

## XÂY DỰNG THỊ TRƯỜNG VỐN CHO DOANH NGHIỆP KHỞI NGHIỆP GÓP PHẦN THÀNH CÔNG SỰ NGHIỆP CÔNG NGHIỆP HÓA, HIỆN ĐẠI HÓA

**Nguyễn Thanh Huyền<sup>1</sup>**  
Ủy ban Chứng khoán Nhà nước

---

### **Tóm tắt:**

Các công ty khởi nghiệp trong lĩnh vực Khoa học, Công nghệ và Đổi mới (STI) đang trở nên ngày càng quan trọng đối với nền kinh tế, bởi vì nghiên cứu và ứng dụng công nghệ của chúng có thể dẫn đến nâng cao sản lượng và đóng góp vững chắc vào sự phát triển kinh tế. Ngân sách của Chính phủ luôn đóng một vai trò quan trọng và quyết định trong việc giúp đỡ và tạo ra điều kiện tiên quyết và động lực cho nghiên cứu và ứng dụng công nghệ của các công ty khởi nghiệp. Tuy nhiên, do chi phí ngày càng cao, thiếu ngân sách nhà nước cũng như giới hạn quy định về trợ cấp... cần có các phương pháp huy động vốn hiệu quả cho việc tài trợ STI của các công ty khởi nghiệp, có thể tạo ra động lực cho sự phát triển bền vững trong tương lai. Thị trường vốn là một phần của thị trường tài chính, đóng vai trò trung gian để tạo điều kiện và điều chỉnh dòng tiền từ những nơi có vốn dư thừa đến những nơi cần vốn. Thông thường, để huy động vốn thông qua thị trường vốn này, các doanh nghiệp thường phải đáp ứng các tiêu chí pháp lý như tiêu chí vốn, kết quả hoạt động kinh doanh và quản trị công ty... Những tiêu chí pháp lý này là rào cản lớn đối với các công ty khởi nghiệp. Do đó, nghiên cứu và xây dựng một sản phẩm dịch vụ có phiếu riêng cho các công ty khởi nghiệp cụ thể sẽ tạo ra cơ hội cho các công ty khởi nghiệp tiếp cận thị trường vốn / thị trường chứng khoán để huy động vốn dễ dàng và giảm chi phí hơn.

**Từ khóa:** Công nghiệp hóa hiện đại hóa; Thị trường chứng khoán; SGD Startup.

**Mã số:** 23101001

## **BUILDING A CAPITAL MARKET FOR START-UP ENTERPRISES CONTRIBUTING SUCCESSFULLY TO INDUSTRIALIZATION AND MODERNIZATION**

### **Summary:**

Startups in the field of STI (science, technology, and innovation) are becoming increasingly important to economies, because its research and application of technology can lead to output increasing and contribute a solid economic development. Government funding always plays an important and decisive role in helping and creating a premise and motivation for startup's technology research and application. However, due to increasingly high costs, state budget funding shortage, and regulations limiting subsidies... it is necessary to have capital mobilization methods for effective startup STI funding that can create a driving force for sustainable development in the future. The capital market is a part of the financial market that plays an intermediary role in facilitating and regulating the flow of money from places with excess capital to places in need of capital. Normally, to mobilize capital through this capital market, businesses often have to meet legal criteria such as capital criteria, business performance results, and corporate governance... These legal criteria are big obstacles for startups. Therefore, researching and building a specific Startup's Stock Exchange floor will create opportunities for startups to access the capital market/stock market to mobilize capital easily and at lower costs.

**Keywords:** Industrialization and modernization; Stock market; Startup exchange.

---

<sup>1</sup> Liên hệ tác giả: huyenmtssc@gmail.com

## 1. Mở đầu

Phát triển KH,CN&ĐMST được hiểu là quá trình nâng cấp năng lực công nghệ nhằm tăng năng suất, đa dạng hóa các hoạt động, từ đó, nâng cao năng lực cạnh tranh. Năng lực công nghệ thường được định nghĩa là khả năng sáng tạo, tiếp thu và huy động tri thức, phát triển công nghệ mới như một phần của quá trình đổi mới sản xuất và công nghiệp. Con đường duy nhất kết nối từ ý tưởng nghiên cứu, ứng dụng đến lợi nhuận chính là vốn. Vốn cho phát triển KH,CN&ĐMST có lợi cho việc nâng cao chất lượng chuyển đổi của thành tựu khoa học công nghệ và tối ưu hóa việc phân bổ nguồn lực. Nhu cầu về vốn của các nghiên cứu KH,CN&ĐMST là khác nhau, tùy thuộc vào loại hình cũng như quy mô của công trình. Hệ sinh thái KH,CN&ĐMST bao gồm nhiều chủ thể, được đặc trưng bởi tính đa dạng, khả năng thích ứng tự tổ chức, cân bằng ổn định và năng động, phát triển. Trong đó, việc phân bổ các nguồn lực đổi mới sáng tạo như công nghệ, vốn, chính sách, thông tin dần được hình thành bởi việc tự tổ chức của các chủ thể đổi mới sáng tạo dựa trên quy luật thị trường và thể hiện khả năng thích ứng năng động của Startup. Chẳng hạn, Startup đang trong giai đoạn phát triển ban đầu, vốn cho nghiên cứu chủ yếu dựa vào vốn tự có hay của gia đình, bạn bè, tiếp đến có thể tìm từ các nhà đầu tư thiên thần, vốn mạo hiểm và các hỗ trợ vốn khác. Khi bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh đến trưởng thành, mô hình cạnh tranh và lợi nhuận tương đối ổn định, hoạt động đổi mới chính tập trung vào phát triển sản phẩm mới và nâng cấp công nghệ, nguồn vốn chủ yếu đến từ tín dụng ngân hàng và thị trường vốn. Tuy nhiên, tiếp cận được các nguồn vốn này cũng phải tuân thủ khá nhiều điều kiện, chính vì vậy, để thúc đẩy cần phải nghiên cứu mô hình riêng, khơi thông nguồn vốn cho các Startup chuyển đổi công nghệ và phát triển.

Công nghiệp hóa là quá trình biến một nước có nền kinh tế lạc hậu thành nước công nghiệp hiện đại với trình độ công nghệ, kỹ thuật tiên tiến, có năng suất lao động cao trong các lĩnh vực của nền kinh tế. Hiện đại hóa là quá trình tận dụng mọi khả năng để đạt trình độ công nghệ ngày càng tiên tiến, hiện đại và đòi hỏi kinh phí đáng kể. Để thực hiện mục tiêu công nghiệp hóa, hiện đại hóa, vai trò KH,CN&ĐMST ngày càng trở nên quan trọng hơn bao giờ hết bởi chúng mang trọng trách thực hiện các nhiệm vụ tối ưu hóa, có tính đến thực tế hiện đại, như nâng cao tính chuyên nghiệp trong quản lý, hiệu quả của chính sách ngăn ngừa rủi ro hệ thống... Công nghiệp hoá, hiện đại hóa cần tập trung vào phát triển: (1) Nghiên cứu KH,CN&ĐMST, tạo các ngành công nghiệp mới, các sản phẩm sáng tạo đáp ứng nhu cầu đại chúng phù hợp với thời đại công nghệ 4.0; (2) hình thành các cơ chế để: a) hiện đại hóa các ngành đang ở giai đoạn hình thành và phát triển, không có/khó tiếp cận nguồn tài chính; b) dịch chuyển các ngành truyền thống đang ở giai đoạn suy thoái và không còn mang lại doanh thu (nhưng cần thiết cho nền kinh tế) sang phương thức vận hành cơ sở hạ tầng, các công trình có ý nghĩa xã hội.

Bên cạnh các nguồn vốn tư nhân, Startup dựa vào các khoản vay ngân hàng để thực hiện các nghiên cứu KH, CN & ĐMST. Tuy nhiên, kể từ cuộc khủng hoảng tài chính, khả năng tiếp cận vốn vay của ngân hàng trở nên khó khăn do thắt chặt các tiêu chí cho vay cũng như việc áp dụng các yêu cầu vốn nghiêm ngặt hơn liên quan đến Basel III<sup>2</sup>. Trong bối cảnh đó, Startup chuyển dịch tìm kiếm vốn dựa trên thị trường vốn, do đó, thị trường vốn ngày càng đóng vai trò là nguồn cung cấp tài chính cho các Startup với các lợi thế: (i) Tăng khả năng tiếp cận vốn thông qua một thị trường có tổ chức, minh bạch, hoạt động có trật tự và đáng tin cậy; (ii) Không giống như đi vay, tài chính vốn chủ sở hữu không yêu cầu các nghĩa vụ trả gốc và lãi có thể gây áp lực lên dòng tiền của một doanh nghiệp; (iii) Tiếp cận vốn cổ phần và niêm yết trên SGD, các doanh nghiệp có thể hưởng lợi từ những tác động tích cực do nguyên tắc hoạt động, chất lượng quản lý, minh bạch thông tin tốt hơn đối với các nhà đầu tư, nhà cung cấp và khách hàng tiềm năng; (iv) Các lựa chọn tài trợ thích hợp cho một tổ chức phát hành Startup sẽ phụ thuộc vào nhiều yếu tố, bao gồm giai đoạn phát triển, kế hoạch kinh doanh, phân khúc ngành, kinh nghiệm quản lý và kinh nghiệm tiếp thị; (v) Các Startup lựa chọn huy động vốn chủ sở hữu khi lãi suất đi vay có thể cao hơn chi phí vốn tự có, hay chi phí niêm yết trên thị trường vốn đòi hỏi phải tuân thủ các quy định chặt chẽ.

Với những lý do trên cho thấy, vai trò ngày càng quan trọng của TTCK trong việc cung cấp lựa chọn khả thi cho các Startup để tiếp cận nguồn tài chính dựa trên thị trường, đồng thời, giải quyết nhu cầu của các bên khác nhau. Bằng cách cung cấp cho các Startup các yêu cầu gia nhập và quy định cụ thể phù hợp với đặc điểm của họ với chi phí thấp hơn, thanh khoản cao với cơ sở nhà đầu tư đa dạng hơn trên một nền tảng minh bạch và tuân thủ đối với tất cả các bên tham gia.

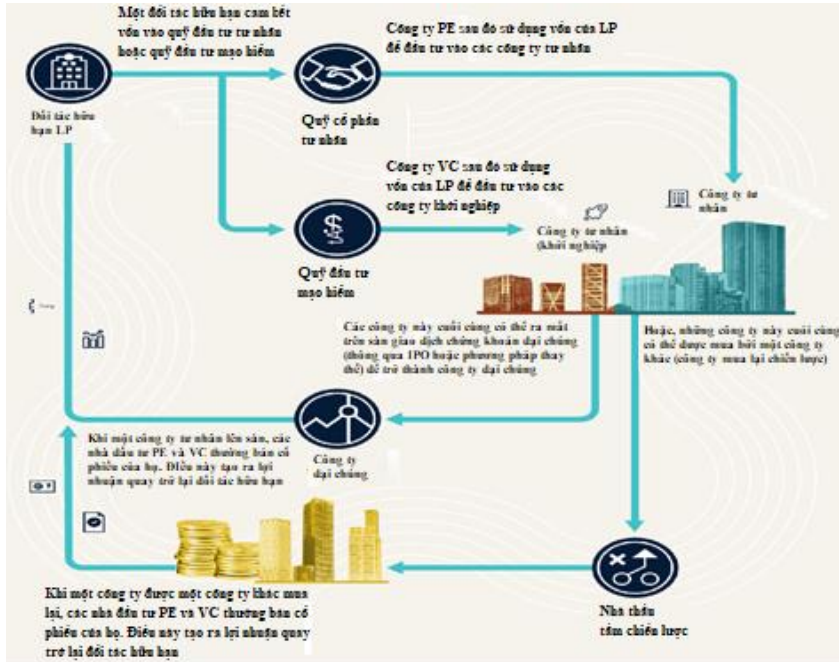
## **2. Nội dung chính**

### **2.1. Cơ sở tiếp cận thị trường vốn**

Startup với ý tưởng nghiên cứu và đã tập hợp được một đội ngũ tài năng để giúp biến nghiên cứu thành hiện thực. Khi đó Startup sẽ lựa chọn tiếp cận vốn truyền thống (gia đình, bạn bè, ngân hàng), vốn mạo hiểm (venture capital- VC), các nhà đầu tư thiên thần (angel investors- AI), vốn cổ phần tư nhân (Private Equity- PE). Tuy nhiên, một lựa chọn khác là thông qua thị trường vốn/ thị trường chứng khoán (TTCK), đây là một quá trình phức tạp và tốn thời gian hơn nhiều so với việc tìm kiếm nguồn vốn mạo hiểm hoặc các nhà đầu tư thiên thần. Trên TTCK đòi hỏi phải minh bạch hơn về tài chính và điều quan trọng là phải đảm bảo có một kế hoạch kinh doanh và dự báo tương lai tài chính vững chắc trước khi bắt đầu quá trình.

---

<sup>2</sup> Chuẩn mực quản trị rủi ro được áp dụng rộng rãi trên quốc tế và đang được hệ thống ngân hàng Việt Nam hướng tới



Nguồn: *pitchbook.com*

**Hình 1.** Chu trình vốn mạo hiểm và cổ phần tư nhân

Thị trường vốn là nơi các doanh nghiệp huy động tiền bằng cách bán chứng khoán, chẳng hạn như cổ phiếu và trái phiếu. Điều này khác với việc đi vay, vì với khoản vay, doanh nghiệp phải trả tiền cùng với lãi suất, nhưng với chứng khoán, doanh nghiệp đang bán một phần doanh nghiệp của mình và không phải trả lại bất cứ thứ gì. Có hai loại chứng khoán chính, vốn chủ sở hữu là khi bán cổ phiếu của doanh nghiệp và chứng khoán nợ là khi bán trái phiếu. Vốn chủ sở hữu thường là cách tốt nhất để cấp vốn cho Startup không phải trả lại bất cứ thứ gì và đó là cách để kiếm tiền mà không phải gánh nợ. Nhược điểm là rủi ro hơn đối với các nhà đầu tư vì họ đang đầu tư vào một doanh nghiệp chưa có thành tích. Chứng khoán nợ là một khoản đầu tư an toàn hơn cho các nhà đầu tư vì khi cho vay tiền và doanh nghiệp phải trả lại kèm theo lãi suất. Nhược điểm là đắt hơn đối với các doanh nghiệp vì phải trả lại khoản vay cộng với tiền lãi.

Khi Startup tiếp cận TTCK, bước đầu tiên trong việc huy động tiền là xác định loại chứng khoán sẽ được phát hành. Khi loại chứng khoán đã được xác định, bước tiếp theo là xác định giá của chứng khoán. Giá được xác định bởi nhu cầu và nguồn cung về chứng khoán. Sau khi giá đã được xác định, bước tiếp theo là tìm người mua chứng khoán thông qua các đại lý môi giới, ngân hàng đầu tư hoặc các tổ chức tài chính khác. Tiếp đến là đàm phán các điều khoản mua bán bao gồm giá cả, số lượng chứng khoán được bán, lãi suất và hoàn thành khi chuyển chứng khoán cho người mua. Người mua sau đó thanh toán chứng khoán bằng tiền mặt hoặc khoản vay, số tiền huy động được để tài trợ cho Startup.



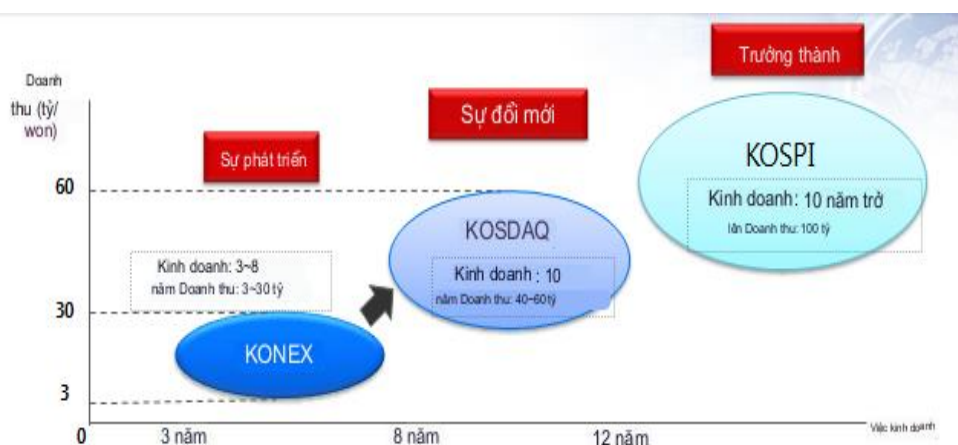
đến người cần vốn. Các doanh nghiệp có thể huy động vốn thông qua thị trường khi đáp ứng đầy đủ các quy định cụ thể của cơ quan quản lý. Thực tế cho thấy, Startup đã đóng góp một phần đáng kể tạo ra việc làm và tăng trưởng kinh tế. Vì vậy, một ý tưởng xây dựng thị trường vốn để đáp ứng nhu cầu tài chính cho phân khúc này cần được hiện thực hóa. Việc xây dựng và phát triển các SGD là một trong nhiều lựa chọn để cấp vốn cho Startup theo bậc thang, thường được liên kết với vòng đời hoặc giai đoạn tăng trưởng doanh nghiệp. Bậc thang này thường tiến triển từ giai đoạn khởi nghiệp, được tài trợ bởi vốn của các doanh nhân, gia đình và bạn bè, đến giai đoạn đầu khi vay nợ ngân hàng. Sau đó, cơ cấu cổ đông mở rộng để bao gồm vốn đầu tư mạo hiểm (VC) và trong giai đoạn tăng trưởng, tài trợ vốn cổ phần tư nhân (PE) thường được tìm kiếm. Xây dựng mô hình thị trường vốn cho loại hình này cần chú ý:

*Về cơ cấu tổ chức*, có thể được cấu trúc: (i) Hội đồng quản trị riêng biệt hoặc phân mảng thị trường nằm trong thị trường chính để được: a) hưởng lợi từ danh tiếng và kinh nghiệm của hội đồng quản trị chính, điều này làm yên lòng các nhà phát hành và nhà đầu tư trên thị trường, và b) khả thi về mặt tài chính, chi phí cho các tổ chức phát hành và trung gian thấp, quy mô phát hành nhỏ hơn, ít doanh nghiệp hơn và thanh khoản thấp hơn, dẫn đến phí niêm yết và giao dịch thấp. Triển vọng gia nhập thị trường chính cũng có thể là điểm thu hút đối với một số doanh nghiệp này; (ii) Để phát triển thành công SGD Startup cũng cần phải sẵn sàng chấp nhận một số rủi ro rằng chất lượng thấp hơn xét về loại doanh nghiệp niêm yết, tính thanh khoản, nhận thức của nhà đầu tư và công bố thông tin có thể làm giảm uy tín của thị trường chính; (iii) Thay đổi quy tắc hoặc áp dụng tùy thuộc vào quy mô của doanh nghiệp, ví dụ SGD Úc (ASX) các doanh nghiệp có quy mô dưới 300 triệu đô la Úc có quy định linh hoạt hơn so với các doanh nghiệp trên 300 triệu đô la Úc; (iv) SGD hoàn toàn riêng biệt như: thị trường GreTai là một trong số ít các SGD hoàn toàn độc lập, không được liên kết với SGD Đài Loan. Hay điển hình là trường hợp Hàn Quốc là một trong những quốc gia khá thành công trong việc xây dựng TTCK dành riêng cho Startup. KONEX<sup>3</sup> chính thức hoạt động vào ngày 02/7/2013, mục đích là giúp các Startup huy động vốn trên thị trường và hỗ trợ các doanh nghiệp đầu tư mạo hiểm (VC) trong việc thu hồi các khoản đầu tư trung hạn. KONEX hiểu một cách đơn giản là một chế độ ưu đãi của Chính phủ đối với các doanh nghiệp mới khởi nghiệp với các điều kiện niêm yết tương đối thoáng như chi phí niêm yết thấp, nghĩa vụ công bố thông tin, tài chính,... không quá khắt khe, từ đó, giảm bớt một phần áp lực huy động tài chính, thường là gánh nặng đối với các doanh nghiệp mới thành lập. Trước khi KONEX được thành lập, Freeboard là một thị trường vốn mua bán tự do được tổ chức tốt. Tuy nhiên, giao dịch trên Freeboard không thường xuyên và do đó nó mất chức năng như một thị trường vốn. cơ quan quản lý cuối cùng đã ngừng Freeboard bằng cách thành lập KONEX và bảng K-OTC mới để cho phép các giao dịch dễ dàng thực hiện và minh bạch hơn.

---

<sup>3</sup> KONEX = Korea New Exchange

KONEX thiết lập chu trình hoàn hảo từ việc khởi động một doanh nghiệp mới đến tăng trưởng doanh nghiệp và thu hồi vốn đầu tư hoặc tái đầu tư, tạo ra nhiều khoản đầu tư hơn vào các Startup. Trước khi KONEX được thành lập, các doanh nghiệp VC không có cách nào hiệu quả để thu hồi vốn. Kênh duy nhất để thu hồi vốn đầu tư trên KOSDAQ<sup>4</sup> là thực hiện IPO, nhưng các yêu cầu niêm yết nghiêm ngặt của SGD đã ngăn cản việc IPO dễ dàng, KONEX thúc đẩy các giao dịch thứ cấp này. Đáng chú ý, các cổ phiếu niêm yết trên KONEX có xu hướng rủi ro cao hơn, chủ yếu do yêu cầu niêm yết thấp hơn nên sự bảo vệ của nhà đầu tư yếu hơn. Để bảo vệ nhà đầu tư hiệu quả, các nhà đầu tư cá nhân không được phép đầu tư vào KONEX. Chỉ các nhà đầu tư tổ chức, quỹ hưu trí, nhà đầu tư chuyên nghiệp (tức là nhà đầu tư cá nhân đủ điều kiện) và các tập đoàn được cơ quan tài chính chấp thuận giao dịch mới được đầu tư vào KONEX.



Nguồn: fsc.go.kr

**Hình 4.** Tiếp cận vốn theo chu trình tăng trưởng

Sau 10 năm hoạt động (đến ngày 02/7/2023), tổng vốn hóa thị trường của KONEX đã tăng hơn 10 lần lên 4,2 nghìn tỷ Won ( $\approx 3,2$  tỷ USD) từ mức 400 tỷ Won. Số lượng các doanh nghiệp niêm yết cũng đã tăng hơn sáu lần lên 127, từ con số 21 vào năm 2013. KONEX đã hoàn toàn đảm nhận vai trò là nấc thang tăng trưởng cho các Startup. Trong 10 năm qua, KONEX đã thành công chuyển 91 doanh nghiệp sang thị trường KOSDAQ, đồng thời, huy động được hơn 2 nghìn tỷ Won trên thị trường. KONEX hoạt động như một kênh thu hút vốn thông suốt, cơ hội đầu tư KH,CN&ĐMST góp phần xây dựng một môi trường kinh doanh lành mạnh. Hiệu quả tạo việc làm của các Startup lớn gấp ba lần so với mức trung bình của các doanh nghiệp trong nước. Bên cạnh đó, các Startup là gốc rễ của đổi mới công nghệ, cốt lõi của tinh thần kinh doanh và năng lực cạnh tranh quốc gia.

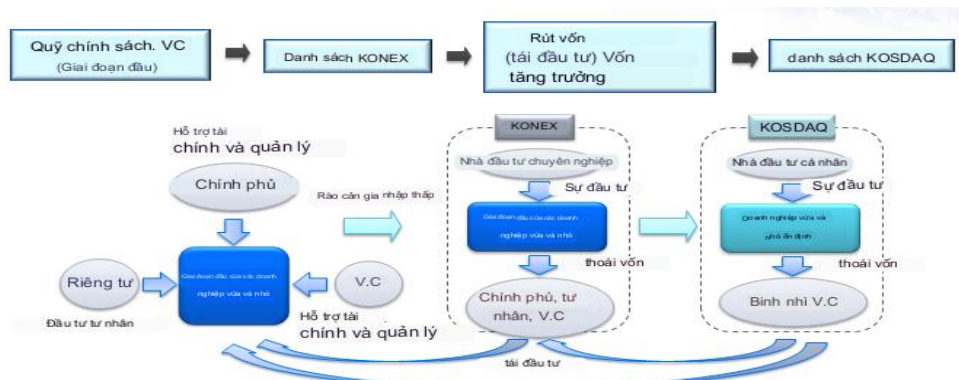
<sup>4</sup> Korean Securities Dealers Automated Quotations, hội đồng giao dịch của Sở giao dịch chứng khoán Hàn Quốc

Ngày 23/01/2019, Ủy ban Cải cách và Phát triển Quốc gia của Trung Quốc đã phê duyệt kế hoạch và hướng dẫn cho thị trường STAR. Ngày 01/3/2019, Ủy ban Điều tiết Chứng khoán Trung Quốc (CSRC) và SGD Thượng Hải (SSE) đã ban hành các quy tắc và hướng dẫn chính cho thị trường STAR, thị trường đã chính thức ra mắt ngày 13/6/2019. Thị trường STAR của SSE (SSE STAR) là một TTCK tập trung vào khoa học và công nghệ được thành lập vào ngày 22/7/2019. Trong khi SSE và SGD Thâm Quyển cho phép giá cổ phiếu chính biến động 44% trong ngày giao dịch đầu tiên, sau đó, chúng bị giới hạn ở mức biến động lên tới 10%. Ngược lại, SSE STAR không có giới hạn về biến động giá cổ phiếu trong năm ngày đầu tiên của cổ phiếu. Tháng 3/2020, Luật Chứng khoán Trung Quốc, quy định về việc phát hành chứng khoán, đã được sửa đổi. Luật mới sẽ áp dụng hệ thống đăng ký cho tất cả các đợt IPO sau khi thử nghiệm thành công hệ thống STAR. Tháng 6/2022, theo Financial Times, các đợt IPO năm 2022 trên TTCK gần 35 tỷ USD, phần lớn là ở STAR và ChiNext- SGD định hướng công nghệ của SGD Thâm Quyển.

*Về tiêu chí tham gia*, câu hỏi thường xuyên được đặt ra là liệu có nên cho phép các Startup và doanh nghiệp siêu nhỏ tham gia hay không. Người ta thường cho rằng các đối tượng này không phù hợp với thị trường vốn bởi vì các chi phí như bản cáo bạch, báo cáo thường niên, báo cáo tài chính, các cuộc họp thường niên và các yêu cầu về nhân sự để đáp ứng các yêu cầu niêm yết liên tục. Việc cho phép các Startup tham gia thị trường đòi hỏi sự dung hòa cao hơn giữa lợi và hại đối với chất lượng thị trường có thể gây tổn hại đến danh tiếng của SGD, đặc biệt là trong những năm đầu, khi sự mất lòng tin của nhà đầu tư vào tính toàn vẹn của thị trường là điều cực kỳ khó sửa chữa.

Các quy định tham gia SGD, các quy định căn bản của KONEX: (i) Yêu cầu các doanh nghiệp phải có 5 triệu USD vốn chủ sở hữu, 1 triệu USD doanh thu hàng năm hoặc 0,3 triệu USD thu nhập tính đến thời điểm niêm yết; (ii) Các doanh nghiệp được miễn nộp bản cáo bạch sơ bộ nếu họ đáp ứng các điều kiện nhất định. Mặc dù yêu cầu nộp bản cáo bạch sơ bộ nhằm bảo vệ các nhà đầu tư, nhưng cũng đặt ra chi phí đáng kể cho các công ty niêm yết; (iii) Trong phát hành cổ phiếu riêng lẻ, KONEX không yêu cầu các thỏa thuận khóa như KOSPI và KOSDAQ; (iv) KONEX áp đặt ít hạn chế hơn đối với các thông báo công khai, các doanh nghiệp niêm yết trên KONEX chỉ công bố báo cáo kinh doanh của họ mỗi năm một lần, trong khi các doanh nghiệp được niêm yết trên KOSPI hoặc KOSDAQ phải công bố công khai hàng quý; (v) Trong khi các doanh nghiệp được niêm yết trên KOSPI và KOSDAQ phải thông báo kịp thời về các sự cố quan trọng, thì các CTNY trên KONEX không phải đối mặt với yêu cầu này; (vi) Các CTNY trên TTCK phải tuân theo các Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế Hàn Quốc về thông lệ kế toán, trong khi các doanh nghiệp KONEX không bắt buộc phải làm như vậy; (vii) Các CTNY trên KONEX trong hơn một năm được miễn nhiều tiêu chuẩn khi chuyển sang KOSDAQ.





Nguồn: fsc.go.kr

**Hình 5.** Quy trình huy động vốn

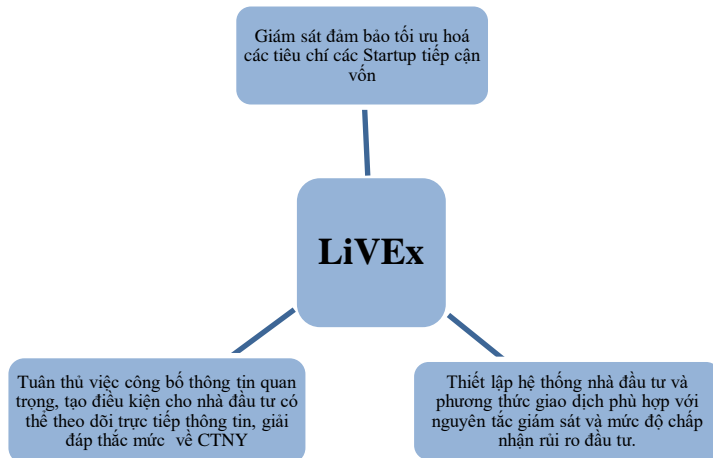
Tại Thái Lan, Startup gặp khó khăn về tài chính trong việc huy động vốn với các nhà đầu tư thiên thần, quỹ đầu tư mạo hiểm và SGD Thái Lan (SET). Xét về bản chất của Startup là một doanh nghiệp nhỏ bắt đầu hoạt động kinh doanh bằng cách sử dụng một số vốn ít ỏi, rất khó đáp ứng các yêu cầu hiện tại để niêm yết trên SET và huy động vốn thông qua quá trình IPO, cho dù vốn cần huy động ít. Chính vì vậy, Ủy ban Chứng khoán và Giao dịch (SEC) và SET ra mắt SGD Live (LiVEx) với mục đích cung cấp cho các Startup nền tảng để huy động vốn thông qua phát hành cổ phiếu ra công chúng. Việc đăng ký niêm yết trên LiVEx bắt đầu vào cuối tháng 3 năm 2022. Để niêm yết chứng khoán trên SET, tổ chức phát hành phải có vốn thanh toán tối thiểu là 300 triệu Baht, trong khi MAI<sup>5</sup> yêu cầu vốn thanh toán tối thiểu là 50 triệu Baht. Ngược lại, LiVEx không đặt ra hạn chế về vốn góp tối thiểu, nghĩa là một doanh nghiệp không thể đáp ứng yêu cầu về vốn góp tối thiểu vẫn đủ điều kiện để huy động vốn thông qua đợt chào bán ra công chúng trên LiVEx.

SSE STAR lần đầu tiên không yêu cầu lợi nhuận ròng dương cũng như yêu cầu về IPO, tỷ lệ PE (trong khi các SGD chính khoảng 23), không có giới hạn giá trong 5 ngày giao dịch đầu tiên và chỉ  $\pm 20\%$  kể từ ngày giao dịch thứ sáu, những ưu đãi này sẽ giúp phát triển lĩnh vực công nghệ của Trung Quốc và cải thiện chức năng khám phá giá của TTCK. STAR quy định bốn loại điều kiện có thể dẫn đến việc hủy niêm yết, bao gồm vi phạm pháp luật, giao dịch không thường xuyên, hiệu quả tài chính kém và các vấn đề tuân thủ nghiêm trọng. STAR thực hiện chu kỳ thanh toán T+2.

Về nhà đầu tư, đối tượng tham gia vào các SGD Startup có xu hướng là người địa phương và chủ yếu là nhà đầu tư cá nhân do dễ dàng tiếp cận thông tin hơn nhà đầu tư nước ngoài và vì đối với nhiều nhà đầu tư tổ chức, các vấn đề về quy mô doanh nghiệp quá nhỏ và thiếu tính thanh khoản, danh tiếng, khả năng tiếp

<sup>5</sup> Market for Alternative Investment (MAI) - Thị trường đầu tư thay thế dành cho doanh nghiệp nhỏ và vừa.

cận thông tin, quản trị và hồ sơ rủi ro. Thái Lan quy định của LiVEx giới hạn các nhà đầu tư tham gia như sau: (1) các nhà đầu tư tổ chức, ví dụ: ngân hàng thương mại, doanh nghiệp chứng khoán; (2) các nhà đầu tư mạo hiểm và doanh nghiệp cổ phần tư nhân; (3) những người có kinh nghiệm và chuyên môn về đầu tư, ví dụ: người quản lý quỹ hoặc nhà phân tích đầu tư được SEC phê duyệt; (4) những người có mối quan hệ theo quy định với tổ chức phát hành, ví dụ: giám đốc, giám đốc điều hành hoặc cổ đông lớn; (5) nhà đầu tư có giá trị ròng cao hoặc nhà đầu tư có giá trị ròng cực cao, có kiến thức hoặc kinh nghiệm và tình trạng tài chính theo quy định, ví dụ: nhà đầu tư có đủ kiến thức về chứng khoán đầu tư và có khoản đầu tư trực tiếp không ít hơn 8 triệu Baht trong trường hợp là thể nhân hoặc 15 triệu Baht trong trường hợp pháp nhân. Ngày thanh toán đến hạn theo cơ sở T+1 (chứng khoán được giao và thanh toán trong vòng 1 ngày làm việc).



Nguồn: *set.or.th*

**Hình 6.** Vai trò của SGD LiVEx

Kể từ đầu năm 2022, nhà đầu tư tham gia không phải thực hiện yêu cầu tiền gửi tối thiểu 30 triệu Won ( $\approx 25.000$  USD) để đầu tư vào các công ty niêm yết và duy trì tài khoản đầu tư với số dư hàng năm lên tới 30 triệu Won, vốn được coi là trở ngại đối với việc đầu tư vào KONEX của Hàn Quốc. Thay vào đó, nó sẽ cung cấp cho các nhà đầu tư những thông báo cảnh báo nâng cao về rủi ro khi đầu tư vào các doanh nghiệp niêm yết trên KONEX, chu kỳ thanh toán T+2.

*Về chi phí*, giảm hoặc miễn phí cho các dịch vụ niêm yết, lưu ký và dịch vụ tạo lập thị trường. Những chi phí có thể cao, chẳng hạn như công bố thông tin và quan hệ với nhà đầu tư. Chi phí công bố và thông tin liên lạc với nhà đầu tư có thể được giảm bớt bằng cách sử dụng hệ thống công bố có sẵn, không yêu cầu đối với tài liệu in.

**Bảng 1.** Phí áp dụng tại một số SGD

SGD	Phí
NSE Emerge- Ấn Độ	40% chi phí thị trường niêm yết
JSE AltX- Nam Phi	Có cấu trúc phí riêng cho việc niêm yết chứng khoán lần đầu và phí niêm yết hàng năm. Phí tài liệu vẫn giống như tham gia tại thị trường niêm yết
GreTai- Đài Loan	Chi phí niêm yết ban đầu là 16.667 USD (tương đương 500.000 Đài tệ). Phí hàng năm sau khi đăng ký dựa trên vốn hóa của doanh nghiệp.
Bovespa Mais- Brazil	Miễn cho doanh nghiệp một số khoản phí, chẳng hạn như phí đăng ký, phí cung cấp thanh khoản và chiết khấu dần phí hàng năm cho đến năm thứ tư.
WSE NewConnect- Ba Lan	Phí liên quan đến giao dịch dựa trên tỷ giá cố định và không phụ thuộc vào vốn hóa doanh nghiệp, vào khoảng 1.000 USD một năm.
BIST ECM- Thổ Nhĩ Kỳ	Phí giao dịch và lưu ký giảm xuống còn 1/10 so với thị trường chính. Phí hội đồng thị trường vốn giảm xuống 1/5. Phí tham gia 0,01% giá trị chào bán (0,2% đối với thị trường chính).
LiVEx- Thái Lan	Phí đăng ký - 12.000 Bath; Phí ban đầu: 0,0125% số vốn thanh toán (Tối thiểu: 5.000 Bath - Tối đa 300.000 Bath); Phí hàng năm 0,010% số vốn đã góp (Tối thiểu 5.000 Bath - Tối đa: 300.000 Bath)
KONEX- Hàn Quốc	Phí giao dịch từ 0,2% xuống 0,1% (21/32019); Các loại thuế phí khác theo quy định Luật cải cách Thuế có hiệu lực từ ngày 1/1/2023

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

Về quản lý giám sát thị trường, kinh nghiệm quốc tế cho thấy, TTCK đóng một vai trò quan trọng trong việc phục vụ các nhu cầu tài chính cụ thể của các Startup. Trong giai đoạn đầu, khi các doanh nghiệp tạo ra ít doanh thu và có sự bất cân xứng thông tin cao, khả năng tiếp cận hầu hết các nguồn tài chính chính thức bị hạn chế và phải dựa vào tiền tiết kiệm hoặc vốn ban đầu của chính họ. Startup phát triển đến mức độ nhất định có thể phát hành chứng khoán trên SGD. Các khuôn khổ giám sát và quản lý tài chính hợp lý giúp nâng cao khả năng tiếp cận nguồn vốn. Vai trò quản lý giám sát thị trường của cơ quan quản lý và các SGD thực hiện thường bao gồm giám sát tuân thủ, giám sát giao dịch, kiểm tra hồ sơ pháp lý và xử lý khiếu nại đối với các tổ chức phát hành (Startup). Xây dựng các tiêu chí giám sát, các chế tài xử lý khi các quy định bị vi phạm và nêu hành vi cấu thành tội hình sự hoặc dân sự thì vụ việc sẽ được chuyển đến các cơ quan thực thi pháp luật phù hợp. Thông thường, bộ phận tuân thủ và cưỡng chế của Ủy ban Chứng khoán chịu trách nhiệm giám sát việc tuân thủ các yêu cầu quy định của các Startup, bao gồm cả việc vi phạm nghĩa vụ của giám đốc, chuẩn bị tài liệu sai lệch và không gửi báo cáo tài chính. Khuôn khổ quản lý giám sát tài chính hợp lý giúp tăng cường khả năng tiếp cận nguồn vốn và giải quyết các rủi ro tiềm ẩn cũng như hỗ trợ các chương trình tài chính sâu rộng và toàn diện cho các Startup.

### 3. Kết luận

Việt Nam đã nhận thức rất sớm về vai trò và tầm quan trọng của công nghiệp hóa, hiện đại hóa đất nước. Ngay từ Đại hội XI, trong Chiến lược phát triển kinh tế-xã hội giai đoạn 2011- 2020 đã xác định nội dung của đổi mới mô hình tăng trưởng, cơ cấu lại nền kinh tế, như sau: “Chuyển đổi mô hình tăng trưởng từ chủ yếu phát triển theo chiều rộng sang phát triển hợp lý giữa chiều rộng và chiều sâu...”<sup>6</sup>. Đại hội XII tiếp tục đề ra nhiệm vụ cơ cấu lại nền kinh tế gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng, cụ thể: “Tiếp tục đẩy mạnh thực hiện cơ cấu lại đồng bộ, tổng thể nền kinh tế và các ngành, các lĩnh vực gắn với đổi mới mô hình tăng trưởng...”<sup>7</sup>. Văn kiện Đại hội XIII tiếp tục đề cập đến nội dung trên, nhưng nhấn mạnh mô hình tăng trưởng mới cần tận dụng tốt cơ hội của cuộc Cách mạng công nghiệp lần thứ tư, dựa trên tiến bộ khoa học - công nghệ và đổi mới sáng tạo. Cụ thể là: “Tiếp tục đẩy mạnh đổi mới mô hình tăng trưởng kinh tế, chuyển mạnh nền kinh tế sang mô hình tăng trưởng dựa trên tăng năng suất, tiến bộ khoa học và công nghệ, đổi mới sáng tạo, nhân lực chất lượng cao, sử dụng tiết kiệm, hiệu quả các nguồn lực để nâng cao chất lượng, hiệu quả và sức cạnh tranh của nền kinh tế. Cải thiện môi trường đầu tư, kinh doanh, thúc đẩy khởi nghiệp sáng tạo, phát triển các ngành, lĩnh vực, các doanh nghiệp trên nền tảng ứng dụng mạnh mẽ các thành tựu của khoa học và công nghệ, nhất là cuộc Cách mạng công nghiệp lần thứ tư; phát triển các sản phẩm có lợi thế cạnh tranh, sản phẩm công nghệ cao, có giá trị gia tăng cao, thân thiện với môi trường, tham gia có hiệu quả vào mạng sản xuất và chuỗi giá trị toàn cầu”<sup>8</sup>. Công nghiệp hóa, hiện đại hóa được xác định là nội dung quan trọng nhằm rút ngắn để sớm đưa nước ta trở thành nước công nghiệp theo hướng hiện đại. Để đạt được mục tiêu đề ra, cần giải quyết các khó khăn về tài chính, chính vì vậy cần nghiên cứu hình thành một “sân chơi” cho Startup nói chung hay trong lĩnh vực KH,CN&ĐMST nói riêng trên TTCK đóng vai trò thu hẹp khoảng cách tiếp cận tài chính đáp ứng nhu cầu vốn cho khu vực doanh nghiệp này để phát triển, tăng trưởng và thành công của doanh nghiệp là thực sự cần thiết. Quyết định số 569/QĐ-TTg ngày 11/5/2022 của Thủ tướng Chính phủ ban hành Chiến lược phát triển khoa học, công nghệ và đổi mới sáng tạo đến năm 2030 đã quy định nhiệm vụ chủ động đẩy mạnh hợp tác, hội nhập quốc tế về khoa học, công nghệ và đổi mới sáng tạo. Nhà nước tạo điều kiện thúc đẩy doanh nghiệp tham gia vào các liên minh nghiên cứu quốc tế (giới thiệu, bảo lãnh cho doanh nghiệp Việt Nam để tham gia nghiên cứu và tiếp nhận chuyển giao công nghệ,...).

Việc phát triển SGD riêng cho Startup rõ ràng là một thách thức, trước khi bắt tay để thực hiện cần xác định bối cảnh và phương thức hỗ trợ, quan trọng nhất là nguồn vốn cung cấp sẵn sàng sử dụng để doanh nghiệp huy động vốn, mối quan tâm các nhà đầu tư và hỗ trợ từ Chính phủ, cơ quan quản lý về cả môi

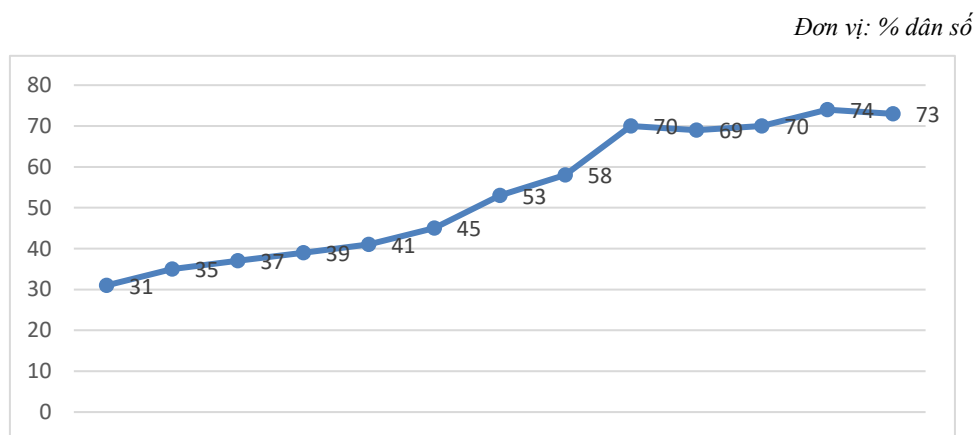
<sup>6</sup> Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XI, Nxb. Chính trị quốc gia Sự thật, 2011, tr. 107

<sup>7</sup> Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XII, Văn phòng Trung ương Đảng, 2016, tr. 88 - 89

<sup>8</sup> Văn kiện Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XIII, Nxb. Chính trị quốc gia Sự thật, Hà Nội, 2021, t. I, tr. 120, 121

trường pháp lý cũng như hạ tầng thị trường. Cam kết của Chính phủ cũng là yếu tố then chốt, vì những nỗ lực của Chính phủ có thể ảnh hưởng đến thành công của SGD. Điều này cũng đúng với việc phát triển bất kỳ thị trường nào, các thách thức kỹ thuật dễ giải quyết hơn đáng kể so với các thách thức cấu trúc như văn hóa doanh nghiệp, quy mô cơ sở nhà đầu tư, môi trường kinh tế và chính trị vĩ mô.

Theo báo cáo của NIC<sup>9</sup>, trong thập kỷ vừa qua, Chính phủ Việt Nam đã liên tục đẩy mạnh phát triển kinh tế số, coi đây là mục tiêu được ưu tiên cao trong các chiến lược phát triển Quốc gia. Năm 2022, nền kinh tế số của Việt Nam tăng trưởng 28% so với năm 2021 từ 18 tỷ USD lên 23 tỷ USD, mức tăng cao nhất trong khu vực Đông Nam Á. Hơn thế nữa, nền kinh tế số của Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng nhanh gấp hai lần GDP vào năm 2030 (19% so với 9%). Việt Nam đã có những bước tiến đáng kể trong việc nâng cao các chỉ số đổi mới sáng tạo, tận dụng các thế mạnh của mình để nhanh chóng bắt kịp thế giới trong lĩnh vực công nghệ. Cơ sở hạ tầng số ngày một phát triển, người dân thành thạo công nghệ và khởi nghiệp đổi mới sáng tạo ở Việt Nam đang phát triển mạnh mẽ, đặc biệt là sự nổi lên của các công ty lớn trong lĩnh vực thương mại điện tử và Fintech. Nền kinh tế số Việt Nam dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng nhanh ở mức 31% trong giai đoạn 2022-2025.



Nguồn: NIC, 2023

**Hình 7.** Tỷ lệ người dùng internet tại Việt Nam (2011-2022)

Tuy nhiên, nền kinh tế số Việt Nam cũng tồn tại nhiều thách thức cần vượt qua, đặc biệt thiếu cơ chế, chính sách và quy định đủ mạnh để thúc đẩy môi trường đổi mới sáng tạo bền vững. Đối với các nhà đầu tư muốn thoái vốn thông qua niêm yết cổ phần, Luật Chứng khoán sửa đổi năm 2019 quy định các doanh nghiệp phải có lãi ít nhất hai năm và không có lỗ lũy kế tại thời điểm niêm yết,

<sup>9</sup> Báo cáo đổi mới sáng tạo và đầu tư công nghệ Việt Nam 2023.

điều này dẫn đến rào cản đáng kể cho hầu hết các doanh nghiệp công nghệ tại Việt Nam.

Ngày 13/6/2023<sup>10</sup>, tham dự cuộc họp Tiểu ban Khu vực châu Á-Thái Bình Dương (APRC), đại diện Việt Nam đã có bài phát biểu, trong đó đã nêu “với mục tiêu giúp các doanh nghiệp nhỏ và vừa đổi mới sáng tạo trên nền tảng phát triển khoa học và công nghệ, dễ dàng hơn trong tiếp cận nguồn vốn phục vụ phát triển, hiện nay, UBCKNN, Bộ Tài chính Việt Nam đang trong quá trình nghiên cứu xây dựng Đề án thành lập SGD vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp, sáng tạo với chính sách và khung pháp lý đồng bộ, phù hợp với thông lệ quốc tế”.

Theo đó, trong quá trình nghiên cứu thành lập SGD Startup là một chủ đề phức tạp và cần giải quyết những vấn đề như các điều kiện tiên quyết để thiết lập như khung pháp lý, tiêu chí tham gia, cơ chế hoạt động, quy trình quản lý giám sát,... tạo môi trường thuận lợi cho các bên tham gia, đồng thời, đảm bảo sự ổn định và minh bạch của TTCK. Cơ quan quản lý cần đóng vai trò trong việc tuyên truyền các doanh nghiệp về lợi ích của việc tham gia thị trường so với các nguồn tài chính khác, và trong trường hợp đó, niềm yêt trên TTCK là con đường ưa thích của doanh nhân. Nghiên cứu cơ chế hợp tác, tiếp cận cộng đồng qua các tổ chức trung gian, kiểm toán viên, các hiệp hội ngành giúp cộng đồng đầu tư nhận thức được lợi ích tham gia./.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Bộ Kế hoạch và Đầu tư (2023). Báo cáo đổi mới sáng tạo và đầu tư công nghệ Việt Nam 2023.
2. Nguyễn Thanh Huyền, Trần Hoài Nam (2016). “Khơi dòng vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp”, *Tạp chí Tài chính*. (640), 9/2016.
3. Nguyễn Thanh Huyền (2019). “Doanh nghiệp nhỏ và vừa tiếp cận vốn qua TTCK- khả năng và khuyến nghị”, *Tạp chí Ngân hàng*, số 16, tháng 8/2019.
4. Nguyễn Thanh Huyền (2022). “Thách thức trong xây dựng thị trường vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp, doanh nghiệp nhỏ và vừa”, *Tạp chí Chứng khoán*, số 283, tháng 5/2022.
5. Nguyễn Quang Thuần (2021). “Những điểm mới về kinh tế trong Văn kiện Đại hội XIII của Đảng”. Link truy cập: Những điểm mới về kinh tế trong Văn kiện Đại hội XIII của Đảng - *Tạp chí Cộng sản* (tapchicongsan.org.vn)
6. Han, J.-w. (2019). “Promotion of technology-based startups: TIPS policy of Korea”. *Asian Journal of Innovation & Policy*, 8(3)
7. IOSCO (2014). Market-Based Long-Term Financing Solutions for SMEs and Infrastructure
8. IOSCO (2015). SME Financing through capital market.
9. Một số trang thông tin điện tử <www.mpi.gov.vn>; <www.mof.gov.vn>; <www.imf.org>; <www.wb.org>; ....

<sup>10</sup> [https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages\\_r/l/chitit?dDocName=APPSSCGOVVN1620130083](https://ssc.gov.vn/webcenter/portal/ubck/pages_r/l/chitit?dDocName=APPSSCGOVVN1620130083)