



NGUỒN TÀI CHÍNH CHO CÁC DOANH NGHIỆP KHỞI NGHIỆP Ở VIỆT NAM

TS. ĐẶNG THỊ VIỆT ĐỨC - Học viện Công nghệ Bưu chính viễn thông, ĐỖ THU HÀ - Đại học Kinh tế quốc dân *

Bài viết làm rõ khía cạnh lý thuyết và thực tiễn các nguồn tài trợ cho các doanh nghiệp khởi nghiệp; phân tích thực trạng các nguồn tài trợ cho doanh nghiệp khởi nghiệp của Việt Nam. Nghiên cứu này sẽ hữu ích cho sự đánh giá và gợi ý về hướng phát triển hệ thống tài chính tài trợ cho doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam.

Từ khóa: Doanh nghiệp, tài chính, khởi nghiệp, chính sách tài chính, môi trường kinh doanh

The article clarifies the theoretical and practical aspects of financial resources for startups and analyzes the status of funding sources for start-up businesses in Vietnam. This research will be useful for assessing and suggesting the direction of financial system development for start-ups in Vietnam.

Keywords: Enterprise, finance, start-up, financial policy, business environment

Ngày nhận bài: 6/2/2018

Ngày hoàn thiện biên tập: 1/3/2018

Ngày duyệt đăng: 5/3/2018

Góc nhìn lý thuyết về nguồn vốn của doanh nghiệp khởi nghiệp

Thông thường, các nguồn vốn có thể huy động được của doanh nghiệp khởi nghiệp (DNKN) được chia thành hai nhóm: Nguồn vốn bên trong (vốn tự có, vốn từ gia đình bạn bè); Nguồn vốn bên ngoài thông qua đầu tư của nhà đầu tư thiên thần, đầu tư mạo hiểm, các khoản vay từ ngân hàng hay những nguồn vốn hỗ trợ khác. Các nhà nghiên cứu Soderbom và Samuelsson trình bày hai cách tiếp cận chủ yếu sử dụng để giải thích cấu trúc vốn ở các DNKN: (i) Dựa trên lý thuyết về trật tự phân hạng; (ii) Dựa trên lý thuyết vòng đời.

Lý thuyết về trật tự phân hạng trong lựa chọn cấu trúc vốn chỉ ra một thứ tự lựa chọn các nguồn

vốn cho doanh nghiệp DN khi có thông tin bất cân xứng giữa DN và những người tài trợ tiềm năng (Myers và Majluf, 1984). Theo lý thuyết trật tự phân hạng truyền thống, sự bất cân xứng thông tin phát sinh khi các nhà điều hành có nhiều thông tin hơn về cơ hội đầu tư so với các nhà tài trợ dẫn tới những rủi ro cho nhà tài trợ bên ngoài khi rót vốn vào công ty. Kết quả là các nhà tài trợ có thể yêu cầu một khoản bù đắp cho thông tin không rõ ràng này làm cho chi phí vốn đầu tư bên ngoài thường đắt đỏ. Do vậy, các nhà quản trị thường sử dụng nguồn vốn bên trong nếu có thể. Chỉ khi nguồn vốn bên trong không đủ để đáp ứng nhu cầu vốn của DN, nhà quản trị công ty mới sử dụng đến vốn bên ngoài, trong đó vốn vay sẽ được ưu tiên trước vốn đầu tư do vay nợ sẽ ít bị ảnh hưởng bởi vấn đề thông tin bất cân xứng hơn.

Ban đầu, lý thuyết trật tự phân hạng được phát triển để giải thích chiến lược huy động vốn của các công ty lớn và lâu năm. Khi nghiên cứu với trường hợp các DN nhỏ mới thành lập, Berger và Udell (1998) Cassar (2004) cho rằng, các DN phân hạng sẽ phù hợp. Tuy nhiên, một số nghiên cứu khác lại cho rằng, thứ tự truyền thống sẽ đảo ngược đối với các DNKN bởi 2 lý do: (i), Các nhà đầu tư kinh nghiệm có hiểu biết tốt tương lai thương mại hóa của đổi mới sáng tạo của DNKN hơn chính bản thân những người sáng lập DN; (ii), Vốn đầu tư từ bên ngoài có thể được sắp xếp thứ tự cao hơn nếu nhà đầu tư có thể cộng thêm các giá trị phi tiền tệ vào DN mà họ đầu tư và điều này thường thấy đối với các vụ đầu tư cho DNKN (Garmaise 2001, Carpenter và Petersen 2002).

Một mô hình lý thuyết nữa được sử dụng để

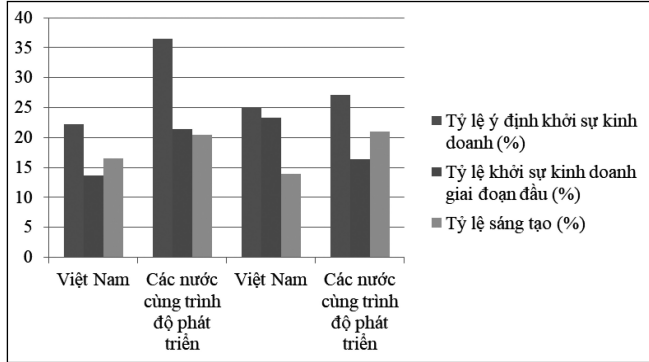
nguyên cứu các yếu tố quyết định cấu trúc vốn của DNKN là lý thuyết vòng đời (Berger và Udell, 1998). Ý tưởng căn bản của lý thuyết này là nhu cầu tài chính và sự tiếp cận tới nguồn vốn thay đổi khi DNKN lớn lên và thu nhận được nhiều kinh nghiệm hơn cũng như trở nên minh bạch hơn về mặt thông tin. Các DN nhỏ và mới phải dựa nhiều vào nguồn tài trợ bên trong, vốn tín dụng thương mại và vốn đầu tư “thiên thần”. Khi DN lớn lên, tài trợ vốn sẽ trở nên dễ tiếp cận hơn từ các quỹ đầu tư mạo hiểm cũng như các ngân hàng và các tổ chức tài chính khác. Thậm chí nếu DN tiếp tục lớn lên, họ có thể huy động vốn từ công chúng thông qua phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO). Hình 1 trình bày các nguồn vốn khả thi theo chu kỳ tăng trưởng của DN nhỏ trong dạng đơn giản.

Cả hai lý thuyết về nguồn vốn cho DNKN tuy vậy không phải luôn đúng, chẳng hạn trong các trường hợp khi các nguồn tài chính như vốn đầu tư thiên thần hay mạo hiểm không sẵn có hoặc chỉ đáp ứng một lượng nhỏ, DNKN sẽ phải tìm cách để huy động từ các nguồn vốn thay thế khác.

Thực tế huy động nguồn tài chính của doanh nghiệp khởi nghiệp và một số kinh nghiệm

Vốn bên trong: Vốn tự có được đầu tư vào DN bởi một hoặc những người sáng lập DNKN. Đây là nguồn vốn lớn nhất trong giai đoạn đầu của DNKN. Số liệu điều tra của Tổ chức khởi nghiệp toàn cầu- GEM chỉ ra hơn 60% vốn cho các DNKN mới thành lập là vốn tự có (GEM, 2004). Tương tự, Berge và Udel (1998) chỉ ra rằng vốn chủ DN chiếm khoảng 50% vốn huy động của các DNKN. Campbell và De Nardi (2009), Bates và Robb (2013) đều chỉ ra rằng, vốn từ gia đình và bạn bè đứng thứ 2 tới thứ 3 về tầm quan trọng trong các

HÌNH 2: TÌNH HÌNH KHỞI NGHIỆP TẠI VIỆT NAM



Nguồn: Tổng hợp số liệu của GEM, 2017

nguồn vốn của DNKN sau vốn tự có. Tuy nhiên, tổng lượng giá trị nguồn vốn này khá hạn chế.

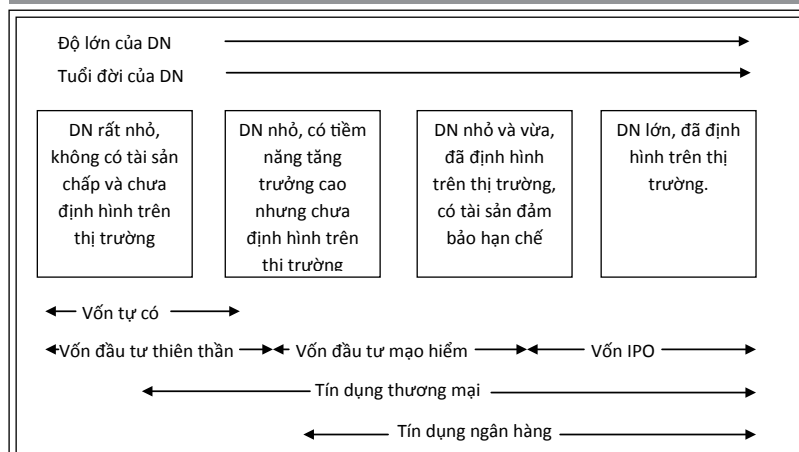
Vốn bên ngoài: Hỗ trợ tài chính của Chính phủ thường dưới dạng đầu tư công rót vào các DNKN. Tuy nhiên, nhìn chung phần hỗ trợ này thường khá nhỏ. Berger và Udell (1998) Robb và Robinson (2010) tính toán rằng, chỉ có dưới 1% tổng vốn của các DNKN là từ hỗ trợ của Chính phủ.

Nhiều nghiên cứu đã chỉ ra rằng, ngân hàng thương mại là nguồn tài chính bên ngoài quan trọng của các DNKN. Theo Berger và Udell (1998), các khoản vay thương mại chiếm khoảng 30% tổng vốn bên ngoài của các DN mới thành lập tại Mỹ. Robb và Robinson (2010) chỉ ra rằng, có khoảng 40% các DNKN Mỹ được tài trợ bởi các khoản vay thương mại.

Các nhà đầu tư “thiên thần” có thể được xem là nguồn tài chính quan trọng đối với các DNKN trong những giai đoạn đầu của quá trình phát triển. Đây là các cá nhân có nguồn vốn lớn, hoạt động độc lập hoặc trong một nhóm, đầu tư vốn của mình trực tiếp vào một DN chưa niêm yết và sau khi đầu tư, thông thường sẽ gắn bó với DN, chẳng hạn, với vai trò người tư vấn hoặc thành viên hội đồng điều hành (Mason và Harrison, 2008). Giá trị đầu tư mỗi thương vụ thường nhỏ nhưng số lượng các DNKN nhận được vốn đầu tư thiên thần thường lớn (Soderblom và Samuelsson, 2014).

Vốn đầu tư mạo hiểm chủ yếu đầu tư vào các công ty mà công nghệ và sáng tạo đã được phát triển. Chỉ một số ít DN có những điều kiện và tiềm năng tốt đủ để thu hút các nhà đầu tư mạo hiểm. Robb và Robinson (2010) gợi ý rằng, 4% DNKN tại Mỹ nhận được vốn từ các Quỹ đầu tư mạo hiểm. Theo GEM (2003), có 0,5% các DNKN nhận được vốn đầu tư mạo hiểm. Ngoài các nguồn vốn truyền thống trên, DNKN

HÌNH 1: CHU KỲ TĂNG TRƯỞNG TÀI CHÍNH CỦA DOANH NGHIỆP KHỞI NGHIỆP



Nguồn: Berger và Udell (1998)



cũng có thể huy động vốn từ một số nguồn khác như tài trợ đám đông và vốn hóa thông qua IPO, hoặc thông qua những hình thức huy động vốn mới từ các tổ chức hỗ trợ khởi nghiệp.

Nguồn tài chính cho doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam

Tình hình khởi nghiệp tại Việt Nam

Startup trở thành làn sóng phát triển mạnh mẽ tại Việt Nam trong những năm qua. Theo số liệu thống kê không chính thức, hiện nay, Việt Nam có khoảng 15.000 startup đang hoạt động tập trung chủ yếu ở hai trung tâm lớn là Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh (Văn phòng Đề án 844).

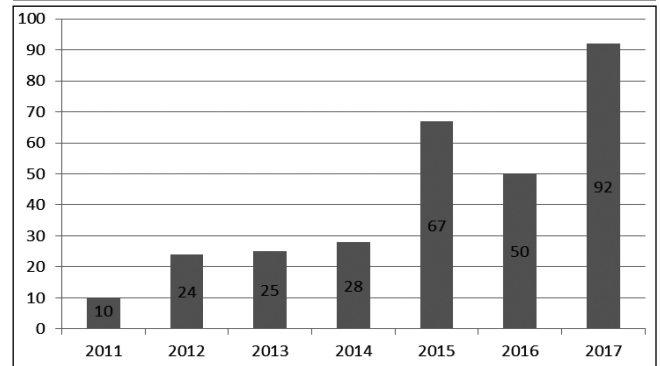
Tổ chức khởi nghiệp toàn cầu- GEM chia các quốc gia thành ba nhóm tương ứng với ba giai đoạn phát triển: Các nước phát triển dựa trên nguồn lực (giai đoạn 1); các nước dựa trên hiệu quả (giai đoạn 2); các nước dựa trên đổi mới (giai đoạn 3). Các nước sẽ tiến từ giai đoạn 1 sang giai đoạn 2 và 3. Việt Nam được xếp vào nhóm nước phát triển dựa trên nguồn lực, tức là giai đoạn phát triển ban đầu. Trong khu vực Đông Nam Á, Việt Nam cùng nhóm với Philippines, trong khi đó Malaysia, Thái Lan, Indonesia được xếp vào trình độ phát triển giai đoạn 2. Việc đánh giá mức độ khởi nghiệp của một quốc gia cần so sánh với các quốc gia cùng trình độ phát triển (GEM, 2016).

Hình 2 cho thấy, tỷ lệ có ý định khởi sự kinh doanh tại Việt Nam trong những người trưởng thành, tỷ lệ hoạt động kinh doanh ở giai đoạn khởi sự và tỷ lệ sáng tạo của DNKN Việt Nam mặc dù ở mức kém hơn so với các nước cùng trình độ phát triển, tuy vậy, các tỷ lệ này đều có xu hướng tăng lên rõ rệt từ năm 2015 tới năm 2017. Năm 2017, tỷ lệ người có ý định khởi sự kinh doanh ở Việt Nam là 25%, tỷ lệ khởi sự kinh doanh tại giai đoạn đầu của Việt Nam là 23,7% và mức độ sáng tạo của các DNKN là 21%.

Các nguồn vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam

Đánh giá về hệ sinh thái khởi nghiệp tại Việt Nam của GEM qua các năm cho thấy, trong 12 chỉ số, chỉ số tài chính cho kinh doanh là chỉ số đạt điểm số khá thấp. Năm 2017, chỉ số này của Việt Nam đạt 2,27/5 - chỉ số thấp thứ 4. Tuy nhiên, chỉ số này đã được cải thiện nhiều so với năm 2015. Năm 2015, chỉ số tài chính cho kinh doanh của Việt Nam đạt 2,12/5 điểm, là chỉ số thấp thứ hai, chỉ cao hơn chỉ số về giáo dục kinh doanh ở bậc phổ thông. Cụ thể hơn, về đầu tư mạo hiểm, theo thống kê từ Cục Phát triển thị trường, DN khoa học và công

HÌNH 3: SỐ LƯỢNG VÀ TỔNG GIÁ TRỊ THƯƠNG VỤ KHỞI NGHIỆP ĐẦU TƯ BẰNG VỐN MẠO HIỂM VÀ VỐN NHÀ ĐẦU TƯ THIÊN THẦN TẠI VIỆT NAM



Nguồn: Topica Founder Institute, 2018

nghe (Bộ Khoa học và Công nghệ) hiện có khoảng 40 Quỹ Đầu tư mạo hiểm đã và đang hoạt động tại Việt Nam, tăng khoảng 30% so với năm 2016 (Văn phòng Đề án 844). Các quỹ ngoại điển hình là IDG Ventures Vietnam, Cyber Agent, Mekong Capital, DFJ Vina Capital, ESP Capital, Innovatube. Bên cạnh đó, trong hai năm 2016, 2017, nhiều Quỹ Đầu tư mạo hiểm nội địa cũng được thành lập và tham gia vào thị trường đầu tư mạo hiểm như SeedCom, FPT Ventures, CMC Innovation Fund, VPBank Startup, VIISA, ESP, VSV, 500 Startups Vietnam...

Vốn từ các nhà đầu tư thiên thần khá hạn chế trong những năm trước do nhà đầu tư cá nhân tại Việt Nam vẫn chưa nhìn nhận đầu tư DNKN là một mô hình đầu tư có thể tạo ra lợi nhuận. Tuy nhiên, trong năm 2017, lần đầu tiên hệ sinh thái khởi nghiệp Việt Nam ghi nhận số lượng đáng kể nhà đầu tư thiên thần nội. Hoạt động của các nhà đầu tư thiên thần ở Việt Nam đã bắt đầu có tính hệ thống, chuyên nghiệp hơn, thông qua việc kết nối, hình thành một số câu lạc bộ, mạng lưới đầu tư cho khởi nghiệp. Một số điển hình có thể kể đến như VIC Impact, Hatch! Angel Network, iAngel Vietnam hay Angel4us. Chương trình Shark Tank- Thương vụ bạc tỷ cũng chốt được 22 vụ đầu tư vào các startup giai đoạn đầu với tổng vốn đầu tư khoảng 100 tỷ đồng. Thống kê của Topica Founder Institute cho thấy, số lượng thương vụ khởi nghiệp được đầu tư tăng lên đáng kể qua các năm. Năm 2017, có 92 thương vụ nhận được đầu tư với tổng vốn 291 triệu USD (khoảng 6.500 tỷ đồng). Trong đó, các nhà đầu tư thiên thần và các Quỹ Đầu tư mạo hiểm nội địa đóng góp 49 thương vụ, tương đương với 46 triệu USD (Hình 3).

Mô hình Tổ chức Thúc đẩy kinh doanh đã được chứng minh tính khả thi và mức độ hiệu quả tại Việt Nam. Theo thống kê sơ bộ và tổng hợp từ nhiều nguồn của Cục Phát triển thị trường và DN

khoa học và công nghệ, năm 2017, Việt Nam có khoảng 10 tổ chức thúc đẩy kinh doanh và 30 cơ sở ươm tạo, tăng thêm 6 vườn ươm so với năm 2016. Các tổ chức phát thúc đẩy kinh doanh như Vietnam Silcon Valley Accelerator, Viettel Accelerator, Microsoft Class Expara, VIISA... và mới đây là Lotte Accelerator, Hebronstar đang tích cực hoạt động mặc dù mới chỉ ở giai đoạn ban đầu. Trong số 30 vườn ươm hiện nay có 10 vườn ươm trực thuộc các cơ quan Nhà nước hoặc đơn vị sự nghiệp; 7 vườn ươm thuộc các trường đại học và 13 vườn ươm còn lại do các tổ chức tư nhân hoặc nước ngoài thành lập, một số tên tuổi tiêu biểu như: Vườn ươm DN công nghệ cao Hoà Lạc; Vườn ươm DN công nghệ cao TP. Hồ Chí Minh; Vườn ươm Đà Nẵng; Trung tâm Hỗ trợ thanh niên khởi nghiệp... Các vườn ươm DN cũng đang trong quá trình nghiên cứu để chuyển dịch mô hình sang thành tổ chức Thúc đẩy DN (Văn phòng Đề án 844).

Năm 2017, tỷ lệ người có ý định khởi sự kinh doanh ở Việt Nam là 25%, tỷ lệ khởi sự kinh doanh tại giai đoạn đầu của Việt Nam là 23,7% và mức độ sáng tạo của các doanh nghiệp khởi nghiệp là 21%.

Thúc đẩy tài chính doanh nghiệp

Đa phần các DNKN Việt Nam đang ở giai đoạn đầu của quá trình khởi nghiệp, khám phá khách hàng và kiểm chứng mô hình kinh doanh. Lý thuyết và thực tiễn tại các nước cho thấy, ở giai đoạn này, vốn tự có, vốn từ gia đình bạn bè, vốn từ các nhà đầu tư thiên thần, và một phần vốn đầu tư mạo hiểm là quan trọng nhất.

Thị trường vốn đầu tư “thiên thần” và vốn đầu tư mạo hiểm đã phát triển không ngừng trong những năm qua. Chính phủ Việt Nam cũng đã liên tục có những hỗ trợ về pháp lý, thể chế bao gồm sự ra đời của Luật các DN vừa và nhỏ ngày 12/6/2017 cùng các nghị định hướng dẫn đang được soạn thảo (Quyết định số 1357/QĐ-TTg ngày 13/9/2017 của Thủ tướng Chính phủ); Các chương trình, đề án như đề án hỗ trợ hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo quốc gia đến năm 2025 theo Quyết định số 844/QĐ-TTg ngày 18/5/2016, Đề án hỗ trợ phụ nữ khởi nghiệp giai đoạn 2017-2025” theo Quyết định số 939/QĐ-TTg ngày 30/6/2017 và Đề án hỗ trợ học sinh, sinh viên khởi nghiệp theo Quyết định số 1665/QĐ-TTg ngày 30/10/2017. Các chương trình, đề

án lớn dẫn tới các giải pháp tài chính để hỗ trợ các dự án khởi nghiệp. Tuy nhiên, cho tới nay, hệ sinh thái khởi nghiệp Việt Nam vẫn ghi nhận tài chính là một điểm yếu cần khắc phục.

Trong thời gian tới, việc tiếp tục hoàn thiện khung khổ pháp lý, môi trường đầu tư, thực hiện hiệu quả các chương trình, Đề án hỗ trợ khởi nghiệp, chú trọng tới việc thu hút các nhà đầu tư “thiên thần” và các Quỹ đầu tư mạo hiểm sẽ là nhiệm vụ quan trọng để hỗ trợ DNKN ở giai đoạn đầu phát triển ở Việt Nam. Về phía các DNKN, các sáng lập viên cũng cần trang bị tốt hơn kiến thức về tài chính và huy động vốn để có thể tiếp cận và kêu gọi vốn đầu tư thành công. Thúc đẩy tài chính DNKN từ cả phía cung và phía cầu sẽ đảm bảo thành công lớn hơn của các DNKN Việt Nam, thúc đẩy Việt Nam trở thành một quốc gia khởi nghiệp, từng bước xây dựng nền kinh tế số và cách mạng 4.0. 

Tài liệu tham khảo:

1. Văn phòng Đề án 844, 2018, truy cập từ <http://dean844.most.gov.vn/> ngày 12/2/2018;
2. Bates T., Robb A., 2013, Greater access to capital is needed to unleash the local economic development potential of minority-owned businesses, *Economic Development Quarterly*, 27(3): 250-259;
3. 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;
4. Campbell J., De Nardi M., 2009, A conversation with 590 nascent entrepreneurs, *Annals of Finance*, 5(3-4): 313-340;
5. Carpenter R.E., Petersen B., 2002, Is the growth of small firms constrained by internal finance? *Review of Economics and Statistics*, 84(2): 298-309.
6. Cassar G., 2004, The financing of startups, *Journal of Business Venturing*, 19(2): 261-283;
7. Garmaise M.J., 2001, Informed investors and the financing of entrepreneurial projects. Working paper, EFMA 2001 Lugano Meetings;
8. GEM, 2017, Global Report 2016/2017, Global Entrepreneurship Research Association;
9. Mason C., Harrison R., 2008, Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: A review of potential data sources. *Venture Capital*, 10(4): 309-330;
10. Myers S.C., Majluf N.S., 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221;
11. Robb A.M., Robinson D.T., 2010, The capital structure decisions of new firms, Working paper;
12. Soderblom A., Samuelsson M., 2014, Sources of capital for innovative startup companies: An empirical study of the Swedish situation, *Naringspolitiskt Forum Report*;
13. Topica Founder Institute, 2017, truy cập từ <http://tfi.topica.asia/tfi/> ngày 12/2/2018.