

HUY ĐỘNG VỐN CỦA DOANH NGHIỆP KHỞI NGHIỆP THÔNG QUA THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN

LƯU MINH SANG

Vấn đề huy động vốn của doanh nghiệp khởi nghiệp luôn gặp nhiều trở ngại do sự bất tương thích giữa “khẩu vị” rủi ro của những kênh huy động vốn truyền thống và những đặc thù của doanh nghiệp khởi nghiệp. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy, việc mở rộng phạm vi thị trường chứng khoán truyền thống để kết nối với hoạt động huy động vốn của doanh nghiệp khởi nghiệp mang lại nhiều hệ quả tích cực. Bài viết tập trung phân tích vấn đề huy động vốn của doanh nghiệp khởi nghiệp qua thị trường chứng khoán và đưa ra một số kiến nghị cho Việt Nam.

Từ khóa: Doanh nghiệp khởi nghiệp, vốn, thị trường chứng khoán

MOBILIZATION OF CAPITAL OF START-UP ENTERPRISES THROUGH THE SECURITIES MARKET

Luu Minh Sang

Capital raising of start-up businesses always faces many obstacles due to the incompatibility between the risks of traditional capital mobilization channels and the characteristics of startup businesses. International experience shows that expanding the scope of traditional stock markets to connect with capital mobilization activities of start-ups has many positive consequences. The article analyzes the problem of raising capital of start-ups through the stock market and makes some recommendations for Vietnam.

Key words: Entrepreneurship, capital, stock market

Ngày nhận bài: 10/4/2020

Ngày hoàn thiện biên tập: 20/4/2020

Ngày duyệt đăng: 27/4/2020

Tổng quan về vốn và huy động vốn đối với doanh nghiệp khởi nghiệp

Tại Việt Nam, doanh nghiệp khởi nghiệp (DNKN) được hiểu là những doanh nghiệp (DN) gắn với đổi mới sáng tạo, được thành lập để thực hiện ý tưởng, mô hình kinh doanh mới và có khả năng tăng trưởng nhanh (Điều 3 Luật Hỗ trợ DN vừa và nhỏ 2017).

DNKN có thể tiếp cận nguồn vốn thông qua

những kênh sau đây: (1) Vốn tự có; (2) Vốn hỗ trợ, ưu đãi của Chính phủ; (3) Vốn đầu tư của nhà đầu tư thiên thần; (4) Vốn huy động từ cộng đồng; (5) Vốn đầu tư của Quỹ đầu tư mạo hiểm; (6) Vốn vay ngân hàng thương mại; (7) Vốn huy động từ thị trường chứng khoán thông qua phát hành trái phiếu, cổ phiếu (Lê Thị Minh Ngọc, 2020).

Nghiên cứu của Berger and Udell (1998) cho thấy, chu trình phát triển và quy mô của DNKN quyết định nhu cầu về vốn và phương thức huy động vốn của DNKN. Theo đó, nhu cầu vốn và khả năng huy động vốn sẽ tỷ lệ thuận với vòng đời và quy mô DN. Điều đó đồng nghĩa, ở những giai đoạn đầu, khả năng tiếp cận nguồn vốn của DNKN là khó khăn. Điều này xuất phát từ các đặc tính cố hữu của DNKN như tính dễ “tồn thương”, dễ thất bại, rủi ro cao, thiếu thốn tài sản hữu hình làm tài sản thế chấp cho các khoản vay, khả năng công bố thông tin kém, mô hình quản trị DN chưa định hình.

Với những đặc điểm kể trên, việc tiếp cận nguồn vốn từ kênh tín dụng ngân hàng hay qua thị trường chứng khoán truyền thống là cực kỳ khó khăn, thậm chí là không thể đối với DNKN. Bởi hoạt động cấp tín dụng của ngân hàng và hoạt động huy động vốn qua thị trường chứng khoán truyền thống chịu sự ràng buộc khắt khe của những điều kiện về tính an toàn, minh bạch thông qua những chỉ số được định lượng rõ ràng về lợi nhuận, giá trị tài sản hay mức độ rủi ro.

Theo một số nghiên cứu thực nghiệm, tỷ lệ thất bại của các DNKN có thể vượt qua mốc 70% (Statistic Brain, 2017), (Matt Carrigan, 2020). Điều đó cho thấy,



số lượng một DNKN đến được quá trình đại chúng hóa thông qua việc chào bán chứng khoán lần đầu ra công chúng trên thị trường chứng khoán theo cách hiểu truyền thống chỉ là thiểu số. Đồng nghĩa, phần lớn các DNKN có quy mô hoạt động rất nhỏ, nhỏ hoặc vừa.

Vì các lý do trên, nhiều quốc gia đã nhanh chóng xây dựng và hình thành hệ sinh thái khởi nghiệp để “ươm mầm” cho các DNKN bằng nhiều chính sách khuyến khích các nhóm đối tượng đầu tư vốn hỗ trợ thúc đẩy các DNKN. Kinh nghiệm của nhiều quốc gia cho thấy, việc mở rộng phạm vi thị trường chứng khoán và xây dựng thị trường dành riêng cho DNKN là một chính sách hỗ trợ DNKN huy động vốn hiệu quả (John Thompson, 2017). Thị trường chứng khoán là một bộ phận không thể thiếu trong một hệ sinh thái khởi nghiệp hoàn chỉnh và hiệu quả của một quốc gia.

Kinh nghiệm quốc tế về tổ chức thị trường chứng khoán cho doanh nghiệp khởi nghiệp

Một thừa nhận mang tính toàn cầu rằng, gia nhập thị trường chứng khoán truyền thống là một thách thức khó có thể vượt qua đối với các DN nhỏ và vừa (DNNVV). Đặc biệt, các DNNVV là DNKN lại là một động lực tăng trưởng quan trọng đối với mỗi quốc gia. Để tạo điều kiện cho các DNNVV có thể tiếp cận nguồn vốn thông qua thị trường chứng khoán, nhiều quốc gia đã tiến hành xây dựng các sàn/hệ thống/nền tảng giao dịch dành riêng cho các DNNVV (sau đây gọi chung là sàn giao dịch). Một số quốc gia còn xây dựng sàn giao dịch chứng khoán với những cơ chế đặc thù dành cho các DNNVV là các DNKN.

Theo thống kê từ Hiệp hội các sở giao dịch thế giới (WFE) vào cuối năm 2017, số lượng sàn giao dịch dành cho DNNVV tại các khu vực trên thế giới lần lượt như sau: Bắc Mỹ có 4 sàn, 24 sàn tại khu vực châu Âu, Trung Đông và châu Phi, 15 sàn tại khu vực châu Á – Thái Bình Dương (John Thompson, 2017). Từ các kết quả nghiên cứu thực nghiệm của WFE hay của Ủy ban châu Âu (John Thompson, 2017) cho thấy, các sàn giao dịch dành cho DNNVV đã trở thành một kênh hỗ trợ hữu hiệu cho các DNNVV trong việc huy động vốn và giúp các nhà đầu tư thoái vốn dễ dàng, nhanh chóng, tiết kiệm chi phí.

Thể chế và cách vận hành sàn giao dịch dành cho DNNVV của các quốc gia không hoàn toàn giống nhau nhưng vẫn tồn tại nhiều điểm chung, cụ thể như sau: (i) Quy định về điều kiện niêm yết đối với các DNNVV sẽ được giảm thiểu đáng kể so với niêm

yết tại các sàn giao dịch chính thức; (ii) Trình tự, thủ tục niêm yết được đơn giản hóa để giảm chi phí; (iii) nghĩa vụ về công bố thông tin, quản trị công ty, báo cáo và các nghĩa vụ khác liên quan đến quan hệ với nhà đầu tư cũng được giảm thiểu; (iv) Thiết lập nên những thiết chế trung gian hỗ trợ thị trường như nhà tạo lập thị trường, nhà tư vấn, tổ chức độc lập đánh giá tín nhiệm và rủi ro nhằm hỗ trợ thị trường, cũng như bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư.

Mặc dù vậy, đối với các DNKN, đặc biệt là các DN mới, siêu nhỏ hoặc trong lĩnh vực đặc thù như công nghệ, việc tiếp cận các sàn giao dịch dành cho DNNVV cũng không hoàn toàn dễ dàng. Đa phần các sàn giao dịch dành cho các DNNVV đều được thiết kế dành cho các DNNVV nói chung, điều này gây nên những khó khăn nhất định đối với các DNKN.

Để giải quyết vấn đề này, Hàn Quốc là một trong những quốc gia điển hình và tiên phong trong việc thiết lập một sàn giao dịch dành riêng cho các DNKN - Sàn Giao dịch chứng khoán Korea New Exchange (KONEX). KONEX được thành lập năm 2013 với mục tiêu hỗ trợ cho các DNKN (những DNNVV có tiềm năng tăng trưởng cao) có thể tiếp cận nguồn vốn trực tiếp từ thị trường vốn. Phương thức vận hành của KONEX được thiết kế như một thị trường giao dịch chứng khoán truyền thống, nhưng được cải cách để phù hợp với những đặc thù của các DNKN. DNKN được giảm đáng kể các gánh nặng về điều kiện gia nhập thị trường (niêm yết). Đồng thời, nghĩa vụ công bố thông tin, nghĩa vụ tuân thủ chuẩn mực kế toán quốc tế hay yêu cầu về quản trị công ty cũng được giảm hoặc miễn. Trình tự, thủ tục tiến hành niêm yết đơn giản và nhanh chóng (10 ngày) và chi phí thấp (OECD, 2016).

Từ năm 2015, để hỗ trợ cho các DNKN và bảo vệ nhà đầu tư, KONEX thông qua các cố vấn chỉ định để làm đầu mối liên kết giữa KONEX, DNKN niêm yết và nhà đầu tư. Theo đó, các công ty muốn niêm yết tại KONEX phải ký một hợp đồng dịch vụ tư vấn với một công ty chứng khoán (cố vấn chỉ định). Công ty chứng khoán này thực hiện tư vấn về điều kiện niêm yết, đánh giá năng lực, cung cấp những hướng dẫn tuân thủ, đồng thời trở thành một đầu mối liên lạc chính giữa công ty và sàn giao dịch (OECD, 2016). Công ty chứng khoán cũng đóng vai trò là một nhà bảo lãnh phát hành trong trường hợp DNKN tiến hành chào bán chứng khoán ra công chúng.

Với việc tạo điều kiện cho các DNKN huy động vốn, vấn đề bảo vệ quyền lợi của nhà đầu tư cũng được tính đến. Rủi ro khi đầu tư tại KONEX luôn

ở mức cao so với hoạt động đầu tư tại các sàn giao dịch chính vì tính rủi ro là đặc thù của DNKN. Hơn nữa, sự bất cân xứng thông tin là rất lớn trong thị trường này khi nghĩa vụ về công bố thông tin và các chuẩn mực kế toán ở mức thấp. Vì vậy, nhà đầu tư tại KONEX cũng bị giới hạn trong phạm vi nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp (Quỹ Đầu tư mạo hiểm, định chế tài chính, nhà đầu tư thiên thần...) và những nhà đầu tư không phải là nhà đầu tư chuyên nghiệp nhưng có tiềm lực tài chính với số tiền gửi tối thiểu 30 triệu Won.

Kể từ khi thành lập, KONEX đạt được sự tăng trưởng đáng kể. Vốn hóa thị trường đã tăng khoảng 13 lần, từ 0,5 nghìn tỷ Won lên 6,3 nghìn tỷ Won vào cuối năm 2018. Số lượng các công ty niêm yết tăng từ 21 lên 153. Giá trị giao dịch hàng ngày tăng 12 lần, từ 390 triệu KRW lên 48 tỷ Won. Năm 2019, Ủy ban Dịch vụ Tài chính Hàn Quốc tiếp tục có những cải cách về thể chế để thúc đẩy KONEX trở thành cầu nối hỗ trợ các DNNVV phát triển và là nền tảng cho các nhà đầu tư mạo hiểm thoát ra và tái đầu tư (FSC, 2019).

Kinh nghiệm của Hàn Quốc cho thấy, để hỗ trợ cho DNKN huy động vốn, nước này không chỉ dừng lại ở việc thiết lập một sở giao dịch dành riêng cho đối tượng này, mà còn thiết lập một hệ thống hỗ trợ DNKN theo từng giai đoạn và liên thông trực tiếp với thị trường chứng khoán. Các DNKN mới có thể tiến hành huy động vốn từ cộng đồng thông qua một cổng trực tuyến. Các nhà đầu tư có thể bán chứng khoán chưa niêm yết tại thị trường giao dịch dành cho DNKN chưa niêm yết, tại đây các DNKN cũng có thể tiếp tục kêu gọi góp vốn, cũng như nhận được những hỗ trợ về đào tạo và tư vấn. Khi DNKN đủ điều kiện sẽ được khuyến khích và tư vấn để niêm yết chứng khoán tại KONEX; đồng thời, một hệ thống mua bán và sáp nhập cũng được vận hành song song thúc đẩy các hoạt động đầu tư vốn.

Thực trạng huy động vốn của doanh nghiệp khởi nghiệp thông qua thị trường chứng khoán Việt Nam

Theo Báo cáo toàn cầu 2017/18 của Mạng lưới khởi nghiệp toàn cầu (GEN), chỉ số về tài chính cho kinh doanh tại Việt Nam chỉ đạt 2,27/5 điểm và đứng thứ 39 trong tổng số 54 nước tham gia khảo sát. Đáng chú ý, có tới 90% DNKN tại Việt Nam thất bại trong 3 năm đầu tiên, do không đủ vốn để tiếp tục dự án khởi nghiệp. Chỉ thị số 09/CT-TTg ngày 18/02/2020 của Thủ tướng Chính phủ về tạo điều kiện cho DNKN sáng tạo khẳng định: “Phản ánh của cộng đồng khởi nghiệp sáng tạo (hay còn

gọi là startup) cho thấy, hệ sinh thái khởi nghiệp sáng tạo của nước ta còn tồn tại nhiều khó khăn, rào cản, kém sức cạnh tranh so với các nước khác trong khu vực”.

Thực tế cho thấy, vấn đề huy động vốn của DNKN tại Việt Nam vẫn còn gặp rất nhiều khó khăn. Khung pháp lý đối với các hình thức đầu tư đặc thù như gọi vốn từ cộng đồng, nhà đầu tư thiên thần, quỹ đầu tư mạo hiểm đều chưa hoàn thiện, thiếu tính đồng bộ; chưa có cơ chế để giúp các nhà đầu tư thoái vốn thông qua các hệ thống giao dịch có tổ chức như thị trường chứng khoán. Các điều kiện gia nhập thị trường chứng khoán truyền thống ngày càng được siết chặt, hướng đến chất lượng và sự minh bạch cao theo tinh thần của Luật Chứng khoán 2019.

Vấn đề huy động vốn của doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam còn gặp nhiều khó khăn. Khung pháp lý đối với các hình thức đầu tư đặc thù như gọi vốn từ cộng đồng, nhà đầu tư thiên thần, quỹ đầu tư mạo hiểm chưa hoàn thiện, thiếu tính đồng bộ; chưa có cơ chế giúp các nhà đầu tư thoái vốn thông qua các hệ thống giao dịch có tổ chức như thị trường chứng khoán.

Trong bối cảnh đó, để gỡ nút thắt về huy động vốn cho DNKN, việc thiết lập một thị trường chứng khoán dành riêng cho DNKN cần sớm được triển khai trên thực tế. Khung pháp lý cho hoạt động này đã bắt đầu hình thành với mức độ nguyên tắc. Năm 2019, Luật Chứng khoán năm 2019 quy định: “Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam và công ty con được tổ chức thị trường giao dịch chứng khoán cho chứng khoán đủ điều kiện niêm yết; chứng khoán của DN nhà nước, công ty trách nhiệm hữu hạn một thành viên do DN nhà nước nắm giữ 100% vốn điều lệ chuyển đổi thành công ty cổ phần; chứng khoán của các DN khác chưa đủ điều kiện niêm yết; chứng khoán của DNKN sáng tạo; chứng khoán phái sinh và các loại chứng khoán khác theo quy định của Chính phủ” (Điều 42). Quy định này đã tạo cơ sở pháp lý cho việc vận hành một sàn giao dịch chứng khoán dành riêng cho các DNKN dưới sự chủ trì của Sở Giao dịch Chứng khoán Việt Nam. Ở góc độ chính sách, Thủ tướng Chính phủ tại Chỉ thị số 09/CT-TTg của Bộ Tài chính chủ trì, phối hợp với các bộ, ngành liên quan nghiên cứu, xây dựng Đề án thành lập sàn giao dịch vốn cho DNKN sáng tạo, báo cáo Thủ tướng Chính phủ trong năm 2020 - 2021.

Như vậy, dưới góc độ chính sách, việc huy động vốn của DNKN qua thị trường chứng khoán dường



như đã mở. Vấn đề trước mắt là việc xây dựng khung pháp lý chi tiết và tính toán các phương án triển khai phù hợp với thực trạng của DNKN tại Việt Nam cũng như mục tiêu phát triển của hệ sinh thái khởi nghiệp tại Việt Nam.

Một số kiến nghị, đề xuất

Ở Việt Nam, các kênh huy động vốn đặc thù cho DNKN còn tương đối mới. Điều này đồng nghĩa, việc mở rộng phạm vi thị trường chứng khoán để thiết lập thị trường dành riêng cho DNKN cần tiếp tục được nghiên cứu và triển khai từng bước. Trước mắt, để tháo gỡ khó khăn về vốn cho DNKN Việt Nam, tác giả đưa ra một số đề xuất, kiến nghị như sau:

Thứ nhất, về xây dựng khung pháp lý. Luật Chứng khoán 2019 đã ghi nhận về mặt nguyên tắc thẩm quyền tổ chức thị trường chứng khoán dành riêng cho các DNKN sáng tạo. Tuy nhiên, để triển khai cần sớm nghiên cứu, xây dựng khung pháp lý chi tiết, trong đó tập trung vào những vấn đề chính như sau: (1) Điều kiện niêm yết và tiêu chí đánh giá DNKN; (2) Khung nghĩa vụ đối với các DNKN niêm yết; (3) Cơ chế giao dịch; (4) Cách thức bảo vệ quyền lợi nhà đầu tư; (5) Các thiết chế trung gian là chủ thể kinh doanh chứng khoán chuyên nghiệp để làm cầu nối hiệu quả giữa các nhóm đối tượng. Hàn Quốc là một trong những quốc gia điển hình mà Việt Nam có thể tham khảo kinh nghiệm trong xây dựng chính sách và khung pháp lý cho các vấn đề này.

Thứ hai, Chính phủ rà soát toàn diện các chính sách về xây dựng hệ sinh thái khởi nghiệp để sửa đổi, bổ sung nhằm tạo tính đồng bộ, liên thông, kết nối trong hoạt động huy động vốn của DNKN. Khung pháp lý về các hoạt động đầu tư của nhà đầu tư thiên thần, quỹ đầu tư mạo hiểm, huy động vốn từ cộng đồng cần sớm được ban hành và kết nối được với thị trường chứng khoán. Những đối tượng này sẽ là nhà đầu tư chủ yếu, lực lượng nòng cốt góp phần tạo lập nên thị trường chứng khoán dành riêng cho DNKN.

Thứ ba, Việt Nam đang thực hiện tái cơ cấu thị trường chứng khoán, trong đó có việc cơ cấu lại Sở giao dịch chứng khoán. Đây là cơ hội tốt cho việc thiết lập sàn giao dịch dành riêng cho DNKN. Hiện tại, hệ thống đăng ký giao dịch dành cho các công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCOM) có mô hình hoạt động tương đồng với một sàn giao dịch dành cho DNNVV của nhiều nước. Vì thế, có thể tận dụng nền tảng của hệ thống giao dịch UPCOM để triển khai thêm sàn giao dịch dành cho DNKN.

Thứ tư, việc thiết lập và vận hành sàn giao dịch dành cho DNKN cần thực thi và triển khai qua nhiều giai đoạn. Trong giai đoạn đầu, để đảm bảo sự ổn định và an toàn, nhà đầu tư tham gia thị trường chỉ nên giới hạn ở những nhà đầu tư thiên thần, quỹ đầu tư mạo hiểm và các nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp. Vì những nhà đầu tư này có khả năng và nguồn lực để đánh giá rủi ro, đánh giá tiềm năng tăng trưởng của các DNKN. Đồng thời, chính sách thuế đối với hoạt động đầu tư thông qua thị trường dành cho DNKN cũng cần được thiết kế theo hướng ưu đãi, có thể miễn thuế trong những năm đầu tiên vận hành thị trường để khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư.

Tài liệu tham khảo:

1. Quốc hội, Luật Chứng khoán 2019;
2. Thủ tướng Chính phủ (2020), Chỉ thị số 9/CT-TTg ngày 18/02/2020 của Thủ tướng Chính phủ về tạo điều kiện cho doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo;
3. Lê Thị Minh Ngọc (2020), Hình thức huy động vốn của các doanh nghiệp đổi mới sáng tạo, Tạp chí Tài chính, 724, 67-69;
4. Anna Söderblom, Mikael Samuelsson (2014), Sources of capital for innovative startup firm: An empirical study of the Swedish situation, Naringspolitiskt Forum Report; <https://bom.to/yTuqTH>;
5. Statistic Brain (2017), Startup Business Failure Rate By Industry, Industry Analysis, <https://www.statisticbrain.com/startup-failure-by-industry/>;
6. Matt Carrigan (2020), 2019 Small Business Failure Rate: Startup Statistics by Industry, National Business Capital & Services, <https://bom.to/3nfpvv>;
7. The World Federation of Exchanges (2018), An overview of SME Market, <https://bom.to/QLmu8K>;
8. The KONE Listing Regulation;
9. The KONE Market Business Regulation;
10. Financial Services Comision - FSC (2019), korea next exchange (konex) to be revitalized, Press Release;
11. OECD (2016), OECD Economic Surveys: Korea 2016, OECD Publishing, Paris, PP.111-113;
12. Berger A.N., Udell G.F., 1998, The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, Journal of Banking and Finance, 22(6-8): 613-673;
13. John Thompson (2017), Markets for the Public Listing and Trading of Securities of SMEs: A Survey of International Experience and Good Practices, the Small and Medium Business Agency, as part of EU project EBESM;
14. GEM (2018), Global Report 2017/2018, Global Entrepreneurship Research Association.

Thông tin tác giả:

ThS. Lưu Minh Sang

Trường Đại học Kinh tế - Luật, Đại học Quốc gia TP. Hồ Chí Minh

Email: sanglm@uel.edu.vn