKN, cần thiết lập một số cơ chế hỗ trợ vận hành hoạt động thị trường chứng khoán, cụ thể như:

- Cho phép một số công ty chứng khoán lớn, có uy tín để tư vấn, lập hồ sơ phát hành, chào bán, bảo lãnh,

thu xếp vốn cho DNKN.

- Cần có sự phối hợp chặt chẽ giữa các cơ quan quản lý thị trường và cơ quan đăng ký kinh doanh, bảo đảm sự hợp lý trong việc chứng nhận tính đổi mới, sáng tạo của DNKN.

- Thiết lập các kênh, phương thức chào bán phù hợp cho việc huy động vốn cho DNKN. Một số quốc gia giới thiệu hình thức gọi VCĐ như tại Malaysia, Mỹ, Hàn Quốc... Một số cơ chế khác có thể được áp dụng như chào bán theo phương thức giảm trừ điều kiện cho phép DNKN chào bán rộng rãi tới NĐT chuyên nghiệp và chào bán hạn chế tới các NĐT cá nhân. Song song với các phương thức phát hành đại chúng nêu trên, thì vẫn tập trung cho phương thức phát hành riêng lẻ cho NĐT chuyên nghiệp.

Để khuyến khích và phát triển cơ sở NĐT cho DNKN, có thể cân nhắc áp dụng các chính sách, cơ chế thuế như: Tiết giảm một phần thuế thu nhập, hoặc tính một phần đầu tư vào các quỹ ĐTMH, các DNKN vào chi phí DN đối với NĐT tham gia thị trường này.

Đối với nền tảng giao dịch thứ cấp, việc hình thành thị trường thứ cấp, sẽ giúp thị trường vốn hoạt động ổn định và hiệu quả, thực hiện được đầy đủ chức năng huy động vốn và chức năng phân bổ vốn theo tín hiệu thị trường. Tuy nhiên, khác với thị trường chính thức, cần kiểm soát hoạt động của NĐT, chỉ các NĐT mới được phép được tham gia giao dịch trên thị trường này. Về phương thức giao dịch, thanh toán, đăng ký, lưu ký, giám sát giao dịch, công bố thông tin thì có thể áp dụng các chức năng, lệnh giao dịch trong đó ưu tiên các phương pháp giao dịch của NĐT chuyên nghiệp, ví dụ như giao dịch thỏa thuận và báo cáo kết quả giao dịch. Nội dung về công bố thông tin của DNKN cũng cần tiết giảm hơn so với các quy định áp dụng cho công ty đại chúng trên thị trường chứng khoán...

Tài liệu tham khảo:

1. Luật Chứng khoán năm 2013;
2. Luật Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa số 04/2017/QH14;
3. Nghị định số 60/2015/NĐ-CP hướng dẫn thi hành một số điều Luật Chứng khoán và Luật sửa đổi bổ sung một số điều của Luật Chứng khoán;
4. Nghị định số 86/2016/NĐ-CP quy định điều kiện đầu tư, kinh doanh chứng khoán;
5. Worldbank (2018), *Tech Startup Ecosystem in West Bank and Gaza, Findings and Recommendations*.

Thông tin tác giả:

TSKH. Nguyễn Thành Long

Chủ tịch Hội đồng quản trị HNX

Email: longnt@hnx.vn