

Sàn giao dịch chứng khoán cho doanh nghiệp khởi nghiệp

## **Kinh nghiệm của Hàn Quốc và gợi ý cho Việt Nam**

Gần đây, Hàn Quốc đã chuyển đổi chiến lược phát triển kinh tế theo hướng xây dựng nền kinh tế tri thức với trọng tâm là khuyến khích các doanh nghiệp khởi nghiệp đổi mới sáng tạo. Trong đó, Hàn Quốc được đánh giá là quốc gia tiên phong và thành công trong việc xây dựng sàn giao dịch chứng khoán chuyên biệt dành riêng cho doanh nghiệp khởi nghiệp - Sàn Giao dịch chứng khoán Korea New Exchange (KONEX). Kinh nghiệm về sàn giao dịch chứng khoán KONEX của Hàn Quốc là những gợi ý tốt cho Việt Nam trong quá trình nghiên cứu, tìm hướng khơi thông dòng vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp.

## 1. Kinh nghiệm của Hàn Quốc

Năm 2015, Hàn Quốc trở thành quốc gia đứng thứ 6 về xuất khẩu và là nền kinh tế lớn thứ 15 trên thế giới<sup>1</sup> nhờ chiến lược phát triển kinh tế dựa vào xuất khẩu đã thực hiện trong vài thập kỷ qua. Tuy nhiên, chiến lược này đã không còn đem lại những kết quả ấn tượng, tỷ lệ tăng trưởng trung bình của Hàn Quốc đã giảm từ 4,25% trong giai đoạn 2001 - 2011 xuống 2,75% trong giai đoạn 2011 - 2015, tỷ lệ lạm phát giai đoạn 2013 - 2015 duy trì ở mức 0,7% - thấp hơn nhiều mức lạm phát mục tiêu 2,5 - 3,5%. Nền kinh tế đứng trước nguy cơ giảm phát. Từ năm 2013, Tổng thống Hàn Quốc Park Geun-hye đã triển khai “Kế hoạch 3 năm đổi mới kinh tế” hướng tới xây dựng một nền kinh tế tri thức, chú trọng và khuyến khích phát triển các doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo. Theo đó, hằng năm, Chính phủ Hàn Quốc cam kết chi ngân sách 2,91 tỷ USD để hỗ trợ xây dựng và phát triển hệ sinh thái khởi nghiệp, tập trung vào hai tác nhân chủ yếu là doanh nghiệp khởi nghiệp và nhà đầu tư cho khởi nghiệp.

Doanh nghiệp khởi nghiệp sử dụng yếu tố công nghệ để tạo lợi thế cạnh tranh với một số đặc trưng cơ bản: (i) Tạo ra các sản phẩm dịch vụ mới chưa từng có trên thị trường; (ii) Có khả năng tăng trưởng nhanh và không giới hạn; (iii) Trên 90% doanh nghiệp khởi nghiệp thất bại<sup>2</sup>; (iv) Sử dụng yếu tố công

<sup>1</sup> Báo cáo khảo sát kinh tế Hàn Quốc (OECD) công bố tháng 5/2016.

<sup>2</sup> Theo thống kê của Hiệp hội đầu tư mạo hiểm Hoa Kỳ, đầu tư vào 10 doanh nghiệp khởi nghiệp thì chỉ được 1 thành công, nhưng là một thành công đột phá.

nghệ để tạo lợi thế cạnh tranh về sản phẩm, dịch vụ; (v) Chu kỳ sống bắt đầu từ giai đoạn ý tưởng và chỉ sau khi thử nghiệm thành công, các doanh nghiệp khởi nghiệp mới bắt đầu khởi sự kinh doanh, đăng ký thành lập doanh nghiệp.

Ở Hàn Quốc, các doanh nghiệp khởi nghiệp phần lớn là doanh nghiệp nhỏ và vừa (DNNVV), việc huy động vốn để đáp ứng nhu cầu sản xuất - kinh doanh rất khó khăn do những quy định ngặt nghèo về tài sản thế chấp. Việc huy động vốn trên các sàn như KOSDAQ (dành cho các doanh nghiệp trưởng thành, thời gian hoạt động trung bình từ 12 năm trở lên) hay sàn KOSPI (dành cho các công ty đại chúng lớn nhất, các nhà đầu tư lớn nhất và có tính thanh khoản cao nhất tại Hàn Quốc) cũng không khả thi do các doanh nghiệp này không đáp ứng được các điều kiện niêm yết trên sàn. Vì vậy, để hỗ trợ các doanh nghiệp khởi nghiệp tiếp cận nguồn vốn từ thị trường, cũng như tạo cơ chế thoái vốn dễ dàng hơn cho nhà đầu tư, tháng 7/2013, Chính phủ Hàn Quốc đã thành lập sàn KONEX. Về bản chất, sàn KONEX cũng giống như sàn giao dịch chứng khoán dành cho các công ty đại chúng, nhưng được thành lập riêng cho các doanh nghiệp khởi nghiệp và các DNNVV với điều kiện niêm yết, năng lực tài chính và hồ sơ pháp lý không quá chặt chẽ. Theo đó, các doanh nghiệp khởi nghiệp đăng ký trên sàn KONEX chỉ cần đáp ứng được 1/3 tổng số yêu cầu đăng ký trên sàn KOSDAQ, cụ thể doanh nghiệp khởi nghiệp đăng ký trên sàn KONEX chỉ cần đáp ứng một trong những tiêu chí sau: Tổng vốn tối thiểu là 500 triệu won; doanh thu bán hàng từ 1 tỷ won; lợi nhuận ròng đạt mức từ 300 triệu won. Thực hiện đăng ký giao dịch trên sàn chứng khoán KONEX,



các doanh nghiệp khởi nghiệp cũng không phải đáp ứng tiêu chuẩn kế toán quốc tế, cũng như các quy định về công bố thông tin. Sàn KONEX vận hành theo cơ chế tư vấn chỉ định, tức là một công ty chứng khoán sẽ ký hợp đồng tư vấn chỉ định về điều kiện niêm yết và công bố thông tin cho một doanh nghiệp khởi nghiệp muốn niêm yết trên sàn KONEX. Ngoài ra, công ty chứng khoán này sẽ đóng vai trò là tổ chức bảo lãnh phát hành nếu doanh nghiệp khởi nghiệp muốn phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng.

Mặc dù các quy định đối với công ty niêm yết được nói lỏng hơn nhưng để bảo vệ nhà đầu tư cũng như giảm thiểu các giao dịch không lành mạnh, Chính phủ Hàn Quốc có những quy định riêng đối với hoạt động của sàn KONEX như: Giới hạn đối tượng được phép đầu tư trực tiếp bao gồm các nhà đầu tư chuyên nghiệp (quỹ đầu tư mạo hiểm, các nhà đầu tư là các định chế), nhà đầu tư nhỏ lẻ có số tiền đặt cọc tối thiểu là 300 triệu won và thực hiện hoạt động đầu tư theo Luật Dịch vụ đầu tư tài chính và thị trường vốn. Các nhà đầu tư nhỏ lẻ chỉ được phép đầu tư tối đa 30 triệu won/năm, gián tiếp qua các quỹ.

Sau 3 năm thành lập, quy mô vốn hóa thị trường trên sàn KONEX đã đạt 4.835 tỷ won, tăng hơn 10 lần so với mức 468 tỷ ban đầu; số doanh nghiệp niêm yết là 119 doanh nghiệp, tăng gấp 6 so với 21 doanh nghiệp niêm yết ban đầu. Mức vốn hóa trung bình mỗi công ty hơn 45 triệu USD và mức vốn hoá thị trường của 21 doanh nghiệp niêm yết đầu tiên trên sàn tăng trung bình 20%. Đây là một trong những mô hình rất thành công, góp phần tích cực trong việc tháo gỡ khó khăn về vốn cho các doanh nghiệp khởi nghiệp.

Như vậy, Chính phủ Hàn Quốc đã tạo cơ chế cho các doanh nghiệp khởi nghiệp một cơ chế dễ dàng để huy động vốn ở mọi giai đoạn. Giai đoạn vốn môi, các doanh nghiệp khởi nghiệp có thể huy động vốn từ các quỹ đầu tư mạo hiểm, sau đó sẽ huy động vốn từ sàn KONEX và khi đạt đến một độ lớn nhất định, các doanh nghiệp khởi nghiệp sẽ tiếp tục giải bài toán về vốn tại hai sàn lớn hơn là KOSDAQ và KOSPI.

## **2. Thực trạng doanh nghiệp khởi nghiệp Việt Nam**

Doanh nghiệp khởi nghiệp Việt Nam bắt đầu xuất hiện từ những năm 2004 - 2005, đến năm 2016, số lượng đạt khoảng 1.500 doanh nghiệp. Trong hơn 10 năm phát triển, doanh nghiệp khởi nghiệp Việt Nam đã trải qua ba giai đoạn - ba “thế hệ khởi nghiệp”, với những xu hướng và mục tiêu khác nhau, thay đổi đồng thời với làn sóng công nghệ toàn cầu. Trong đó, doanh nghiệp khởi nghiệp thế hệ F1 (2004 - 2006) hướng vào các sản phẩm đáp ứng các nhu cầu cơ bản của khách hàng, những ý tưởng kinh doanh được đưa ra hầu hết xoay quanh những sản phẩm và dịch vụ quen thuộc như tiệm bánh, quán café, các sản phẩm thủ công, mô hình tour du lịch... Doanh nghiệp khởi nghiệp thế hệ F2 (2006 - 2014) bắt đầu có sự dịch chuyển lớn từ sản phẩm kinh doanh offline sang kinh doanh online trong các lĩnh vực thương mại điện tử, thanh toán trực tuyến, giao hàng trực tuyến, đặt phòng, đặt tour, vé máy bay trực tuyến... với một số thương hiệu nổi bật như Vatgia.com, Cungmua.com, Hotdeal.com, Giaohangnhanh, Nganluong.vn, Momo.vn, Baokim.vn, Ivivu.com, Atadi.vn, mytour.com... Khởi nguồn cảm hứng cho doanh nghiệp khởi nghiệp thế hệ F3

là Flappy Bird (năm 2015) - ứng dụng được tải về nhiều nhất trên App Store cũng như trên Google Play chỉ trong 26 ngày. Thế hệ F3 theo hai xu hướng: (i) Mở rộng ra thị trường khu vực và quốc tế sau khi đã xây dựng nền tảng phát triển vững vàng tại Việt Nam với những tên tuổi nổi bật như Appota, Topica, VNG; (ii) Quay trở lại phát triển thị trường tại Việt Nam sau khi đã thành công trên thị trường quốc tế, điển hình như DotGears, Money Lover, JoomlaArt.com, Triip.me, Beeketing...

Với bản chất rủi ro lớn, thiếu tài sản đảm bảo, kênh huy động vốn phù hợp và hiệu quả nhất đối với các doanh nghiệp khởi nghiệp là đầu tư mạo hiểm. Tuy nhiên, số lượng các quỹ đầu tư trong và ngoài nước cho khởi nghiệp ở Việt Nam không nhiều. Các quỹ ngoại như CyberAgent, 500 Startups, Golden Gate Ventures... hiện chỉ mở văn phòng đại diện tại Việt Nam. Một số quỹ đầu tư của các ngân hàng, công ty lớn như Vietcombank, BIDV, VPBank, VietA bank, Tổng công ty Dầu khí cũng có hoạt động đầu tư cho các doanh nghiệp khởi nghiệp. Tuy nhiên, các quỹ đầu tư ngoại hầu hết không đầu tư từ giai đoạn đầu và không đầu tư nhỏ mà chỉ đầu tư vào những dự án có quy mô lớn, thường từ vài trăm ngàn USD. Trong số các quỹ nội địa, hiện mới có Quỹ FPT Venture đang tích cực đầu tư mạo hiểm cho doanh nghiệp khởi nghiệp. Trung bình mỗi năm chỉ có khoảng 10 doanh nghiệp khởi nghiệp Việt Nam nhận được đầu tư từ những quỹ này.

Phần lớn các doanh nghiệp khởi nghiệp Việt Nam huy động vốn từ các nhà đầu tư cá nhân, tổ chức chuyên đầu tư vào các doanh nghiệp khởi nghiệp ở giai đoạn rất sớm, khi



doanh nghiệp chưa có lợi nhuận; thậm chí đầu tư vào các cá nhân/nhóm cá nhân chưa thành lập doanh nghiệp mà mới chỉ đang phát triển sản phẩm, dịch vụ (nhà đầu tư thiên thần). Năm 2015, có 67 doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam đã được rót vốn, trong đó 4 lĩnh vực được đầu tư mạnh là thương mại điện tử, truyền thông, tài chính, giáo dục; gần nửa số đầu tư ban đầu cho các doanh nghiệp khởi nghiệp Việt đến từ các nhà đầu tư nước ngoài. Theo báo cáo của Topica Founder Institute, năm 2015 số lượng đầu tư ban đầu từ nguồn vốn ngoại và các nhà đầu tư thiên thần tăng lên, đồng thời số thương vụ đầu tư ở giai đoạn C<sup>3</sup> cũng nhiều lên. Trong tổng số các thương vụ được đầu tư năm 2015, có 25,8% đợt rót vốn lần đầu, 37,1% rót vốn giai đoạn A<sup>4</sup>, 16,1% rót vốn dạng thiên thần<sup>5</sup>, 6,5% rót vốn giai đoạn C<sup>6</sup>. Các khoản đầu tư tập trung chủ yếu vào các giai đoạn đầu tư thiên thần, đầu tư hạt giống<sup>7</sup>, giai đoạn A, chiếm tới 80% tổng số các khoản đầu tư. Tuy nhiên, cũng đã xuất hiện những vòng đầu tư giai đoạn C với giá trị hàng chục triệu USD như thương vụ quỹ Unitus Impact đầu tư vào ICare Benefit của Mobivi với số tiền 20 triệu USD.

---

<sup>3</sup> Đây là vòng cấp vốn tiếp theo, tùy vào đặc thù của từng doanh nghiệp và mô hình kinh doanh.

<sup>4</sup> Đây là vòng cấp vốn đầu tiên của những quỹ đầu tư mạo hiểm, doanh nghiệp nhận được đầu tư đã có doanh thu và có nhu cầu mở rộng quy mô.

<sup>5</sup> Đầu tư của các nhà đầu tư thiên thần.

<sup>6</sup> Báo cáo của Topica Founder Institute.

<sup>7</sup> Giai đoạn này, các doanh nghiệp khởi nghiệp sẽ nhận đầu tư từ những nhà đầu tư thiên thần.

Trên thực tế, việc huy động vốn của các doanh nghiệp khởi nghiệp vẫn gặp nhiều khó khăn do: (i) Các doanh nghiệp khởi nghiệp hướng đến phân khúc sản phẩm/dịch vụ hoàn toàn mới thường gặp nhiều rủi ro về mặt công nghệ và thị trường; (ii) Các doanh nghiệp khởi nghiệp thường không có nhiều tài sản hữu hình mà chỉ có tài sản trí tuệ nên khó thế chấp, vay vốn ngân hàng; (iii) Tỷ lệ sống sót của các doanh nghiệp này chỉ chiếm khoảng 10%; (iv) Số lượng nhà đầu tư cá nhân (nhà đầu tư thiên thần) quan tâm cũng như có đủ kinh nghiệm và kiến thức để đầu tư vào các doanh nghiệp khởi nghiệp còn hạn chế; (v) Một số khó khăn về chính sách, ví dụ việc chưa có quy định về thuế thu nhập thặng dư, cũng khiến các nhà đầu tư chưa thực sự quan tâm đến việc đầu tư mạo hiểm cho khởi nghiệp đổi mới sáng tạo. Nên chỉ có một số ít các doanh nghiệp khởi nghiệp nổi trội - tập trung chủ yếu vào lĩnh vực công nghệ thông tin, chứng minh được tính thị trường của ý tưởng thì mới kêu gọi được vốn đầu tư. Trong năm 2016, một số doanh nghiệp khởi nghiệp nổi bật đã gọi vốn thành công: Triipme huy động được được 10 tỷ đồng; MoMo được đầu tư hơn 600 tỷ đồng; Gotit nhận được khoảng 200 tỷ đồng và lọt vào Top 2 ứng dụng Apple Store; Vntrip.vn được đầu tư gần 70 tỷ đồng hay HelloMa nhận được khoảng đầu tư 90 tỷ đồng.

### **3. Một số gợi ý chính sách cho Việt Nam**

Từ kinh nghiệm của Hàn Quốc cũng như thực tiễn khởi nghiệp ở Việt Nam, việc xây dựng một thị trường chứng khoán chuyên biệt dành riêng cho các doanh nghiệp khởi nghiệp là thực sự cần thiết. Thị trường chuyên biệt này với các điều kiện





thấp hơn về tiêu chuẩn công khai minh bạch, báo cáo tài chính, báo cáo triển vọng sản phẩm...) sẽ tạo ra cơ hội tiếp cận vốn dễ dàng và thông thoáng hơn cho các doanh nghiệp khởi nghiệp.

Hiện tại, mô hình sàn giao dịch UpCoM tại Hà Nội có các tiêu chuẩn và điều kiện niêm yết thấp hơn sàn giao dịch chứng khoán HOSE và HNX. Sau 6 năm ra đời và phát triển, thị trường UpCoM có khoảng 316 công ty đăng ký giao dịch, trong đó có 104 công ty đại chúng lớn (chiếm 33%). Giá trị giao dịch bình quân một phiên đạt khoảng 130 tỷ đồng, gấp 65 lần so với 2 tỷ đồng một phiên trong thời kỳ đầu thành lập. Sàn UpCoM góp phần làm quy mô thị trường thị trường chứng khoán không ngừng mở rộng, tính thanh khoản của thị trường được cải thiện đáng kể, cơ chế giao dịch thanh toán phù hợp, tạo thuận lợi cho nhà đầu tư. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp niêm yết trên sàn UpCoM có thời gian tập dượt trước khi chủ động chuyển sang các sàn như HOSE, HNX. Như vậy, với các đặc điểm tương đối tương đồng với sàn giao dịch chứng khoán KONEX của Hàn Quốc, việc nghiên cứu và chuyển đổi sàn UpCoM thành sàn giao dịch chuyên biệt cho các doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam là một giải pháp hữu hiệu giúp cải thiện nguồn vốn cho các doanh nghiệp khởi nghiệp.

Tuy nhiên, sàn KONEX được thành lập không phải là một hành động đơn lẻ của Chính phủ Hàn Quốc để hỗ trợ doanh nghiệp khởi nghiệp. Bên cạnh đó, Chính phủ Hàn Quốc còn chi ngân sách hàng tỷ USD mỗi năm để đầu tư phát triển các cấu phần trong hệ sinh thái khởi nghiệp, phần lớn số tiền này được dùng để đầu tư gián tiếp vào các giai đoạn phát triển của

doanh nghiệp khởi nghiệp thông qua các quỹ đầu tư mạo hiểm tư nhân. Bên cạnh đó, Chính phủ còn cho phép miễn một số loại thuế từ việc bán cổ phần công ty, miễn giảm thuế thu nhập cá nhân đối với các nhà đầu tư với điều kiện họ thực hiện tái đầu tư các khoản lãi từ việc bán cổ phần; thực hiện các cơ chế đồng đầu tư nhằm tạo niềm tin cho các nhà đầu tư cũng như các quỹ đầu tư mạo hiểm.

Vì vậy, để hỗ trợ doanh nghiệp khởi nghiệp, bên cạnh việc nghiên cứu thành lập một sàn giao dịch chứng khoán chuyên biệt cho doanh nghiệp khởi nghiệp, thì nhiệm vụ xây dựng một hệ sinh thái khởi nghiệp thân thiện, thuận lợi và hỗ trợ sự phát triển của doanh nghiệp khởi nghiệp trong mọi giai đoạn phát triển phải được coi là nhiệm vụ chính yếu. Do đó cần cụ thể hóa chủ trương xây dựng quốc gia khởi nghiệp bằng một chương trình khởi nghiệp tổng thể ở tầm quốc gia, định hướng tập trung các chính sách để hình thành một hệ sinh thái khởi nghiệp với một số nội dung sau: (i) Xây dựng khung khổ thể chế hỗ trợ doanh nghiệp khởi nghiệp bao gồm các chính sách về thủ tục thành lập, đầu tư, thuế, thương mại hóa sản phẩm công nghệ; (ii) Nghiên cứu và ban hành các chính sách đối với nhà đầu tư, quỹ đầu tư khi đầu tư và thoái vốn; (iii) Xác định chu trình hỗ trợ vốn đầu tư tương ứng với các giai đoạn phát triển của doanh nghiệp khởi nghiệp; (iv) Đưa ra các giải pháp, chính sách nhằm tăng cường hiệu quả hoạt động của hệ thống vườn ươm và các tổ chức thúc đẩy khởi nghiệp.

**ThS. Lê Minh Hương**

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bộ KH&CN (2015), Tờ trình Đề án Hỗ trợ hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo quốc gia đến năm 2025.
2. Bộ KH&CN (2016), Đề án hỗ trợ hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo quốc gia đến năm 2025.
3. Kim, Sung Tae & Shim, Jae Hyun (2015), *Study on Successful Development Directions of The KONEX*", Akes Papers.
4. OECD (2016), *2016 Economic Survey of Korea*, 5/2016.
5. Thạch Anh (2016), *Phát triển hệ sinh thái cho doanh nghiệp khởi nghiệp*.
6. Tạp chí Tài chính, kỳ I, tháng 9/2016 (640).