

Đổi mới sáng tạo là một trong những động lực tăng trưởng chính của nhiều nền kinh tế trong dài hạn, đặc biệt là một quốc gia đang phát triển như Việt Nam. Để xây dựng môi trường phát triển bền vững, thuận lợi, hỗ trợ cho sự phát triển của khu vực khởi nghiệp sáng tạo, một trong các ưu tiên chính sách cấp thiết là việc kiến tạo thị trường vốn với đầy đủ cơ chế hỗ trợ, minh bạch và thuận lợi cho hoạt động phát hành và chuyển nhượng vốn đầu tư. Bài viết này nghiên cứu đặc tính và vai trò của doanh nghiệp khởi nghiệp (DNKN); kinh nghiệm quốc tế trong việc thiết lập và vận hành thị trường vốn cho DNKN; phân tích, đánh giá thực trạng, từ đó kiến nghị mô hình và lộ trình xây dựng thị trường vốn dành cho DNKN tại Việt Nam.

Từ khóa: Thị trường vốn DNKN, vốn khởi nghiệp, khởi nghiệp sáng tạo.

1. Doanh nghiệp khởi nghiệp và thị trường vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp

Theo Steve Blank (2010), DNKN được hiểu là các doanh nghiệp mới thành lập nhằm mục đích tìm kiếm và thiết lập các mô hình kinh doanh mới. Khác với các doanh nghiệp thông thường được thiết lập theo các mô hình kinh doanh truyền thống, DNKN ưu tiên tập trung nguồn lực để sáng tạo, phát triển các sản phẩm, dịch vụ mới và có thể nhân rộng mô hình kinh doanh riêng biệt này. Để có thể đạt được những mục tiêu này, các mô hình khởi nghiệp thường được xây dựng trên nền tảng và ứng dụng công nghệ. Đặc trưng của mô hình DNKN là những tổ chức chưa có lịch sử, thậm chí là không có báo cáo tài chính quá khứ, phụ thuộc vốn cá nhân của những người đầu tư hoặc đồng sáng lập và xác suất tồn tại không cao.

1.1. Vai trò của hoạt động khởi nghiệp sáng tạo trong nền kinh tế

Nhiều quốc gia coi khởi nghiệp sáng tạo như một động lực quan trọng nhất để tăng trưởng kinh tế, thay vì sử dụng đầu tư nước ngoài hoặc thương mại quốc tế hoặc cầu nội địa. Khởi nghiệp sáng tạo có thể tác động đến tăng trưởng kinh tế thông qua nhiều hình thức khác nhau, chẳng hạn như những đổi mới trong quy trình sản xuất, cung ứng hoặc tạo ra những sản phẩm, dịch vụ mới. Những nhà khởi nghiệp hàng đầu như Bill Gates, Michael Dell, Henry Ford, Andrew Carnegie hay Thomas Edison... tạo ra những sự thay đổi mang tính cách mạng, đột phá trong nhiều ngành công nghiệp. Các doanh nhân khởi nghiệp sáng tạo còn giúp tăng năng suất và hiệu quả hoạt động thông qua lợi thế cạnh tranh. Họ có thể sử dụng kiến thức mới, công nghệ mới để đưa ra các sản phẩm, dịch vụ thay thế trên thị trường, mà người tiêu dùng ưa thích hơn (Stel et.al, 2005). Nhìn chung, có rất nhiều phương thức DNKN đóng góp vào tăng trưởng kinh tế, nhưng có thể khái quát hóa trong ba hình thái (Audretsch and Thurik, 2004): (i) Lan tỏa tri thức thúc đẩy tăng trưởng nội sinh; (ii) Gia tăng cạnh tranh thông qua việc thành lập nhiều doanh nghiệp mới; (iii) Tạo ra nhiều sản phẩm, dịch vụ mới cho thị trường thông qua sự đa dạng hóa ngành nghề lĩnh vực hoạt động của các DNKN.

Khởi nghiệp sáng tạo đáp ứng nhu cầu về công ăn việc làm. Tại Hoa Kỳ, DNKN cung ứng khoảng 20% tổng số việc làm, trong đó các doanh nghiệp có mức tăng trưởng cao cung ứng tới 50% tổng số việc làm tạo ra. Các DNKN thường có quy mô nhỏ và phần lớn thất bại sau khoảng 10 năm đầu tiên, trong khi các DNKN thành công lại không phát triển lên mà thường duy trì quy mô nhỏ. Bên cạnh đó, cũng có một tỷ lệ nhỏ các doanh nghiệp trẻ có mức tăng trưởng cao và tạo được nhiều công việc. Những doanh nghiệp này bù đắp cho gần như toàn bộ việc làm bị mất khi các doanh nghiệp khác thất bại và phá sản.

1.2. Hệ sinh thái hỗ trợ hoạt động khởi nghiệp sáng tạo

Hệ sinh thái khởi nghiệp là một hệ thống được tạo ra bởi chính các DNKN và các tổ chức, cá nhân liên quan nhằm thúc đẩy sự ra đời và phát triển các doanh nghiệp này. Theo Ngân hàng Thế giới (WB, 2018), tổng thể hệ sinh thái khởi nghiệp bao gồm các chủ thể và các cấu phần:

Chính phủ và các cơ quan quản lý nhà nước: Tạo dựng cơ chế, chính sách để thúc đẩy sự phát triển về quy mô của cả hệ sinh thái; thúc đẩy sự gắn kết các mối quan hệ tương tác giữa các chủ thể khác trong hệ sinh thái khởi nghiệp.

Các viện nghiên cứu, trường đại học và các tổ chức giáo dục khác: Truyền bá kỹ năng và khơi dậy tinh thần khởi nghiệp thông qua các chương trình nghiên cứu, đào tạo, phổ biến kiến thức, kinh nghiệm cho các doanh nhân.

Cộng đồng DNKN, các hiệp hội kinh doanh, câu lạc bộ...: Tạo dựng không gian cộng tác, phối hợp cùng phát triển; thiết lập các cơ chế kết nối, sự gắn kết, tương tác lẫn nhau để hỗ trợ hoạt động khởi nghiệp.

Các nhà tài trợ, bao gồm Chính phủ, các tổ chức tín dụng, các nhà đầu tư chuyên nghiệp (nhà đầu tư thiên thần, quỹ đầu tư mạo hiểm...): Cung cấp vốn cho DNKN phát triển.

1.3. Nguồn vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp

Nguồn lực tài chính là một trong những cấu phần quan trọng của hệ sinh thái hỗ trợ hoạt động khởi nghiệp sáng tạo. Đối với các DNKN, nguồn tài chính đầu tiên xuất phát từ vốn của chính họ 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, trong đó đặc biệt là thị trường vốn dành cho DNKN.

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. Với tính chất giao dịch thỏa thuận, chủ yếu 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 nhà đầu tư tiềm năng (bên mua) và các DNKN hoặc nhà đầu tư hiện tại (bên bán). Chúng ta có thể tạm phân loại các nguồn cung vốn cho DNKN trên thị trường vốn như sau:

[1] Quỹ đầu tư mạo hiểm (VC): Là loại hình quỹ chuyên đầu tư vào các DNKN có tiềm năng phát triển cao. Đây là hình thức đầu tư chuyên nghiệp nhưng có rủi ro cao, song lại là hình thức tài trợ vốn phổ biến cho các DNKN. Những thành viên tham gia góp vốn vào các quỹ đầu tư mạo hiểm thường là các nhà đầu tư 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 nhà đầu tư tham gia không chỉ đóng góp tài chính, mà có thể đóng góp cho các DNKN cả kỹ năng, chuyên môn nghiệp vụ trong quản lý và kỹ thuật. Đối với các DNKN trong giai đoạn hai năm đầu mới hoạt động thì nguồn vốn từ các quỹ đầu tư mạo hiểm là phổ biến nhất, do các doanh nghiệp này không thể tiếp cận được với vốn tín dụng từ các tổ chức tín dụng hoặc thị trường vốn dành cho công chúng.

Các quốc gia phát triển ngày càng quan tâm hơn trong việc khuyến khích hình thành các quỹ đầu tư mạo hiểm, thay vì sử dụng vốn ngân sách nhà nước để phát triển các DNKN. Israel và Hoa Kỳ là các quốc gia đi đầu về các hoạt động này, theo đó tỷ trọng vốn đầu tư mạo hiểm ở hai quốc gia này đạt gần 0,4% GDP. Về giá trị tuyệt đối thì phần vốn này của Hoa Kỳ đạt gần 70 tỷ USD, chiếm khoảng 86,6% tổng vốn mạo hiểm toàn khối Tổ chức Hợp tác và Phát triển kinh tế (OECD).

[2] Quỹ cộng đồng: Đây là loại hình quỹ nhằm thu hút một lượng đóng góp nhỏ, định kỳ từ nhiều nhà đầu tư để tài trợ cho các dự án khởi nghiệp thông qua các nền tảng điện tử trung gian. Có nhiều hình thức gọi vốn cộng đồng, như bán trước, đổi vốn lấy cổ phần (ECF), đổi vốn lấy tài sản mã hóa, đổi vốn lấy nợ, góp vốn từ thiện... Trong đó, hình thức ECF là phổ biến nhất.

Đổi vốn lấy cổ phần gần như là một hình thức của chào bán cổ phiếu ra công chúng thông qua các nền tảng trung gian với các yêu cầu và nghĩa vụ công bố thông tin của doanh nghiệp phát hành cổ phần được nới lỏng. Với tính chất rủi ro cao và nới lỏng quy định chào bán, cổ phần được phát hành qua hình thức này thường được xếp loại là cổ phiếu không được đăng ký chào bán rộng rãi, chịu sự quản lý từ cơ quan quản lý tài chính, song mức độ giám sát không chặt chẽ như cổ phiếu thông thường, chỉ được chào bán cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc chỉ được chào bán với một giá trị nhất định cho các nhà đầu tư cá nhân. Đây được gọi là cơ chế chào bán, phát hành giảm trừ điều kiện.

[3] Nhà đầu tư thiên thần: Là những cá nhân có tiềm lực tài chính lớn và sẵn sàng đầu tư vào DNKN ở giai đoạn đầu sau khi hình thành ý tưởng hoặc giai đoạn sau khi doanh nghiệp đã được hình thành nhưng còn gặp khó khăn về tài chính. Nhà đầu tư thiên thần không nhất thiết phải là các nhà đầu tư chuyên nghiệp, nhưng hầu hết các nhà đầu tư chuyên nghiệp đều có những hoạt động của nhà đầu tư thiên thần. Các khoản tài trợ vốn của các nhà đầu tư thiên thần thường được

đổi lấy cổ phiếu thông thường, ưu đãi hoặc vốn vay có thể chuyển đổi thành cổ phiếu. Thông thường các nhà đầu tư thiên thần là những chuyên gia, cựu doanh nhân có hiểu biết và chuyên môn sâu trong lĩnh vực mà DNKN thực hiện, có mối quan hệ rộng rãi với các chuyên gia cũng như các nhà đầu tư cá nhân khác. Đối tượng đầu tư của các nhà đầu tư thiên thần là những DNKN mới bắt đầu hình thành và xây dựng sản phẩm cũng như mô hình kinh doanh.

2. Kinh nghiệm quốc tế về tổ chức thị trường vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp

Thị trường vốn dành cho DNKN được tổ chức theo mô hình tập trung thường tùy thuộc vào kinh nghiệm, khuôn khổ pháp lý, cũng như mức độ phát triển thị trường khởi nghiệp của từng quốc gia. Một số mô hình thị trường dành cho DNKN khá thành công trên thế giới tại các quốc gia có mô hình kinh tế và văn hóa khá tương đồng với Việt Nam như Hàn Quốc, Malaysia, Đài loan.

2.1. Thị trường khởi nghiệp Hàn Quốc

Thị trường khởi nghiệp Hàn Quốc (KSM) được chính thức khai trương ngày 16/11/2016. Về bản chất, KSM là một nền tảng giao dịch trực tuyến ứng dụng công nghệ blockchain để hỗ trợ việc huy động vốn của DNKN trên thị trường. Sở Giao dịch chứng khoán Hàn quốc (KRX) ứng dụng công nghệ độc quyền Coinstack do Bocko - một công ty khởi nghiệp công nghệ cung cấp để xây dựng, quản lý và vận hành KSM.

Thị trường khởi nghiệp Hàn Quốc được xây dựng nhằm các mục đích thúc đẩy đầu tư vào các DNKN. KSM tạo cho nhà đầu tư cơ hội sử dụng công cụ giao dịch cổ phiếu của DNKN và cung cấp cơ chế thoái vốn đầu tư vào DNKN cho nhà đầu tư. KSM cũng giúp thông tin được công khai, minh bạch giữa bên bán và bên mua vì thị trường mở cửa cho cả các nhà đầu tư cá nhân. Bên cạnh đó, KSM cũng giúp hỗ trợ khu vực khởi nghiệp, tiếp tục đóng góp vào định hướng phát triển DNKN của Chính phủ Hàn Quốc; hoàn thiện chuỗi thị trường hỗ trợ niêm yết cho DNKN của Hàn Quốc, từ huy động vốn cộng đồng đến nuôi dưỡng nguồn cung hàng hóa cho các thị trường KONEX và KOSDAQ.

Đối tượng DNKN trên KSM là chủ yếu là các công ty công nghệ với tiềm năng tăng trưởng lớn. Để được đăng ký giao dịch trên KSM, DNKN cần có được khuyến nghị của các nhà đầu tư hoặc quỹ hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV) của Chính phủ. Bên cạnh việc cung cấp giải pháp công nghệ hỗ trợ DNKN, KSM cũng giúp các doanh nghiệp đăng ký giao dịch trên KSM có nhiều cơ hội để tiếp xúc với các quỹ đầu tư mạo hiểm hơn. Hơn nữa, KSM còn chủ động tư vấn các doanh nghiệp đăng ký giao dịch về các thủ tục đăng ký niêm yết trên KOSDAQ. Đồng thời, KRX cũng đưa ra các quy định đặc biệt giúp các công ty đăng ký giao dịch trên KSM có thể dễ dàng chuyển niêm yết trên KOSDAQ hơn.

Luật Chứng khoán của Hàn Quốc cho phép cả nhà đầu tư chuyên nghiệp và nhà đầu tư cá nhân tham gia trên KSM. Tuy nhiên, đối với nhà đầu tư cá nhân thì được phép đầu tư vào một công ty trong một năm tối đa là 2 triệu won (khoảng 2.000 USD), được đầu tư vào nhiều công ty nhưng tổng giá trị đầu tư tối đa không quá 5 triệu won/năm (khoảng 5.000 USD).

2.2. Thị trường LEAP - Malaysia

Theo quy định của Luật Chứng khoán Malaysia, hoạt động phát hành, chào bán, giao dịch chứng khoán trên các thị trường chứng khoán bao gồm cả thị trường khởi nghiệp do Sở Giao dịch chứng khoán tự tổ chức, không cần xin phép Ủy ban Chứng khoán. LEAP (hệ thống hỗ trợ doanh nghiệp là thị trường mới) do Sở Giao dịch chứng khoán Malaysia phát triển và vận hành nhằm phục vụ nhu cầu huy động vốn trên thị trường chứng khoán của các doanh nghiệp mới, DNNVV. Thị trường LEAP được thiết kế để tổ chức giao dịch cho các doanh nghiệp mới hình thành và/hoặc các doanh nghiệp có mức độ rủi ro cao hơn các doanh nghiệp niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Malaysia.

Doanh nghiệp tham gia LEAP là công ty đăng ký hoạt động đại chúng được thành lập tại Malaysia; phải có 1 công ty tư vấn chịu trách nhiệm bảo lãnh đối với các nội dung về tiêu chuẩn niêm yết; có ngành nghề kinh doanh cụ thể, hoạt động độc lập. Doanh nghiệp đăng ký tham gia LEAP chỉ cần có 10% số cổ phiếu phát hành ra công chúng tại thời điểm đăng ký phát hành trên LEAP. Thị trường LEAP chỉ dành cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp.

2.3. GISA - Đài Loan

Năm 2013, Ủy ban Giám sát tài chính Đài Loan (FSC) chấp thuận nền tảng huy động vốn cộng đồng (ECF) nhằm hỗ trợ DNKN tại Đài Loan. Nền tảng này được gọi là GISA do Sở Giao dịch chứng khoán Taipei (TPEX) quản lý và vận hành. GISA là một trong số ít những nền tảng gọi vốn cộng đồng trên thế giới có sự bảo trợ và tham gia của Chính phủ. Theo quy định của FSC, cổ phần phát hành trên GISA là dạng cổ phần miễn trừ, không phải tuân thủ quy định đăng ký và công bố thông tin theo Điều 22 Luật Chứng khoán Đài Loan về chào bán cổ phần ra công chúng.

Với mục tiêu xây dựng kênh huy động vốn hỗ trợ tăng trưởng của các DNNVV có mô hình kinh doanh đổi mới sáng tạo, GISA hướng tới các DNKN ở nhiều giai đoạn phát triển khác nhau, hoạt động trong các lĩnh vực khoa học công nghệ hoặc có yếu tố đổi mới sáng tạo. Cơ chế chứng nhận về tính đổi mới sáng tạo của DNKN có sự tham gia tích cực của các bên thứ ba độc lập trong hệ sinh thái khởi nghiệp của Đài Loan, cụ thể TPEX yêu cầu DNKN đăng ký tham gia GISA phải vượt qua quá trình thẩm định mức độ sáng tạo, đổi mới của mô hình kinh doanh nhằm đảm bảo mục tiêu hỗ trợ DNKN sáng tạo của thị trường.

Nền tảng GISA cho phép DNKN chào bán cổ phần tới các nhà đầu tư thông qua nền tảng điện tử do TPEX phát triển. Bên cạnh đó, GISA còn kết hợp với các công ty kế toán, kiểm toán cung cấp các chương trình hỗ trợ DNKN xây dựng hệ thống quản lý tài chính nội bộ, quản trị, báo cáo tài chính... cho DNKN, trong đó GISA sẽ trực tiếp hỗ trợ DNKN ở giai đoạn tư vấn trước khi được tham gia nền tảng GISA và giai đoạn chào bán vốn cổ phần sau khi đã tham gia GISA.

Thực tế cho thấy, để có thể hỗ trợ trực tiếp cho DNKN, GISA cần sự hỗ trợ rất lớn từ ngân sách của Chính phủ cho các chi phí môi giới và tư vấn. Sau khi DNKN đạt đủ điều kiện để tiến hành chào bán cổ phần lần đầu trước khi chính thức được đăng ký trên GISA, DNKN cần lựa chọn và ký hợp đồng tư vấn với bên thứ ba cung cấp dịch vụ cổ đông được chỉ định. Bên tư vấn này sẽ cung cấp dịch vụ quản lý quan hệ cổ đông, phân phối cổ phần và hỗ trợ công ty trong quá trình phát hành cũng như sau phát hành. Đối với đợt chào bán cổ phần lần đầu, công ty đăng ký tham gia GISA có thể phát hành cho đối tượng nhà đầu tư chuyên nghiệp hoặc cho toàn bộ công chúng đầu tư. Các hoạt động chào bán trước và sau khi tham gia GISA đều phải được thực hiện qua hệ thống của GISA.

Trong quá trình huy động vốn trước và sau khi tham gia GISA, DNKN giữ vai trò chủ động trong nghĩa vụ công bố thông tin về đợt chào bán, lựa chọn nhà đầu tư tham gia góp vốn, đề xuất giá cổ phiếu chào bán, cũng như trong việc trao đổi, thương lượng với các nhà đầu tư tiềm năng. Công việc lưu ký, thanh toán sau khi đợt chào bán kết thúc do công ty cung cấp dịch vụ cổ đông được chỉ định thực hiện. TPEX đóng vai trò tổ chức vận hành nền tảng, cho phép các bên có liên quan tham gia giao dịch chào bán trên nền tảng, hỗ trợ DNKN công bố thông tin trước đợt chào bán và giám sát nghĩa vụ công bố thông tin sau khi đã trở thành công ty đăng ký trên GISA.

Đồng thời, GISA không quy định cụ thể về điều kiện hạn chế chuyển nhượng đối với cổ phần doanh nghiệp tham gia GISA. GISA không tổ chức thị trường giao dịch thứ cấp cho cổ phần DNKN đã phát hành trên GISA.

Phần lớn các DNKN tham gia GISA được chính quyền địa phương hoặc đơn vị độc lập đề cử, bao gồm các viện nghiên cứu tư nhân, trung tâm ươm tạo DNKN, các trường đại học... TPEX thiết lập quan hệ đối tác với các đơn vị này, qua đó hỗ trợ các DNKN xây dựng hệ thống tài chính, quản trị, tiếp cận với nguồn vốn trên thị trường tài chính. Hiện nay, TPEX đã liên kết với hơn 60 tổ chức đề cử, bao gồm các chính quyền thành phố, hiệp hội ngành nghề, trường đại học, viện nghiên cứu và các tổ chức ươm tạo tư nhân. Tính trung bình, hơn 50% số lượng DNKN tham gia đăng ký GISA nhận được chứng nhận/đề cử từ 5 đơn vị đề cử chính gồm các chính quyền địa phương và viện nghiên cứu khoa học công nghệ uy tín của Đài Loan.

Nền tảng gọi vốn GISA cho phép cả nhà đầu tư chuyên nghiệp và nhà đầu tư cá nhân tham gia thị trường. Tuy nhiên, GISA áp dụng giới hạn đầu tư khoảng 5.000 USD/năm đối với nhà đầu tư cá nhân.

3. Thực trạng thị trường vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp

3.1. Hệ thống pháp lý huy động vốn

Các quy định của pháp luật chứng khoán hiện hành về chào bán hiện tại cho phép công ty cổ phần được thực hiện chào bán ra công chúng và chào bán riêng lẻ. Tuy nhiên, các quy định hiện nay chưa phù hợp, gây khó khăn cho hoạt động huy động vốn của DNKN. Điều kiện niêm yết chứng khoán theo Luật Chứng khoán cũ yêu cầu cao đối với các DNKN. Điều kiện niêm yết tại Sở Giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) được quy định lần lượt tại Điều 53, 54 Nghị định số 58/2012/NĐ-CP và Khoản 15 Điều 1 Nghị định số 60/2015/NĐ-CP. Đối với thị trường công ty đại chúng chưa niêm yết (UPCoM), tiêu chí tham gia trên UPCoM được quy định tại Điều 56 Nghị định số 58/2012/NĐ-CP và Thông tư số 180/2015/TT-BTC. Tiêu chí để được đăng ký giao dịch trên UPCoM là doanh nghiệp phải là công ty đại chúng theo luật. Theo Điều 25 Luật Chứng khoán số 70/2006/QH11, công ty đại chúng được định nghĩa là công ty đã thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng, công ty được niêm yết tại sở giao dịch chứng khoán hoặc công ty có cổ phiếu được ít nhất 100 nhà đầu tư nhỏ lẻ sở hữu và có vốn điều lệ từ 10 tỷ đồng trở lên. Như vậy, các tiêu chí trên không phù hợp với điều kiện của đa số DNKN ở Việt Nam hiện nay.

Tuy nhiên, Luật Chứng khoán năm 2019 cho phép sở giao dịch chứng khoán tổ chức thị trường cổ phần của DNKN. Ngoài ra còn có các quy định khác cũng đã tạo nên nền tảng pháp lý cơ bản cho sự hình thành của thị trường vốn cho DNKN như: (i) Nghị định số 38/2018/NĐ-CP ngày 11/3/2018 của Chính phủ quy định chi tiết về đầu tư cho DNNVV khởi nghiệp sáng tạo, trong đó nêu rõ địa vị pháp lý của các công ty đầu tư khởi nghiệp sáng tạo, quỹ đầu tư khởi nghiệp sáng tạo mà hệ thống pháp luật của Việt Nam hiện nay chưa quy định hoặc chưa quy định rõ ràng; (ii) Quyết định số 242/QĐ-TTg ngày 28/02/2019 của Thủ tướng Chính phủ phê duyệt Đề án cơ cấu lại thị trường chứng khoán và thị trường bảo hiểm đến năm 2020, định hướng đến năm 2025 đã có quy định ban đầu về cơ sở pháp lý cho hoạt động gọi vốn cộng đồng.

3.2. Thực trạng huy động vốn và chuyển nhượng vốn cổ phần

Năm 2018 ghi nhận nhiều thành công của hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo tại Việt Nam. Theo đó, các tập đoàn kinh tế lớn đã tăng cường đầu tư cho hệ sinh thái khởi nghiệp sáng tạo¹; các DNKN Việt Nam tạo ấn tượng với những khoản gọi vốn đầu tư lớn² và đạt được những thành công nhất định. Tuy nhiên, theo Báo cáo của Phòng Thương mại và Công nghiệp Việt Nam (VCCI) và Cơ quan Phát triển Quốc tế Hoa Kỳ (USAID) năm 2018, phần lớn DNKN của Việt Nam đang ở giai đoạn định hình mô hình kinh doanh (chiếm 36% số lượng doanh nghiệp được khảo sát) và giai đoạn bắt đầu có doanh thu (chiếm 50% số lượng doanh nghiệp khảo sát). Kinh nghiệm quốc tế cho thấy ở những giai đoạn này, nhu cầu tiếp cận nguồn vốn là rất cần thiết để DNKN có thể duy trì hoạt động và tích lũy nguồn lực phát triển trong giai đoạn tiếp theo, bởi với đặc điểm doanh nghiệp nhỏ, không có dữ liệu tài chính lịch sử, chưa có dòng tiền ổn định, thiếu hụt nguồn lực phát triển. Việc tiếp cận các nguồn vốn mạo hiểm rất khó khăn.

Theo thống kê của Bộ Kế hoạch và Đầu tư, số lượng DNKN tại Việt Nam đã tăng lên hơn 3.000 doanh nghiệp. Năm 2019 có 851 triệu USD được đầu tư vào các DNKN Việt Nam. Sau khi Nghị định số 38/2018/NĐ-CP có hiệu lực, một số quỹ đầu tư mới đã ra đời, như Startup Viet Partners, Quỹ đầu tư mạo hiểm 100 tỷ đồng của Việt Nam, chuyên đầu tư vào các giải pháp công nghệ cho các DNNVV tại Việt Nam. Nhiều tổ chức ở cả khu vực tư nhân và khu vực công đều hướng tới việc hoàn thiện ý tưởng, công nghệ và liên kết với các trường đại học, viện nghiên cứu. Trong giai đoạn 2016 - 2018, khu vực khởi nghiệp Việt Nam cũng ghi nhận sự phát triển đột phá về đầu tư khởi nghiệp từ nguồn vốn nước ngoài với những tên tuổi lớn bắt đầu tham gia thị trường, như SEA, UTC Investments, Starchart PE, Goldman Sachs, Mekong Capital.

¹ Vinacapital thành lập Quỹ đầu tư Vinacapital Ventures (100 triệu USD); Vingroup thành lập Quỹ hỗ trợ khởi nghiệp và Quỹ hỗ trợ nghiên cứu khoa học và công nghệ có vốn đầu tư 2.000 tỷ đồng; Quỹ đầu tư mạo hiểm 300 triệu USD để hỗ trợ các ý tưởng sáng tạo đột phá về công nghệ.

² Foody - nền tảng kết nối ẩm thực trực tuyến đã gọi vốn thành công 64 triệu USD; Tiki.vn - trang thương mại điện tử nhận được khoản đầu tư 44 triệu USD từ quỹ đầu tư của Hàn Quốc, Trung Quốc; Sendo.vn - sàn giao dịch điện tử gọi vốn thành công 51 triệu USD từ các nhà đầu tư châu Á...

Bên cạnh đó mô hình câu lạc bộ, mạng lưới đầu tư cho khởi nghiệp đổi mới sáng tạo tại Việt Nam do các nhà đầu tư thiên thần liên kết thành lập đã bắt đầu được hình thành, như: VIC Impact, Hatch! Angel Network, IAngel và Angel4us. Đây là những dấu hiệu tích cực cho thấy hệ sinh thái khởi nghiệp tại Việt Nam đang ngày càng thu hút nhiều nguồn lực đa dạng nhằm thúc đẩy sự phát triển của DNKN trên thị trường.

4. Xây dựng thị trường vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam

Qua đánh giá thực trạng pháp lý cũng như hoạt động hiện nay của DNKN tại Việt Nam có thể thấy nhu cầu tiếp cận các nguồn vốn đầu tư cho các DNKN và DNKN sáng tạo là vô cùng cần thiết. Trên cơ sở, cần tổ chức một thị trường chuyên biệt nhằm cho phép huy động và thoái vốn đầu tư của các DNKN tại Việt Nam.

4.1. Mô hình tổ chức

Mô hình thị trường được tổ chức dưới sự quản lý của Bộ Tài chính với sự phối hợp hỗ trợ của Bộ Kế hoạch và Đầu tư. Thị trường do sở giao dịch chứng khoán tổ chức quản lý và vận hành. Trong đó các chủ thể chịu sự quản lý trực tiếp sẽ bao gồm: DNKN và công ty chứng khoán đóng vai trò là tổ chức tư vấn được chỉ định.

Thị trường sơ cấp: Có chức năng phát hành vốn cho DNKN. DNKN thực hiện phát hành riêng lẻ cho nhà đầu tư thông qua hệ thống do sở giao dịch chứng khoán cung cấp. DNKN chưa đại chúng đã đăng ký giao dịch trên hệ thống giao dịch sơ cấp do sở giao dịch chứng khoán cung cấp sẽ được xét duyệt phát hành riêng lẻ bởi sở giao dịch chứng khoán. Đối với DNKN chưa đại chúng chưa được sở giao dịch chứng khoán cấp phép giao dịch thứ cấp thì hồ sơ cấp phép phát hành riêng lẻ sẽ tiến hành theo quy định của Luật Chứng khoán mới. Đối tượng tham gia chỉ bao gồm nhà đầu tư chuyên nghiệp, nhà đầu tư nước ngoài, nhà đầu tư là pháp nhân. Đối với cá nhân thì cần nhắc chỉ cho phép đầu tư vào 1 công ty/dự án không quá 50 triệu đồng/năm và tổng các hạng mục đầu tư trong năm trên thị trường này không quá 100 triệu đồng.

Thị trường thứ cấp: Có chức năng thoái vốn đầu tư cho nhà đầu tư trong nước và quốc tế đầu tư vào DNKN. Đối với hoạt động giao dịch thứ cấp, DNKN sẽ phải đăng ký giao dịch với sở giao dịch chứng khoán thông qua tổ chức tư vấn được chỉ định; đăng ký lưu ký với Trung tâm Lưu ký Chứng khoán Việt Nam (VSD). Các nhà đầu tư tổ chức, nước ngoài và chuyên nghiệp không bị hạn chế giới hạn đầu tư. Các nhà đầu tư cá nhân chỉ được phép giao dịch tối đa 50 triệu/1 doanh nghiệp và tổng số vốn đầu tư không quá 100 triệu/năm. Đây là các quy định để hạn chế rủi ro và không khuyến khích các nhà đầu tư nhỏ lẻ, thiếu kiến thức tham gia vào thị trường DNKN trong giai đoạn đầu hình thành và phát triển để đảm bảo sự thành công của thị trường.

4.2. Tổ chức thực hiện

Luật Đầu tư cần được sửa đổi, trong đó loại trừ một số quy định về kiểm soát, giới hạn đầu tư đối với các tổ chức, nhà đầu tư nước ngoài đầu tư trên thị trường vốn DNKN được tổ chức trên sở giao dịch chứng khoán để tạo điều kiện thuận lợi về quy trình thủ tục và thời gian đầu tư. Điều này có thể giúp thị trường vốn cho DNKN phát triển mạnh mẽ hơn dưới sự quản lý của thị trường chứng khoán tập trung.

Thị trường vốn đặc thù cho DNKN cần được thành lập theo Luật Chứng khoán và Luật Đầu tư mới, trong đó hình thức đăng ký phát hành trên nền tảng hệ thống điện tử của sở giao dịch chứng khoán đối với DNKN cần có quy định hướng dẫn theo cơ chế miễn trừ điều kiện về lợi nhuận, thời gian hoạt động, báo cáo tài chính đầy đủ...; đồng thời cần hướng dẫn sở giao dịch chứng khoán tổ chức thị trường vốn DNKN theo cơ chế đặc thù về quản lý giao dịch, phát hành vốn cho DNKN.

Các quy định về gọi vốn cộng đồng cho DNKN cần được xem xét ban hành, cùng với quy định về quỹ đầu tư mạo hiểm, các quy định bổ sung áp dụng riêng cho thị trường DNKN, bao gồm cả các quy định về giao dịch, thuế, phí, chế độ kế toán, kiểm toán, công bố thông tin, lưu ký, thanh toán... Hơn nữa, cơ chế chia sẻ dữ liệu DNKN trên cổng thông tin điện tử quốc gia về khởi nghiệp theo cũng cần được hình thành nhằm đảm bảo quy định của Luật Hỗ trợ DNNVV và Nghị định số 38/2018/NĐ-CP về đầu tư khởi nghiệp sáng tạo.

Ngoài ra, tiêu chí xác định, xét duyệt, chứng thực tính đổi mới, sáng tạo trong mô hình kinh doanh của DNKN theo khái niệm tại Luật Hỗ trợ DNNVV cần được Bộ Khoa học và Công nghệ sớm ban hành để các DNKN có căn cứ triển khai được thuận lợi.

Tài liệu tham khảo

Tiếng Việt

1. Sách trắng doanh nghiệp Việt nam năm 2020, Nhà xuất bản Thống kê.

Tiếng Anh

2. Audretsch, D., Thurik, R., (2004), *Growth and Public Policy A Model of the Entrepreneurial Economy*, Discussion Papers on Entrepreneurship, 1204, pp.1-17.
3. Blank, S. (2010), *What's A Startup? First Principles*, Available at <https://steveblank.com/2010/01/25/whats-a-startup-first-principles/>.
4. Stel, A., Carree, M., Thurik, R., (2005), *The Effect of Entrepreneurial Activity on National Economic Growth*, Small Business Economics, 24, pp.311 - 321.
5. Guo, B., Lou, Y., and Perez-Castrillo, D. (2015), *Investment, Duration, and Exit Strategies for Corporate and Independent Venture Capital-Backed Start-Ups*, Journal of Economics & Management Strategy, 24 (2), 415 - 455. doi.org/10.1111/jems.12097.
6. Haltiwanger, John. (2012), *Job Creation and Firm Dynamics in the U.S*, in Innovation Policy and the Economy, Edited by Josh Lerner and Scott Stern.
7. Haltiwanger, John, Ron S. Jarmin, and Javier Miranda. (2013), *Who Creates Jobs? Small vs. Large vs. Young*, Review of Economics and Statistics 95(2): 347 - 61.
8. Hessels, J., Stel, A., (2011), *Entrepreneurship, Export Orientation, And Economic Growth.*, Small Business Economics, 37, p.255 - 268.
9. Reedy, E. J., and Robert E. Litan. (2011), *Starting Smaller; Staying Smaller: America's Slow Leak in Job Creation*, Kauffman Foundation Research Series: Firm Foundation and Economic Growth. At <http://www.kauffman.org/research-and-policy/starting-smaller-staying-smaller-americas-slow-leak-in-job-creation.aspx>.